



Vaasan yliopisto  
UNIVERSITY OF VAASA

Joonna Rinta-Jouppi

# **Yritysten omistusrakenne ja taloudellinen suoriutuminen**

Tarkastelussa Helsingin pörssin yhtiöt

Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö  
Taloustieteen Pro gradu -tutkielma  
Taloustieteen maisteriohjelma

Vaasa 2024

---

**VAASAN YLIOPISTO****Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö**

<b>Tekijä:</b>	Joona Rinta-Jouppi		
<b>Tutkielman nimi:</b>	Yritysten omistusrakenne ja taloudellinen suoriutuminen : Tarkastelussa Helsingin pörssin yhtiöt		
<b>Tutkinto:</b>	Kauppätieteiden maisteri		
<b>Oppiaine:</b>	Taloustiede		
<b>Työn ohjaaja:</b>	Juuso Vataja		
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2024	<b>Sivumäärä:</b>	62

---

**TIIVISTELMÄ:**

Tutkielman tavoitteena on selvittää, vaikuttaako omistusrakenne Helsingin pörssin yhtiöiden taloudelliseen suorituskykyyn. Omistusrakenne jaetaan keskittyneeseen ja hajautuneeseen omistusrakenteeseen, jossa keskittyneessä omistusrakenteessa yhtiön äänivallasta vähintään 25 % on keskittynyt tietylle taholle. Taloudellisen suorituskyvyn mittareina on Tobinin Q ja kokonaispääoman tuottoaste (ROA-%). Kyseiset taloudelliset mittarit ovat laajalti käytettyjä alan tutkimuksissa, sillä Tobinin Q kuvaa suoriutumista markkina-arvolla, ja kokonaispääoman tuottoaste kirjanpidollista tuottoa. Koska Helsingin pörssi on kansainvälisesti tarkasteltuna hyvin pieni, selvitetään tutkielman avulla pätevätkö saman lainalaisuudet kuin suurien kansantalouksien pörssiyrityksissä ja niiden omistusrakenteissa. Tutkielman teoreettinen viitekehys on, samoin kuin useissa alan tutkimuksissa, agenttiteoria.

Omistusrakennetta ja taloudellisesta suoriutumista aloitettiin tutkimaan jo 1930-luvulla. Laajempi tutkimus alkoi 1970-luvulta lähtien erityisesti suurilla yhdysvaltalaisilla yrityksillä, ja 1990-luvulta lähtien tutkimuksia on laajennettu pk-yrityksiin Yhdysvalloissa sekä Yhdysvaltojen ulkopuolelta. Useimmissa tutkimuksissa on löydetty tilastollisesti merkitsevä yhteys omistusrakenteen ja taloudellisen suoriutumisen väliltä. Tutkimuksia on kuitenkin heikosta saatavilla suomalaisista yrityksistä, sillä tutkimukset ovat edelleen keskittyneet suuriin länsimaisiin ja aasialaisiin kansantalouksiin. Suomen talouden ja Helsingin pörssin pieni koko tekevät siitä mielenkiintoisen tutkimuskohteen seuraksi omistusrakennetutkimusten laajaan joukkoon.

Tutkielman regressioanalyysin mukaan Helsingin pörssin yhtiöiden omistusrakenteella ja taloudellisella suoriutumisella ei ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä kummallakaan taloudellisella muuttujalla mitattuna tarkasteluajanjaksolla 2017–2022.

---

**AVAINSANAT:** omistusrakenne, taloudellinen suoriutuminen, agenttiteoria, kokonaispääoman tuottoaste, Tobinin Q

## Sisällys

1	Johdanto	5
1.1	Tutkimusongelma ja tutkielman tavoitteet	5
1.2	Tutkimushypoteesit	6
1.3	Tutkielman rakenne	7
2	Omistusrakenne ja yritysten tuloksellisuus	8
2.1	Agenttiteoria	8
2.2	Stewardship – teoria	12
3	Kirjallisuuskatsaus	16
3.1	Helsingin pörssin yritysten omistus	16
3.2	Keskittynyt vai hajautunut omistus?	17
3.3	Johdon omistus	21
3.4	Perheomistus	27
3.5	Valtionomistus	31
4	Tutkimusaineisto ja menetelmät	34
4.1	Tutkimusaineisto	34
4.2	Muuttujat	36
4.2.1	Selitettävät muuttujat	36
4.2.2	Selittävä muuttuja	37
4.2.3	Kontrollimuuttujat	37
4.2.4	Tutkimusaineisto	38
4.3	Tutkimusmenetelmä	41
5	Empiiriset tulokset	43
6	Johtopäätökset	47
	Lähteet	50
	Liitteet	56

## Kuvat

Kuva 1 Osakkeenomistajien ja yrityksen välinen suhde ja sen sovittelumekanismit. (Huolman ja muut, 2000)	9
Kuva 2 Principal-Manager Choise Mode (Davis ja muut, 1997)	14
Kuva 3 Johdon omistus ja markkina-arvo (Morck ja muut, 1988)	23
Kuva 4 Sisäpiirin omistuksen suhde investointeihin (Cho, 1998)	24
Kuva 5 Omistuksen, johdon ja kilpailun vaikutus suorituskykyyn (Goldeng ja muut, 2008)	32

## Kuviot

Kuvio 1 Ulkomaalaisomistus ja markkina-arvo (Euroclear Finland, 2024)	17
Kuvio 2 Helsingin pörssin omistajat 31.1.2024 (Euroclear Finland, 2024)	17

## Taulukot

Taulukko 1. Yhtiöt toimialoittain (Nasdaq 2024).	35
Taulukko 2 Tutkimusaineiston tunnuslukujen yhteenveto	38
Taulukko 3 Keskiarvojen vertailu	39
Taulukko 4 Korrelaatiomatriisi tutkimusaineiston muuttujista	41
Taulukko 5 Regressiomallin tulokset	44
Taulukko 6 Regressiomallin tulokset ilman korkeiden virhetermin arvojen yrityksiä ....	46

# 1 Johdanto

Omistusrakenteella voi olla keskeinen vaikutus yrityksen menestymiseen kilpailussa pitkällä aikavälillä. Omistajat valitsevat yritykseen hallituksen, hallitus nimittää toimitusjohtajan ja toimitusjohtaja nimittää muun operatiivisen johdon. Loppukädessä siis omistajat ovat vastuussa yhtiössä tehdyistä päätöksistä ja investoinneista. Pitkällä aikavälillä heikko omistajuus johtaa yhtiön heikompaan taloudelliseen suoriutumiseen.

Omistusrakennetta ja sen vaikutuksia on tutkittu jo pitkään, ja keskustelun aiheesta aloittivat Adolf Berle ja Gardiner Means 1930-luvulla. Berle ja Means (1932) toivat teoksessaan "The Modern Corporation and Private Property" esille väitteen, jonka mukaan hajautunut omistusrakenne synnyttää eriäviä intressejä johtajien ja omistajien välille. Tutkimus omistajien ja johtajien välisistä suhteista alkoi 1970-luvulla, kun Jensen ja Meckling (1976) kirjoittivat tutkimuksen "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", jossa käsiteltiin omistajien ja johtajien välistä intressiristiriitaa, eli niin kutsuttua agentti-päämiesongelmaa (ts. agenttiongelman).

Omistusrakenne ja sen vaikutus yritysten taloudelliseen suorituskykyyn on yhteiskunnallisesti tärkeä aihe, sillä pitkällä aikavälillä oikeiden omistajien valikoituminen oikeisiin yrityksiin johtaa myös suurempaan verokertymään. Parempi ymmärrys aiheesta voi auttaa mm. eläkeyhtiöitä ja muita instituutioita tekemään pitkällä aikavälillä parempia sijoituspäätöksiä, joka hyödyttää koko yhteiskuntaa. Myös yksilötasolla aiheen tutkimisesta on hyötyä yksittäisille sijoittajille ja yrittäjille.

## 1.1 Tutkimusongelma ja tutkielman tavoitteet

Vaikkakin omistusrakenteen ja taloudellisen menestyksen välistä yhteyttä on tutkittu jo vuosikymmeniä, ovat aikaisemmat tutkimukset pitkälti koskeneet suuria kansantalouksia, kuten Yhdysvaltoja, Iso-Britanniaa ja Saksaa. Tutkimusta suomalaisten yhtiöiden omistuksen ja taloudellisen suorituskyvyn välisestä yhteydestä ei ole lähivuosina tehty. Tutkimuskohteena suomalaiset pörssiyhtiöt ovat mielenkiintoinen ja

tärkeä aihe, sillä suuret ja keskisuuret yritykset, joita pörssiyhtiöt pääasiassa ovat, työllistävät yli 56 % yritysten työvoimasta henkilöstötyövuosilla mitattuna (Tilastokeskus, 2022).

Suuri osa Suomen pörssimarkkinoille sijoitetusta pääomasta on peräisin suomalaisilta ja ulkomaalaisilta instituutioilta. Artikkelissaan Jakobsson ja Korkeamäki (2015) toteavat, että instituutioiden omistukset saattavat luoda ongelmia suomalaisissa pörssiyhtiöissä, sillä suuret instituutio omistukset lisäävät epäselvyyttä yritysten määräysvallassa. Jakobssonin ja Korkeamäen ajatuksia tukee Bhattacharya ja Graham (2007) tutkimus, jossa löydettiin institutionaalisen omistuksen heikentävän taloudellista suorituskykyä tilastollisesti merkitsevästi suomalaisissa yrityksissä.

Pro gradu -tutkielmassa pyritään selvittämään suomalaisten listattujen yritysten omistusrakenteen ja taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Omistusrakenteessa keskitytään erityisesti siihen, onko se keskittynyt vai hajautunut. Tarkoituksena on siis selvittää, onko keskittynyt äänivalta, ja täten ylin päätösvalta, hyödyksi vai haitaksi yrityksen taloudelliselle suorituskyvylle. Keskittynyt omistaja voi olla esimerkiksi valtio, perhe, yksittäinen henkilö, yrityksen johto, instituutio tai sijoitusyhtiö. Tavoitteena on selvittää vastaus tutkimuskysymykseen, onko omistusrakenteella vaikutusta suomalaisten listattujen yhtiöiden taloudelliseen menestykseen?

## **1.2 Tutkimushypoteesit**

Omistusrakenteen keskittyneisyydellä on tähän mennessä useissa tutkimuksissa löydetty tilastollisesti merkitsevä vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen, kuten Thomasen ja Pedersen (2000) sekä Hu ja Izumida (2008) tutkimuksissa. Pelkästään keskittyneisyyttä tutkivien tutkimusten lisäksi Anderson ja Reeb (2003), Villalonga ja Amit (2004), Maury (2006) sekä Peng & Jiang (2010) ovat löytäneet yhteyden perheomistuksen ja taloudellisen suorituskyvyn välillä. Tämän lisäksi instituutio-omistuksella on todettu olevan tilastollisesti merkitsevä vaikutus, sillä Bhattacharya ja Graham (2007) totesivat instituutio-omistuksen heikentävän taloudellista

suoriutumista, kun taas Elyasiani and Jia (2010) huomasivat tutkimuksessaan positiivisen yhteyden institutionaalisen omistuksen ja taloudellisen suoriutumisen välillä. Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, päteekö tilastollisesti merkitsevä vaikutus myös suomalaisten listattujen yhtiöiden omistuksen ja taloudellisen suoriutumisen välillä. Tutkimushypoteesit kuuluvat seuraavasti:

H0: Suomalaisten listattujen yhtiöiden omistusrakenteen keskittyneisyys ei vaikuta taloudelliseen suoriutumiseen

H1: Suomalaiset keskittyneen omistusrakenteen listatut yhtiöt ovat suoriutuneet taloudellisesti paremmin kuin hajautuneen omistusrakenteen yhtiöt.

### **1.3 Tutkielman rakenne**

Tutkielma aloitetaan tiiviillä johdannolla, jonka jälkeen toisessa kappaleessa käydään läpi teoreettinen viitekehys, eli agenttiteoria ja stewardship-teoria. Teorian jälkeen kappaleessa kolme on kattava kirjallisuuskatsaus, jossa käsitellään useita tutkimuksia omistusrakenteeseen ja taloudelliseen suorituskykyyn liittyen, eri näkökulmista, eri aineistoilla ja eri aikakausilta. Neljännessä kappaleessa pureudutaan varsinaiseen tutkimukseen käyden läpi kaikki muuttujat, tutkimusmenetelmä ja tutkimusaineisto. Kappaleessa neljä vertaillaan myös tutkimusaineiston keskiarvoja sekä korrelaatioita. Viides kappale käsittelee regressionanalyysistä selvinneitä tuloksia. Kuudennessa eli viimeisessä kappaleessa tehdään johtopäätökset tutkielmasta, sekä esitetään ehdotuksia, kuinka tutkielman aihetta voisi tutkia ja laajentaa jatkossa.

## 2 Omistusrakenne ja yritysten tuloksellisuus

Tässä luvussa käsitellään omistusrakenteeseen liittyviä teoreettisia lähtökohtia. Tutkielmassa käytettävät teoriat ovat agenttiteoria ja stewardship-teoria. Kyseiset teoriat liittyvät omistusrakenteen ja tuloksellisuuden väliseen yhteyteen, ja näin luovat perustan tutkielmalle. Seuraavissa alakappaleissa käydään läpi teorioiden perusteet ja pyritään tuomaan ilmi, miksi nämä teoriat tukevat tutkielmaa.

### 2.1 Agenttiteoria

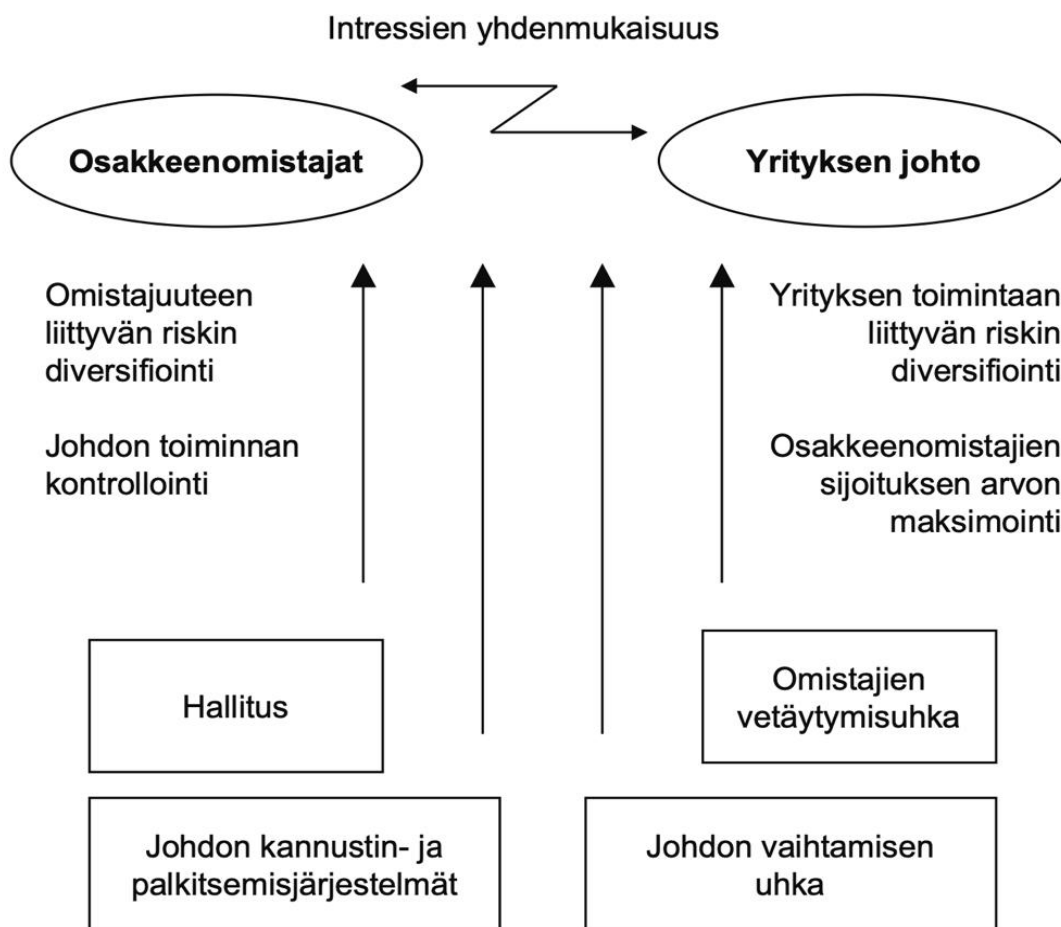
Tutkimus agenttiteoriaan liittyen alkoi 1970-luvulla, kun Jensen ja Meckling (1976) esittivät tieteellisessä julkaisussaan ongelman, joka syntyy johdon ja omistajien eriävistä intresseistä. Agenttiteoria käsittelee siis agenttiongelmia, jossa agenttisuhteessa olevilla päämiehellä ja agentilla on eriävät intressit.

Päämies-agenttiongelmia perustuu agenttisuhteessa kontrollin ja omistuksen eriytymiseen. Agenttisuhteessa päämies delegoi valtaa agentille. Päämiehen delegoidessa valtaa agentille on yleistä, että järjestelyssä ilmenee informaation epätasapaino. Agentilla on siis informaatioetu operatiivisesta toiminnasta suhteessa päämieheen. Päämiehellä ei ole mahdollisuutta valvoa agentin jokaista liikettä, ja näin päämies näkee vain lopputuloksen. Näin ollen päämies ei voi tietää pyrkikö agentti suoriutumaan parhaalla mahdollisella tavalla päämiehen eduksi. Päämiehen ei ole mahdollista saada agenttia toimimaan omien etujensa mukaisesti ilman lisäkustannuksia, ja näin syntyy ns. agenttikustannuksia (Rämä, 1998).

Päämiehen ja agentin ollessa hyödyn maksimoijia, voidaan olettaa, että agentti ei toimi päämiehen intressin mukaisesti (Jensen & Meckling, 1976). Päämiehen ja agentin eroavat intressit synnyttävät agenttikustannuksia. Päämies voi vähentää intressiristiriitaa asettamalla kannustimia, joiden myötä agentin ja päämiehen intressit lähentyvät. Agentti sen sijaan voi pyrkiä vakuuttamaan päämiehiä, ettei ryhdy haitallisiin toimiin

päämiehen nimissä. Nämä agentin ja päämiehen pyrkimykset vähentää intressiristiriitaa, mutta aiheuttavat kuitenkin agenttikustannuksia.

Huolman ja muut (2000) pohtivat tutkimuksessaan osakkeenomistajien ja johdon välistä suhdetta sekä valvontajärjestelmiä. He totesivat, että omistuksen ollessa hajautunutta, omistajien on hankala löytää kannustinta valvoa johdon toimintaa, sillä valvomisesta koituvat höydyt valuisivat myös muille osakkeenomistajille (vapaamatkustaja—ongelma). Huolman ja muut (2000) tutkimuksen mukaan hallitus voi pienentää agenttiongelmia valvomalla johtoa osakkeenomistajien puolesta. Tässä ongelmaksi kuitenkin muodostuu toimitusjohtajan valvonnan vaikeus, sekä operatiivisen johdon tekemien päätösten arviointi. Agenttiongelmien eivät kuitenkaan rajoitu vain johtajan ja omistajan väliseksi intressiristiriidaksi.



**Kuva 1 Osakkeenomistajien ja yrityksen välinen suhde ja sen sovittelumekanismit. (Huolman ja muut, 2000)**

Agenttisuhteesta aiheutuvia agenttikustannuksia syntyy kolmesta lähteestä, jotka ovat monitorointikustannukset (monitoring costs), agentin sitoutumiskustannukset (bonding costs) ja agentin päätöksistä johtuvat päämiehen hyvinvointitappiot (residual loss). Monitorointikustannukset syntyvät, kun omistajat (päämiehet) valvovat johtoa (agentteja) ja pyrkivät estämään johtoa tekemästä omistajien näkökulmasta haitallisia toimia. Sitoutumiskustannukset sen sijaan syntyvät, kun agenttia pyritään sitouttamaan päämiehen tavoitteisiin. Hyvinvointitappiot syntyvät päämiehen kannalta optimaalisten päätösten ja agentin tekemien päätösten erotuksesta (Jensen ja Meckling, 1976).

Ang ja muut (2000) tutkivat agenttikustannuksia ja omistusrakennetta, sekä erityisesti agenttikustannuksien määrää erilaisissa pienissä yrityksissä. Tutkimuksessa löydettiin neljä tärkeää tulosta. Heidän mukaansa ulkopuolisen johtaessa yritystä agenttikustannukset ovat korkeammat ja johtajan omistusosuudella sekä agenttikustannuksilla on negatiivinen korrelaatio, eli johtajan omistusosuuden kasvaessa agenttikustannukset laskevat. Kolmannen tuloksen mukaan agenttikustannuksilla ja ulkopuolisten osakkeenomistajien määrällä on positiivinen korrelaatio, eli mitä enemmän on johtoon tai yritykseen kuulumattomia osakkeenomistajia, sitä suuremmat ovat agenttikustannukset. Neljäs lopputulema kertoo, että jos pankit monitoroivat ulkoisen rahoituksen myötä yrityksiä, agenttikustannukset ovat pienemmät. Tuloksen ovat pääasiassa agenttiteorian mukaisia, sillä johdon omistuksen kasvaessa agentin ja päämiehen intressit lähenevät.

Sighn ja Davidson (2003) jatkoivat Ang ja muut (2000) tutkimusta laajentamalla tutkimuksen pienistä yhtiöistä suurin pörssilistattuihin amerikkalaisyhtiöihin. Tutkimuksessa oli tarkoituksena tutkia samaa aihetta suurten yritysten näkökulmasta, joten tutkimustapaa sovellettiin sen mukaiseksi. Tutkimus oli yhden mukainen Ang ja muut (2000) tekemän tutkimuksen kanssa liittyen sisäiseen omistukseen. Tutkimuksen mukaan sisäinen omistus lähentää agentin ja päämiehen intressejä sekä madaltaa agenttikustannuksia, kun agenttikustannukset määritellään omaisuuden kierron, eli toiminnan tehokkuuden perusteella. Kun agenttikustannukset määriteltiin

harkinnanvaraisina kustannuksina, suhde sisäisen omistuksen ja agenttikustannuksien välillä oli olematon. Lisäksi tutkimuksessa tutkittiin ulkoisten ”blokki omistajien”, eli esimerkiksi instituutioiden omistuksen ja agenttikustannuksien suhdetta. Näiden väliltä ei löydetty yhteyttä kummallakaan agenttikustannuksien mittaamenetelmällä. Kolmas lopputulema tutkimuksessa oli, että hallituksen kokoonpanolla ei ole merkitsevää vaikutusta agenttikustannuksiin. Jos johdolla oli korkea edustus hallituksessa, ei se johtanut korkeampiin agenttikustannuksiin. Hallituksen koolla sen sijaan oli vaikutusta. Agenttikustannuksia määriteltäessä omaisuuden kierolla, hallituksen koolla ja agenttikustannuksilla oli negatiivinen korrelaatio. Eli mitä suurempi hallitus, sitä heikompaa oli taloudellinen suoriutuminen. Sen sijaan harkinnanvaraisina kuluina mitattuna agenttikustannuksilla ja hallituksen koolla ei ollut yhteyttä. Tutkimuksen viimeisen, eli neljännen lopputuleman mukaan ulkoisenrahoituksen määrä ei vähennä agenttikustannuksia. Tämä eroaa pienyhtiöitä koskevasta tutkimuksesta, jossa korkeampi ulkoinen rahoitus johti matalampiin agenttikustannuksiin pankkien monitoroidessa pienyhtiöitä (Sighn & Davidson, 2003).

Demsetz ja Lehn (1985) tutkivat 511 amerikkalaisen pörssi-yhtiön omistusrakenteita. Tutkimuksessa esitettiin agenttiteoriaan liittyvä ajatus, että johto ei toimi omistajien intressien mukaisesti, vaan omiensa. Muihin tutkimuksiin poiketen, heidän mukaansa omistajajohtajat eivät välttämättä eroa palkkajohtajista. Omistajajohtaja voi saada yrityksestä henkilökohtaista hyötyä muutoinkin kuin yrityksen markkina-arvoa kasvattamalla. Omistajajohtajan ollessa ainoa omistaja tämä ei tuota ongelmaa, mutta jos omistajia useampi, muut omistajat kärsivät omistajajohtajan oman henkilökohtaisen hyödynmaksimoinnista. Lomaosakkeet tai työsuhdeauto eivät suoranaisesti ole muiden omistajien intresseissä.

Ratkaisuksi Jensenin ja Mecklingin mainitsemiin agenttikustannuksiin on esitetty johdon osakekannustimet. Hauge ja Senbet (1981) ovat julkaisseet tutkimuksen, jonka mukaan johdon osakekannustimilla, erityisesti osakeoptioilla, voi olla merkittävä asema ratkaistessa Jensenin ja Mecklingin agenttiongelmia. Myös Jensen ja Murphy (1990)

suosittelivat osakekannustimia johdolle, sillä se motivoi johtoa maksimoimaan johtamansa yhtiön arvon, ja näin osakkeenomistajien ja johdon intressit lähestyivät toisiaan. He kuitenkin totesivat tutkimuksessaan, että tutkimushetkellä asiasta ei ollut vielä tarpeeksi empiiristä tutkimustietoa. Tämän vuoksi Mehran (1995) tutki johdon osakekannustimien ja yrityksen menestyksen välistä yhteyttä empiirisessä tutkimuksessaan, jossa teoreettisena lähtökohtana oli agenttiteoria. Tutkimuksien tuloksien perusteella kokonaispääoman tuottoasteella (ROA, Return on Assets) ja Tobinin Q:lla mitattuna osakepohjaisille kannustimilla on positiivinen vaikutus yritykseen. Eli mitä suurempi on osakepohjaisen kannustimen määrä ja johdon osakeomistus, sitä paremmin kokonaispääoman tuotto ja Tobinin Q on kehittynyt. Tämä on looginen lopputulema agenttiteorian näkökulmasta, sillä johdon osakeomistuksen myötä agentin ja päämiehen intressit lähentyvät.

## **2.2 Stewardship – teoria**

Agenttiteoria on tunnetuin teoria kuvailemaan agentin ja päämiehen välistä suhdetta. Agenttiteoriaan liittyy kuitenkin oletus, jonka mukaan agentti toimii omien intressiensä, ei päämiehensä intressien mukaan, ja on hyödynmaksimoija sekä opportunisti (Davis ja muut, 1997). Agenttiteoria ei siis ota huomioon mahdollisuutta, että agentti ei aina ole opportunistinen oman henkilökohtaisen hyödyn tavoittelija. Stewardship —teorian juuret ovat sosiologiassa ja psykologiassa. Teorialla pyrittiin tuomaan vastapaino agenttiteorialle eli tutkia tilanteita, joissa johtaja on omasta tahdostaan halukas toimimaan päämiehensä etujen mukaisesti (Donaldson & Davis, 1991).

Stewardship —teoriaa on lähdetty kehittämään tyytymättömyydestä agenttiteorian oletuksiin. Teorialla pyritään hahmottamaan tilanteita, joissa agentit käyttäytyvät kuten ”stewardit”, eli edustajat, ja toimivatkin kollektiivisesti oman henkilökohtaisen hyödyn maksimoinnin sijasta. Teoria ei kumoa agenttiteoriaa, vaan pyrkii täydentämään sitä eri näkökulmilla johtajien käyttäytymisestä (Schillemans, 2013).

Stewardship –teoriassa ”steward” pyrkii suojelemaan ja maksimoimaan päämiehen omaisuutta. Edustaja ”steward” toimii kollektiivisesti, eli pyrkii täyttämään organisaation tavoitteita. Edustaja siis hyödyttää päämiestä, koska uskoo, että päämiehen intressit täyttämällä hänenkin intressinsä täytyvät. Edustaja toki pyrkii saavuttamaan henkilökohtaista hyötyä, mutta uskoo henkilökohtaisen hyödyn olevan korkeampi tavoitellessaan organisaation hyödyn maksimoimista. Edustaja siis uskoo hänen ja päämiehen intressien olevan linjassa. Edustajalle kannattaa antaa paljon itsenäistä vastuuta, koska hän ajattelee omat ja päämiehen intressit yhteneviksi, ja on näin luotettava (David ja muut, 1997). Tämä on yksi merkittävin ero agenttiteoriaan, sillä agentti pyrkii saavuttamaan omat intressinsä päämiehen kustannuksella.

Herää kysymys, miksi aina ei pyrittäisi edustajasuhteeseen ”steward relationship”, jos edustajasuhde maksimoi molempien hyötyä. Edustajasuhteeseenkin liittyy riskinsä. Jos päämies luottaa palkkaamansa johtajan olevan edustaja, ei agentti, niin on luonnollista pyrkiä edustajasuhteeseen. Päämies voi olla kuitenkin väärässä, jolloin hän antaa paljon vapautta agentille, jonka luuli olevan edustaja. Tässä tapauksessa päämies kokee suurempia tappioita mitä olisi kokenut agenttisuhteessa agenttikustannuksien muodossa. Riskiä välttelevät päämiehet valitsevat agenttisuhteen, sillä silloin heillä on mahdollisuus rajoittaa tappioita. Kuitenkin jos päämies kohtelee edustajaa kuten agenttia, se johtaa edustajan motivaation laskuun ja turhautumiseen. Sama toimii myös toisinpäin, eli jos johtaja toimii kuin agentti, mutta päämies pyrkii edustussuhteeseen, päämies turhautuu. Tässä skenaariossa päämiehelle aiheutuu myös eniten taloudellisia tappioita (Davis ja muut, 1997).

## Principal's Choice

		Agent	Steward
<b>Manager's Choice</b>	Agent	Minimize Potencial Costs  Mutual Agency Relationship  1	Agent Acts Opportunistically  Principal is Angry Principal is Betrayed  2
	Steward	3  Principal Acts Opportunistically  Manager is Frustrated Manager is Betrayed	4  Maximize Potencial  Mutual Stewardship Relationship

**Kuva 2 Principal-Manager Choise Mode (Davis ja muut, 1997)**

Donaldson ja Davis (1991) tutkivat empiirisesti agenttiteorian väitteitä. Väitteiden mukaan osakkeenomistajan edut on turvattu vain, jos toimitusjohtaja ei ole hallituksen puheenjohtaja ja toimitusjohtajan intressien tulee olla ajettu yhteneväiseksi osakkeenomistajien kanssa kannustinjärjestelmien avulla. Tutkimuksessa vertailtiin vastakkaisia näkökulmia agenttiteorian ja stewardship —teorian näkökulmasta. Agenttiteoriaa kuvasi tilanne, jossa toimitusjohtaja ja hallituksen puheenjohtaja ovat eri henkilöitä ja toimitusjohtaja on sitoutettu kannustinjärjestelmällä ajamaan osakkeenomistajien etua. Stewardship —teoriaa kuvasi tilanne, jossa toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan paikat olivat samoilla henkilöillä, eli toimitusjohtajaa ei valvonut osakkeenomistajien määräämä erillinen hallituksen puheenjohtaja. Tutkimuksessa osakkeenomistajan edun mittarina käytettiin oman pääoman tuottoa (ROE). Empiirisen tutkimuksen tulosten mukaan oma pääoman tuotto oli korkeampi yrityksissä, joissa toimitusjohtaja ja hallituksen puheenjohtaja olivat samoja henkilöitä,

eli toimitusjohtajalla oli laajemmat valtuudet toimia nopeasti ja tehokkaasti. Paremmat tulokset toimitusjohtajan tuplaroolilla eivät johtuneet pitkänaikavälin kompensatio-ohjelmista (Donaldson & Davis, 1991). Tutkimuksen tulokset tukevat stewardship —teoriaa.

Stewardship —teoria tuo lisänäkökulmaa omistusrakenteen ja tuloksellisuuden väliseen yhteyteen. Erilaisilla omistajilla on erilaisia omistajaohjauksen menetelmiä, joten toinen näkökulma agenttiteorian rinnalle on hyödyllinen, vaikkakin suurimassa osassa omistusrakennetta käsitteleviä tutkimuksia teoreettisena pohjana käytetään ainoastaan agenttiteoriaa.

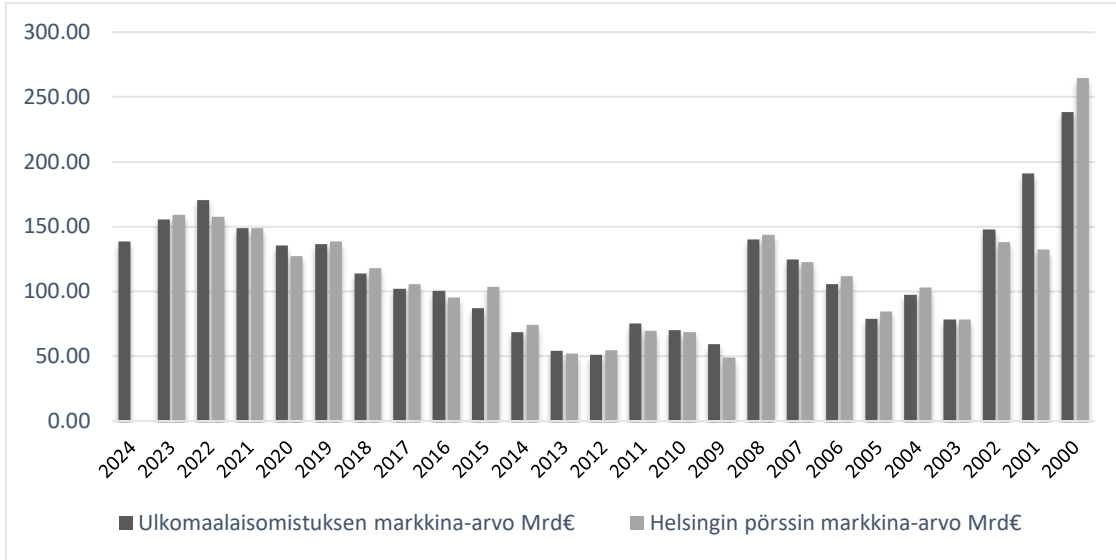
### 3 Kirjallisuuskatsaus

Yritysten omistusrakenteen ja tuloksellisuuden välisestä yhteydestä on tehty laajasti tutkimuksia jo kymmeniä vuosia. Tutkimukset ovat valtaosa toteutettu suurissa valtioissa, kuten Yhdysvalloissa, Iso-Britanniassa ja Saksassa. Katsaus kotimaisen omistajuuden lisäksi ulokemaisten yhtiöiden omistajuuteen antaa hyvän pohjan ennen tutkimusta suomalaisista yhtiöistä.

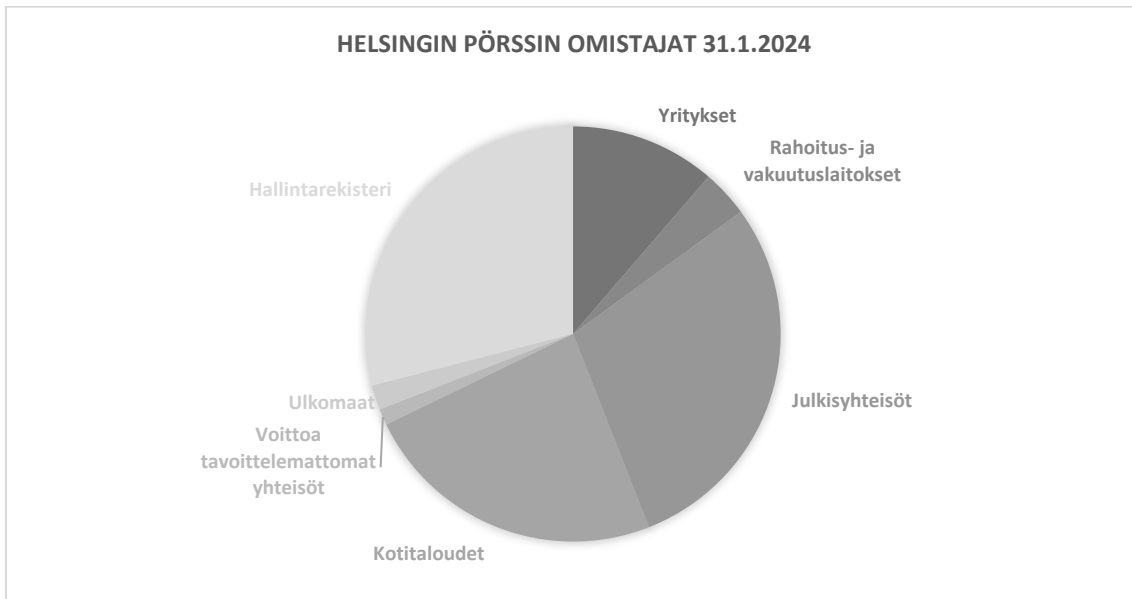
#### 3.1 Helsingin pörssin yritysten omistus

Helsingin pörssissä listattujen osakkeiden omistusrakenteet ovat eläneet ajassa, kun säännelystä markkinasta siirryttiin vapaampaan globaaliin omistamiseen 1990-luvulla. Vielä 1980-luvulla Helsingin pörssin ulkomaalaisomistuksia säädeltiin enimmäisrajalla, eli rajalla jonka ulkomaalainen voi suomalaisesta pörssiyhtiöstä omistaa. Sääntelyn purkamisen lisäksi Suomen talous kasvoi kovaa 1990-luvun alun laman jälkeen, joka lisäsi ulkomaalaisten sijoituksia Suomeen. Vuosituhannen lopulla ulkomaalaisten omistus suomalaisista listautuista yrityksistä oli parhaimmillaan yli 70 % (Ylä-Anttila ja muut, 2004).

Kesäkuussa 2020 suurimmat ulkomaalaisomistukset olivat yhdysvaltalaisen omistuksessa (14 %), eli saman verran osakkeita kuin samana aikana oli suomalaisten kotitalouksien hallussa (Suomen Pankki, 2020). Tammikuun lopussa 2024 ulkomaalaisten omistus Helsingin pörssin markkina-arvosta oli enää 53 % (138mrd€), kuten kuviosta 1 näkee. Helsingin pörssin suurin omistajaryhmä samaisella otoshetkellä 31.1.2024 oli julkisyhteisöt 29,05 % omistusosuudellaan. Toiseksi suurin omistaja oli hallintarekisteri 29,02 %, eli esimerkiksi ulkomaiset rahastot. Kotitalouksen hallussa oli 23,77 % osakkeista (Euroclear Finland, 2024). Suuri julkisyhteisöjen omistus kuvaa hyvin Goldeng ja muut (2008) toteamusta artikkelissaan, jossa he totesivat valtionomistuksen olevan hyvin tavallista pohjoismaisissa hyvinvointivaltioissa.



**Kuvio 1 Ulkomaalaisomistus ja markkina-arvo (Euroclear Finland, 2024)**



**Kuvio 2 Helsingin pörssin omistajat 31.1.2024 (Euroclear Finland, 2024)**

### 3.2 Keskittynyt vai hajautunut omistus?

Berle ja Means (1932) toivat ensimmäisinä tieteelliseen keskusteluun omistusrakenteen merkityksen. He väittivät, että omistusrakenteen hajautuminen johtaa yrityksen resurssien epätehokkaampaan käyttöön voitin maksimoinnin näkökulmasta.

Investoinneista päättävät yritysjohtajat omaavat eri intressit osakkeen omistajien kanssa, joten pääoma ei ole optimaalisessa käytössä. Erityisesti suurissa yrityksissä omistusrakenne on usein hyvin hajautunut useiden omistajien kesken. Heidän mukaansa omistusrakenteen keskittyneisyydellä ja yrityksen taloudellisella suoriutumisella on positiivinen korrelaatio. Berlen ja Meansin esille tuoma ongelman tutkimuksen keskipisteenä, ja tämä on johtanut useisiin empiirisiin tutkimuksiin aiheeseen liittyen vuosikymmenien saatossa (Demsetz & Lehn, 1985).

Demsetz ja Lehn (1985) tutkivat 511 amerikkalaisen pörssiyrityksen kattavassa tutkimuksessa omistusrakenteen keskittyneisyyden ja kirjanpidollisen tuloksen välistä yhteyttä. Vastoin Berlen ja Meansin väitteitä, empiirisessä tutkimuksessa ei löydetty tilastollisesti merkittävää yhteyttä omistusrakenteen keskittyneisyyden ja kirjanpidollisen tuloksen välillä. He myönsivät, että hajautunut omistusrakenne voi hiukan heikentää voittoa maksivoivia investointipäätöksiä, mutta samaan aikaan hajautuneen omistusrakenteen omaavissa yhtiöissä pääoman kustannukset ovat pienemmät kuin keskittyneen omistusrakenteen omaavissa yrityksissä (Demsetz & Lehn, 1985).

Samaisessa tutkimuksessa, Demsetz ja Lehn (1985) toivat esille kolme yritysten omistusrakenteisiin vaikuttavaa tekijää. Ensimmäinen ja heidän mielestään ilmeisin on yritysten arvon kannalta paras mahdollinen koko (Value-maximizing Size). Toinen, vaikeammin mitattava mittari on tulospotentiaali (control potential), joka tarkoittaa teoreettisesti mahdollista omistajien varallisuuden kasvua monitoroimalla tehokkaammin johtajia. Tulospotentiaalin vaikuttaa yrityksen toimintaympäristö, sillä toimintaympäristöllä on vaikutusta johdon monitoroinnin kustannuksiin. Yrityksillä, jotka toimivat vakaissa toimintaympäristöissä, eli markkinaosuuksissa ja hinnanmuodostuksessa ei tapahdu äkillisiä muutoksia, on mahdollista monitoroida johtoa matalammilla kustannuksilla, eli tulospotentiaali on suurempi. Luonnollisesti taas epävakaassa toimintaympäristössä monitoroinnin kustannukset ovat korkeammat, eli omistajien on vaikeampi vaikuttaa johtoon. Kolmas yritysten omistusrakenteisiin

vaikuttava tekijä Demsetzin & Lehnin (1985) mukaan on systemaattinen regulaatio (systematic regulation). Reguloituilla toimialoilla omistusrakenne on hajautuneempi, sillä omistajien kontrolli on rajatumpaa.

Omistusrakenteen keskittyneisyyden ja taloudellisen tuloksellisuuden välisestä yhteydestä on paljon ristiriitaista tutkimustulosta. Kun Demsetz ja Lehn (1985) sekä Murali ja Welch (1989) tulivat lopputulokseen, että merkittävää yhteyttä kannattavuuden ja omistusrakenteen välillä ei ole, niin Leech ja Leahy (1991) löysivät tilastollisesti merkittävän negatiivisen yhteyden omistusrakenteen keskittyneisyyden ja kannattavuuden välillä. Leech ja Leahy (1991) käyttivät aineistona 470 pörssilistattua Iso-Britannialaista yhtiötä ja kannattavuuden mittareina liikevoittomarginaalia (Trading profit margin) sekä historiallista markkina-arvoa suhteessa osakepääomaan (VAL).

Myös Demsetz ja Villalonga (2001) tutkivat omistusrakennetta ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Tällä kertaa yrityksen suosituskvyn mittarina käytettiin kirjanpidollisen tuloksen sijaan Tobinin Q:ta, joka tarkoittaa markkina-arvon suhdetta pääoman jälleenhankinta-arvoon. Tutkimuksessa ei löydetty tilastollisesti merkittävää yhteyttä omistusrakenteen ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Lisäksi tutkimuksen tulokset osoittivat yksiselitteisiä todisteita omistusrakenteen endogeenisyydestä. Omistusrakenne mukautuu markkinoilla sijoittajien transaktioiden myötä, ja näin ollen lopputuloksena on yrityksen tulosta maksivoiva omistusrakenne. Toisin sanoen markkinat valitsevat yritykselle optimaalisen omistusrakenteen, jotta yritys pystyisi optimoimaan tuloksellisuutta.

Pedersen ja Thomasen (1999) tutkivat omistusrakenteen keskittyneisyyden syitä ja vaikutuksia oman pääoman tuottoon. Aineistona tutkimuksessa käytettiin 100 suurinta yritystä 12 eurooppalaisesta valtiosta. Tutkimuksen tarkoituksena oli verrata eurooppalaisilla yrityksillä tehdystä empiirisestä tutkimuksesta saatuja tuloksia tutkimuksiin, joissa aineistona käytettiin amerikkalaisia yhtiöitä. Pedersen ja Thomasen (1999) tulivat empiirisessä tutkimuksessaan lopputuloksen, jonka mukaan

omistusrakenteen keskittyneisyys vähenee yhtiön koon kasvaessa ja omistusrakenteen keskittyneisyydellä ei ole suoraa vaikutusta oman pääoman tuottoon.

Perdersen ja Thomasen (2003) jatkoivat vuonna 1999 valmistunutta tutkimustaan eurooppalaisten yritysten omistusrakenteista. Edellisessä tutkimuksessaan Perdersen ja Thomasen pitivät omistusrakennetta eksogeenisenä muuttujana, mutta tässä tutkimuksessa myös endogeenisyys huomioitiin. Tutkimuksessa tutkittiin 214 mannereurooppalaisten yritysten omistusrakenteiden ja arvojen välistä yhteyttä. Yrityksen arvon kehityksen mittarina käytettiin markkina-arvon suhdetta oman pääomaan (Market-to-Book Value). Muut saman aihealueen tutkimukset, jossa omistusrakenteen endogeenisyys on huomioitu, on suoritettu Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian yritysaineistolla. Tutkimus siis laajensi näkökulmaa, koska yritykset valittiin Manner-Euroopan maista. Empiiristen tutkimustulosten mukaan yrityksen arvo nostaa omistusrakenteen keskittyneisyyttä ja omistusrakenteen keskittyneisyys nostaa yrityksen arvoa. Tutkimuksen tulos on agenttiteorian mukainen. Löydettiin siis kaksisuuntainen yhteys, joka on merkittävä ero verrattuna aikaisempiin endogeenisyyden huomioiviin tutkimuksiin. He tuovat kuitenkin ilmi, että on merkittävää huomioida mille taholle omistajuus on keskittynyt. Heidän mukaansa omistuksen ollessa keskittynyt yrityksille ja finanssi-instituutioille (pankit, eläkeyhtiöt ja vakuutusyhtiöt) yrityksen arvo nousee. Perheomistuksessa ei löydetty tilastollisesti merkittävää vaikutusta yrityksen arvoon. Valtionomistuksen kasvulla ja yrityksen arvolla oli negatiivinen korrelaatio, eli mitä suurempi valtionomistus sitä heikommin yrityksen arvo kehittyi.

Koko Euroopan unionin tuotantosektorin kattavassa tutkimuksessa Horobet ja muut (2019) tutkivat omistusrakenteen keskittyneisyyden ja yhtiöiden taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä. Tutkimuksen aikasarja oli 2008–2016 ja käsitti yhteensä 3506 yhtiötä. Tutkimuksessa löydettiin tilastollisesti merkittävä positiivinen yhteys omistusrakenteen keskittyneisyyden ja kirjanpidollisten tulostulosten (ROA, ROE ja ROIC) välillä, kun tarkastelussa oli Länsi-Eurooppaaset yhtiöt. Samanlaista tilastollisesti

merkittävää yhteyttä ei löydetty, kun tarkastelussa olivat Itä-Eurooppalaiset yhtiöt. Tulokset ovat kirjanpidollisen tulostittariin mukaan Länsi-Eurooppalaisten yhtiöiden osalla ristiriidassa useiden tutkimuksien (kuten Demsetz & Lehn, 1985; Murali & Welch, 1989; Perdesen & Thomasen, 1999) kanssa, joiden mukaan omistusrakenteen keskittyneisyydellä ei ole tilastollisesti merkittävää yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn. Sen sijaan Horober ja muut (2019) huomasivat hajautuneen omistusrakenteen yhtiöiden omaavan korkeamman Tobinin q:n, eli sijoittajat eivät arvosta keskittyneitä omistusrakennetta. Tulos eroaa Pedersen ja Thomasen (2003) tutkimuksesta, jossa 214 Manner-Eurooppalaisen yhtiön tutkimuksessa omistusrakenteen keskittyneisyys nosti yrityksen arvoa. Samaan tulokseen Perdesen ja Thomas (2003) kanssa tulivat Perrini ja muut (2008), jotka tutkivat kuinka omistusrakenteen keskittyneisyys vaikutti Tobinin Q:n Italiassa vuosina 2000–2003.

### **3.3 Johdon omistus**

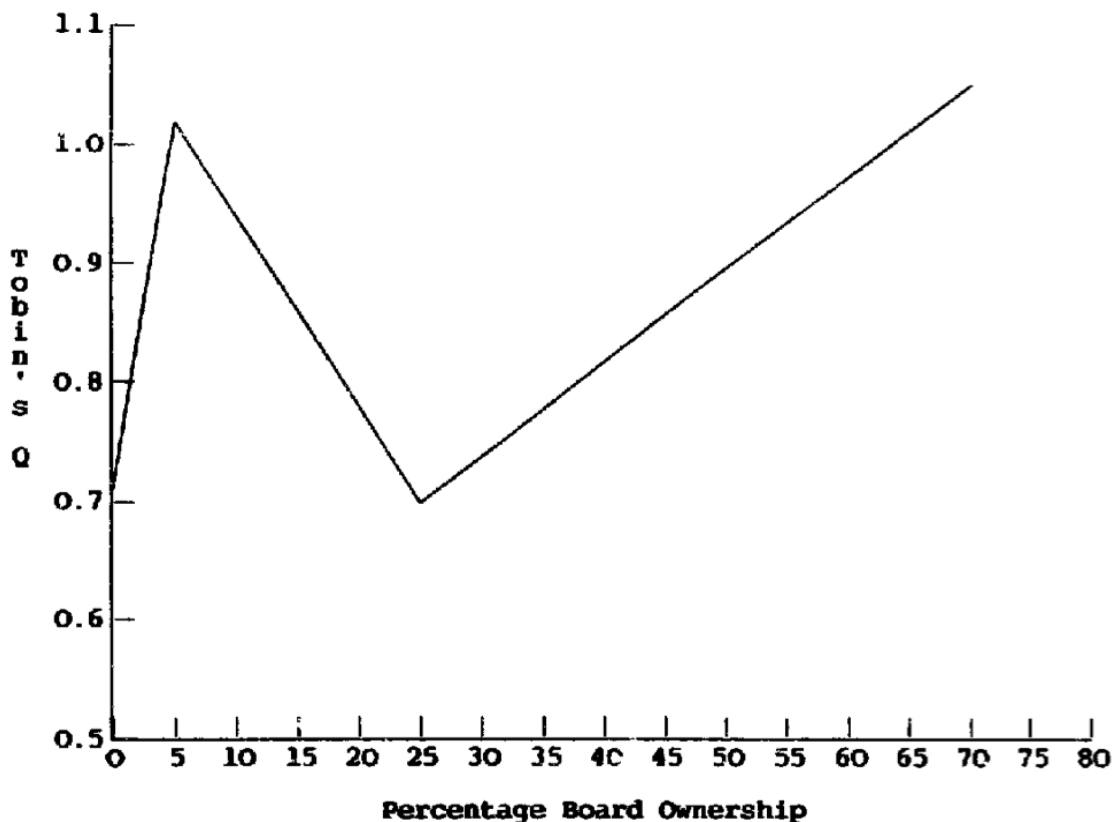
Johdon omistuksen vaikutus yrityksen tuloksellisuuteen liittyy vahvasti aikaisemmin tutkielmassa esitettyyn agenttiteoriaan. Agenttiteorian tutkimuksen aloittaneet Jensen ja Meckling (1976) käsittelivät samaisessa tutkimuksessa myös johdon omistusta. Heidän mukaansa johdon ja omistajien molempien ollessa hyödyn maksimoijia, syntyy agenttikustannuksia, sillä johto ajaa omaa henkilökohtaista etuaan yhtiön varoilla. Johdon omistuksen kasvaessa kuitenkin intressit lähenevät muiden omistajien kanssa, ja johto on epätodennäköisemmin käyttää yhtiön resursseja henkilökohtaisien etujen ajamiseen. Tätä teoriaa kutustaan yhtenevien intressien hypoteesiksi (convergence-of-intrest hypothesis), eli johdon omistuksen kasvaessa intressit lähenevät ja näin yrityksen taloudellinen suorituskyky kehittyy positiivisesti.

Hermalin ja Weisbach (1991) tutkivat 142 New Yorkin pörssin yrityksen omistusrakenteesta ja hallituksen kokoonpanosta johtuvia eroja yritysten taloudellisessa suorituskyvyssä. Taloudellisen suorituskyvyn mittarina käytettiin Tobinin Q:ta. Tutkimuksessa tultiin lopputulokseen, jonka mukaan hallituksen kokoonpanolla ja yrityksen taloudellisella suorituskyvyllä ei ole yhteyttä. Agenttikustannuksia tutkineet

Sighn ja Davidson (2003) tulivat hyvin myöhemmin samansuuntaiseen lopputulokseen tutkimuksessaan, jonka mukaan hallituksen kokoonpanolla, tai tarkemmin johdon edustuksella hallituksessa, ei ole vaikutusta agenttikustannuksiin, jotka heikentäisivät suorituskykyä.

Hermalin ja Weisbach (1991) kertoivat tutkimustuloksiinsa kolme mahdollista pääsyytä. Heidän mukaansa hallituksen kokoonpanolla ei välttämättä ole väliä, sillä omistavat johtajat ja ulkopuoliset johtajat voivat olla yhtä huonoja tai hyviä edustamaan osakkeenomistajien etuja riippumatta omasta omistuksestaan. Toinen syy tutkimustuloksille voi olla ulkopuolisten ja sisäpiirin jäsenten tasapaino hallituksessa. Heidän mukaansa sekä heidän että aikaisempien tutkimusten perusteella voi todeta, että hallituksen kokoonpanon ollessa tasapainossa ulkopuolisten ja sisäpiirin kesken, ei tasapainotilassa odoteta löytyvän yhteyttä hallituksen kokoonpanon ja suorituskyvyn väliltä. Kolmas syy tutkimustuloksiin löytyy agenttikustannuksista ja suorituskyvystä. Tutkimuksen johtopäätöksissä tuotiin ilmi, että vahva osakkeenomistajien etuja ajava ulkopuolisista koottu hallitusta voi vähentää agenttikustannuksia, mutta suorituskyky heikkenee suunnilleen saman verran. Sisäpiiristä koottu hallitus sen sijaan nostaa suorituskykyä, mutta samalla agenttikustannukset kasvavat. Vaikutukset siis kumoavat toisensa, ja näin ollen hallituksen kokoonpanolla ja suorituskyvyllä ei ole yhteyttä.

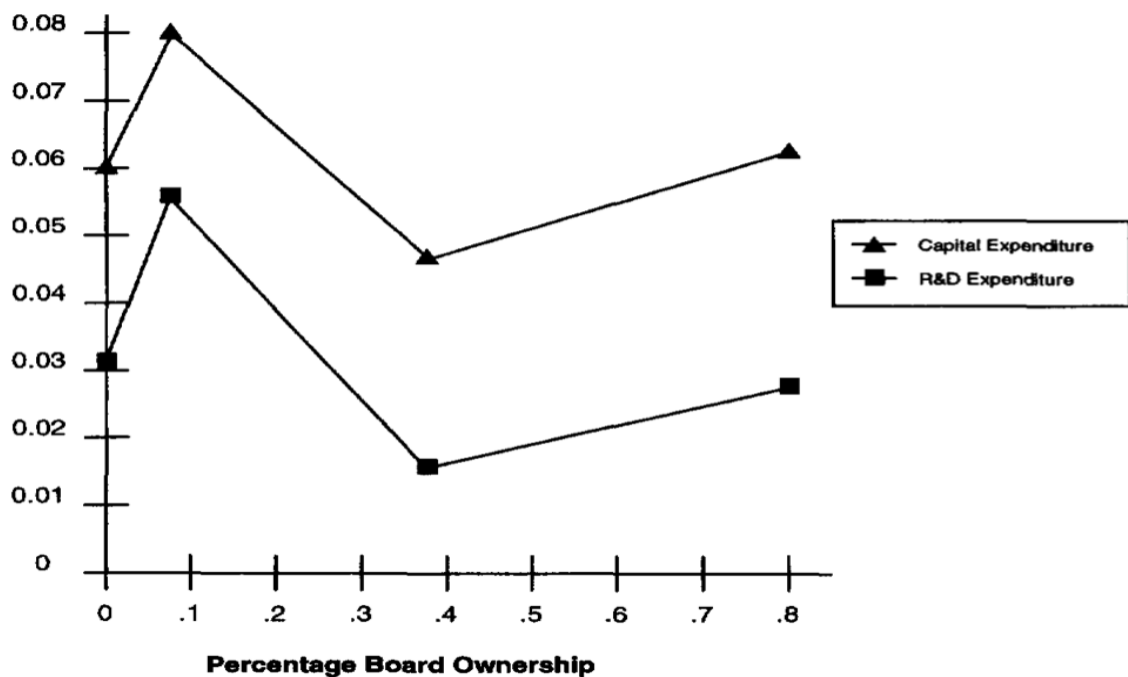
Morck ja muut (1988) tutkivat johdon omistusten vaikutusta yhdysvaltalaisen yritysten taloudelliseen suorituskykyyn. He käyttivät poikkileikkausaineistona 371 Fortune 500—yritystä. Tutkimuksessa selitettävä muuttujana markkina-arvo, jonka mittarina käytettiin Tobinin Q:ta (markkina-arvo / pääoman jälleenhankinta-arvo). Tutkimuksen tuloksien mukaan johdon omistusosuuden vaikutus Tobinin Q:n on epälineaarinen. Tobinin Q nousee jyrkästi omistuksen ollessa välillä 0–5 %, mutta laskee välillä 5–25 %. Kuviosta näkee, että hallitusten jäsenten omistusosuuden ylitettäessä 25 %, Tobinin Q lähtee taas nousuun, mutta ei niin jyrkkään kuin 0–5 % välillä (Kuva 3).



Kuva 3 Johdon omistus ja markkina-arvo (Morck ja muut, 1988)

Selityksenä tulosten epälineaarisuudelle on Morck ja muut (1988) mukaan useita syitä. Heidän mukaansa syy Tobinin Q:n kasvulle omistusosuuden ollessa 0–5 % voi hyvinkin olla osakepalkkiot. Kun yhtiöllä menee hyvin, Tobinin Q nousee ja johto ansaitsee osakepohjaisia palkkioita. Kyse ei siis välttämättä ole yhtenevistä intresseistä, vaan osakepohjaisista palkkioista. Tobinin Q:n laskun syynä välillä 5–25 % esitettiin omistajien henkilökohtaisten etujen ja yrityksen arvon maksimoinnin tasapaino. Eli omistavat johtajat tasapainottelevat yrityksen arvon maksimoinnin ja henkilökohtaisten etujen haalimisen välillä, jotta saavuttaisivat itselleen optimaalisen lopputuleman. Omistuksen ylittäessä taas 25 %, intressit muiden omistajien kanssa yhtenevät ja yrityksen arvon luonti vastaa myös johdon omia intressejä paremmin.

Cho (1998) laajensi Morck ja muut (1988) tutkimusta ottamalla mukaan investoinnit. Ideana oli siis tutkia, vaikuttaako omistusrakenne investointeihin ja sitä kautta yrityksen arvoon. Lisäksi Cho tutki, onko omistusrakenne mahdollisesti endogeeninen muuttuja, niin kuin Demsetz ja Lehn (1985) esittivät. Cho käytti poikkileikkausaineistona teollisuusyrityksiä Fortune 500 listalta vuodelta 1991. Cho (1998) päätyi hyvin samankaltaiseen lopputulokseen Mock ja muut (1988) kanssa. Tutkimuksessa löydettiin epälineaarinen yhteys sisäpiirin omistuksen ja investointien välillä. Sisäpiirin omistuksen ollessa 0–7 %, omistuksen ja investointien välillä oli positiivinen korrelaatio, välillä 7–38 % korrelaatio oli negatiivinen ja sisäpiirin omistuksen ollessa yli 38 % korrelaatio oli positiivinen. Sama yhteys päti sekä aineellisten että aineettomien investointien kohdalla. Tutkimuksessa todettiin myös, että investoinnit vaikuttavat yrityksen arvoon, ja sitä kautta myös omistusrakenteeseen. Vaikutusta ei kuitenkaan havaittu toisin päin.



Kuva 4 Sisäpiirin omistuksen suhde investointeihin (Cho, 1998)

Toinen tulos Cho (1998) tutkimuksessa oli 2SLS-estimoinnin osoittama löydös sisäpiirin omistuksen endogeenisyydestä. Morck ja muut (1988) oletivat tutkimuksessaan johdon omistuksen olevan eksogeeninen muuttuja ja näin käyttivät OLS-estimointia. Cho (1998)

tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että oletus eksogeenisyydestä johtaa tulosten väärintulkintaan. Cho (1998) kyseenalaistaa tutkimukset, joissa sisäpiirin omistusta on käsitelty eksogeenisenä muuttujana.

Johdon omistuksen ja yrityksen suorituskyvyn välisiä yhteyksiä käsittelevät tutkimukset painottuvat paljolti Yhdysvaltoihin. Intressiristiriitoja johdon ja omistajien välillä esiintyy kuitenkin muissakin valtioissa, vaikka hallinnointijärjestelmät saattavat olla erilaisia suhteessa Yhdysvaltoihin. Short ja Keasey (1999) laajensivat tutkimusta Iso-Britanniaan, jossa hallinnointijärjestelmä poikkeaa Yhdysvalloista. Aikaisemmat Yhdysvaltoihin painottuvat tutkimukset toteavat, että osakkeenomistajien ja johdon intressit ovat yhteneväisimmät matalilla ja korkeilla omistuksen tasoilla, mutta keskitasolla johto ajaa enemmän omia etujaan. Esimerkiksi Morck ja muut (1988) sekä Cho (1998) tulivat yhdysvaltalaisia yrityksiä koskevissa tutkimuksissaan vastaavanlaisiin tuloksiin.

Short ja Keasey (1999) löysivät samansuuntaisen positiivinen-negatiivinen-positiivinen yhteyden johdon omistusosuuden ja suorituskyvyn väliltä kuin Morck ja muut (1988) sekä Cho (1998). Short ja Keasey (1999) tutkimuksessa suorituskyvyn mittarina oli Tobinin Q:n sijasta osakkeenomistajien oman pääoman tuottoaste (RSE). Yrityksen suorituskyvyn ja omistuksen välinen yhteys oli tutkimuksen mukaan positiivinen välillä 0–15,58 %, negatiivinen välillä 15,58–41,84 % ja taas positiivinen omistuksen ylittäessä 41,84 %. Kun suorituskyvyn mittarina käytettiin markkina-arvon ja oman pääoman suhdetta (VAL), niin löydettiin samanlainen positiivinen-negatiivinen-positiivinen yhteys, mutta käännepisteet olivat 12,99 % ja 41,99 %. Tutkimuksen mukaan Iso-Britannian hallintojärjestelmä mahdollistaa tarkemman monitoroinnin instituutioilta ja johdolla ei ole samalaisia mahdollisuuksia välttää yritysvaltauksia. Empiiriset tulokset näin ollen osoittavat, että Iso-Britanniassa johto tulee linnoittautuneeksi (entrenched) korkeammassa omistusosuudessa kuin Yhdysvalloissa ja lisäksi johto pysyy linnoittautuneena korkeampiin omistusosuuksiin (n. 41 % tasolle).

Perrini ja muut (2008) tutkivat johdon omistusta italialaisilla yhtiöillä. Tutkimuksen tulokset poikkeavat muista tutkimuksista siinä, että johdon omistuksen vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen riippui siitä, millainen omistusrakenne yhtiöllä on. Keskittyneen omistusrakenteen yhtiöissä johdon omistuksen ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä löydettiin tilastollisesti merkitsevä negatiivinen yhteys, kun taloudellisena mittarina käytettiin Tobinin Q:ta. Sen sijaan hajautuneen omistusrakenteen yhtiöissä johdon omistuksella ei ollut vaikutusta taloudelliseen suoriutumiseen.

Fabisk ja muut (2021) tutkivat per vuosi n. 1800 yrityksen johdon omistuksen ja suorituskyvyn välistä yhteyttä vuosilta 1988–2015. Tutkimuksessa toistettiin Morck ja muut (1988) tutkimus laajentamalla aikasarjaa ja paneeliaineistoa, muodostaen laajimman paneeliaineiston, jota on aihealueen tutkimuksissa ikinä käytetty. Aikaisemmissa tutkimuksissa on päädytty konkaavi (concave) yhteyteen Tobinin Q:n ja johdon omistuksen välillä. Fabisk ja muut (2021) tulevat laajemman paneeliaineiston omaavassa tutkimuksessaan lopputulokseen, että konkaavi yhteys ei päde laajemmassa aineistossa, jossa on mukana suurempi määrä pieniä yhtiöitä kuin aikaisemmissa, pääasiassa suuria yhtiötä käsittelevissä tutkimuksissa. Tutkimuksen suuremmissa paneeliaineistossa Tobinin Q:n ja johdon omistuksen välinen yhteys on tulosten mukaan luotettavasti negatiivinen. Suurten likvidien yritysten osalta tutkimustulokset vastaavat Morck ja muut (1988) tuloksia, mutta epälikvideissä pienissä yrityksissä tilanne on toinen.

Fabisk ja muut (2021) löysivät syyksi tutkimustuloksilleen osakkeen likviditeetin. Epälikvideissä yhtiöissä johtajien on vaikeampi vähentää omistustaan ilman osakkeen arvon suurta laskua. Epälikvidit yritykset ovat menneisyydessä todennäköisemmin suoriutuneet huonommin, ja tämä johtaa matalaan Tobinin Q:lla mitattuun suorituskykyyn. Epälikvideillä yrityksillä Tobinin Q:n ja johdon omistuksen välinen korrelaatio on näistä syistä negatiivinen ja tämä kertoo enemmänkin menneisyydestä kuin tulevaisuudesta.

Tärkeimmät johtopäätökset Fabisk ja muut (2021) tutkimuksessa olivat, että Morck ja muut (1988) tutkimustulokset Tobinin Q:n ja johdon omistuksen välisestä yhteydestä eivät päde laajemmassa aineistossa, joka sisältää pieniä epälikvidejä yrityksiä. Vähäinen likviditeetti aiheuttaa kustannuksia ja vaikuttaa Tobinin Q:n ja johdon omistuksen väliseen yhteyteen (Fabisk ja muut, 2021).

### 3.4 Perheomistus

Perheyhtiöt ovat yleisiä julkisesti listattujen yhtiöiden joukossa ympäri maailmaa. Perheiden hallitsemisissa yrityksissä perheillä on usein suuri omistusosuus ja on yleistä, että perheen edustaja on mukana johtoportaassa. Lisäksi Länsi-Euroopassa omistajaperheet jatkavat omistusta suurella omistusosuudella, vaikka eläköityisivät johtoasemistaan (Burkart ja muut, 2003). Fama ja Jensen (1983) väittivät, että perheomistus vähentää agenttiongelmia omistajien ja johdon välillä. He kuitenkin mainitsivat myös, että omistuksen keskittyessä tietyille taholle, on suuromistajilla mahdollisuus vaihtaa osa voitoista muihin henkilökohtaisiin etuuksiin.

Anderson ja Reeb (2003) tutkivat perustajaperheen omistuksen ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Aineistona tutkimuksessa käytettiin S&P500 yrityksiä vuosilta 1992–1999. Tutkimustulosten mukaan perheyrietykset suoriutuvat kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) mitattuna paremmin kuin muut yritykset. Tutkimuksessa todettiin lisäksi, että perheyrietykset, joissa toimitusjohtajan toimii perustaja tai perustajan jälkeläinen, suoriutuu paremmin verrattuna perheyhtiöihin, joissa on ulkopuolinen toimitusjohtaja. Mahdolliset syyt tähän on, että toimitusjohtajan ollessa perheen jäsen hän ymmärtää liiketoimintaa paremmin ja kokee itsensä yhtiön edustajaksi, ei niinkään agentiksi. Tutkimustulokset tukevat stewardship –teoriaa perheyhtiöiden osalta.

Perheyhtiötutkimukset keskittyvät paljolti yhdysvaltalaisiin yrityksiin, mutta Benjamin Maury Hanken Svenska Handelshögskolanista tutki Länsi-Eurooppalaisten perheyrietysten suoriutumista suhteessa Länsi-Eurooppalaisiin yrityksiin, jossa kontrolli

ei ole perheellä. Mauryn (2006) tutkimuksen paneeliaineisto koostui 1672 Länsi-Eurooppalaisesta yrityksestä ja suorituskyvyn mittareina toimi kokonaispääoman tuottoaste (ROA) ja Tobinin Q. Tutkimuksen tulokset ovat samansuuntaisia Andersonin ja Reebin (2003) tekemän tutkimuksen kanssa, vaikka aineisto on eri maanosasta. Maury (2006) tutkimuksen mukaan aktiivinen omistajuus (perheellä vähintään toinen kahdesta korkeimmasta johtopositioista) parantaa kannattavuutta kokonaispääoman tuottoasteella mitattuna, kun taas yhtiön arvoon (Tobinin Q arvoon) aktiivisille omistajuudella ei ole vaikutusta. Aktiivisen omistuksen hyödyt alkavat kuitenkin korkeilla kontrollin tasoilla laskea, ja hyödyt ovatkin suurimmat silloin kun perheelle ei ole enemmistöä. Aktiivinen omistajuus siis parantaa kannattavuutta, ja hiukan myös arvon kehitystä matalilla kontrollin tasoilla, kun taas passiivinen perheomistajuus ei vaikuta kannattavuuteen suhteessa ei-perheomisteisiin yrityksiin.

Mauryn (2006) tutkimustulokset indikoivat, että perheomistajuus vähentää agenttiongelmia johtajien ja omistajien välillä. Kuitenkin korkeilla kontrollin tasoilla perheen mahdollisuudet vaihtaa tulosta henkilökohtaisiin etuuksiin kasvaa, joka heijastuu arvon laskuna. Kannattavuuden parantuminen perheen kontrollin myötä kertoo, että perheen edustajan johtaessa yhtiötä perheellä on kyky tehostaa yhtiön toimintaa. Tehostus ei kuitenkaan heijastu yhtiön arvoon, joten pienomistajat eivät hyödy tehokkaammasta yrityksestä samalla tavalla.

Villalonga ja Amit (2006) jatkoivat yhdysvaltaisten perheyrittäjä tutkimusten sarjaa tutkimalla Fortune-500 yhtiöiden omistuksen, kontrollin ja johdon vaikutusta yhtiön arvoon. Yhtiön arvon mittarina tutkimuksessa käytettiin muiden tapaan Tobinin Q:ta. Tutkimustulokset vastasivat suurimmalta osin aikaisempia tutkimuksia. Tulosten mukaan perheomistus nostaa yrityksen arvoa suhteessa muihin yrityksiin tilanteissa, joissa yrityksen perustaja toimii toimitusjohtajana, tai tilanteissa, jossa perustaja toimii hallituksen puheenjohtajana ja toimitusjohtaja on perheen ulkopuolinen palkkajohtaja. Kyseiset yhtiöt ovat 25 % arvokkaampia kuin ei-perheomisteiset yhtiöt.

Aikaisemmista tutkimuksista poikkeava havainto Villalongan ja Amitin (2006) tutkimuksessa oli, että toimitusjohtajan ollessa perustajan jälkeläinen, yrityksen arvoa tuhoutuu. Vähemmistöomistajalle paras vaihtoehto on siis olla mukana yrityksessä, jossa toimitusjohtajana on perustaja, mutta ei-perheyritys on kuitenkin parempi vaihtoehto kuin perustajan jälkeläisen johtama yritys. Voidaankin todeta, että agenttiteorian mukainen omistajan ja johtajan välinen intressiristiriita on suurempi ei-perheomisteisissa kuin perustajan johtamissa perhey yrityksissä, mutta intressiristiriita on kaikista suurin ja kallein perustajan jälkeläisen johtamissa perhey yrityksissä.

Tutkimuksissa perheytiöihin liittyen perheenjäsenen toimitusjohtaja statusta on tähän asti pidetty eksogeenisenä muuttujana, eli status vaikuttaa suorituskykyyn, ei toisinpäin. Adams ja muut (2009) tutkivat yrityksen perustajan toimitusjohtaja statusta ja yrityksen suorituskykyä (ROA). Tutkimuksessa löydettiin vahvoja todisteita, että perustajan toimitusjohtaja status on endogeeninen muuttuja, eli yrityksen suorituskyky vaikuttaa toimitusjohtaja statukseen. Tutkimuksen tulosten perusteella yrityksen menneisyyden molemmat sekä hyvä että huono suorituskyky nostavat todennäköisyyttä, että perustaja toimitusjohtaja siirtyy tehtävästään. Keskimäärin perustaja toimitusjohtajat nostavat yrityksen suorituskykyä, ja siirtyvät tehtävästään yrityksen suoriutuessa hyvin.

On epäselvää hyödyttääkö perheen kontrolli yrityksestä kaikki osakkeenomistajia, vai palveleeko se vain perheen etuja muiden osakkeenomistajien kustannuksella (Lins ja muut, 2013). Tutkimuksessa 8500 yrityksen suoriutumisesta 2008–2009 finanssikriisin aikana, Lins ja muut (2013) selvittävät koituuko ulkopuoliselle osakkeenomistajalle hyötyvä vai kustannuksia perheen kontrollista. Oletuksena perheen kontrolli voidaan nähdä kriisissä positiivisena tai negatiivisena. Perheellä voi olla kriisitilanteessa paremmat mahdollisuudet hankkia yritykselle rahoitusta muiden perheen kontrolloimien yhtiöiden kautta, mutta toisaalta perheen omaisuus on usein sitoutunut kontrolloituihin yrityksiin, joten kriisi voi ajaa perheen selviytymistilaan. Tutkimustulosten perusteella perheen kontrolloimat yritykset alisuoriutuvat suhteessa muihin yrityksiin finanssikriisin aikana. Heikompaa suorituskykyä ei pystytä selittämään

rahoitusratkaisuilla, sillä perheyhtiöiden käteispositiot, osinkopolitiikka, velkaantuneisuus, velkojen takaisinmaksuajat, luottolimitit ja osakeannit eivät merkittävästi eronneet muista yrityksistä. Selitys heikommalle suoriutumiselle löytyy perheyritysten investointikäyttäytymisestä. Perheyhtiöt leikkaavat investointeja enemmän suhteessa muihin yrityksiin ja tämä heikentää suorituskykyä. Tutkimuksessa huomattiin lisäksi, että kun yksi perheen hallinnoima yritys kärsii kriisistä, niin perhe vähentää muiden taloudellisesti terveempien yritysten investointeja. Tutkimuksen yhteenvedon voidaan todeta, että finanssikriisissä vähemmistöomistajilla ja suurilla perheomistajilla on intressiristiriita, sillä perhe käyttää äänivaltaansa suojellakseen henkilökohtaisia etujaan ja näin heikentää yrityksen suorituskykyä, josta vähemmistöomistajat kärsivät.

Perustaja- ja perheyrietykset edustavat n. kolmasosaa Yhdysvalloissa listatuista yrityksistä. Varhaisemmat tutkimukset osoittavat, että suuret omistajat tarjoavat vähemmän kannustimia toimitusjohtajalle ja sitovat kannustimet tiukemmin yhtiön suoriutumiseen verrattuna johtajien kontrolloimiin yrityksiin. Kuitenkin kohtelemalla kaikki suuria omistajia yhtenä joukkona, unohtuu että suurella perustajaomistajalla ja suurella perheomistajalla on erilaiset tavoitteet, ja näin ollen osakkeenomistajat kohtaavat erilaisia päämies—päämies agenttiongelmaa (principal-principal agency problems) (Jaskiewicz ja muut, 2015).

Jaskiewicz ja muut (2017) tutkivat omistajien vaikutuksia palkattujen toimitusjohtajien kannustimiin ja yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksessa omistajat oli jaettu perustajaomistajiin (founder owners) ja perheomistajiin (family owners). Perustajaomistajat luokiteltiin omistajiksi, jotka ovat perustaneet yrityksen, mutta johdossa, hallituksessa tai osakkeenomistajissa ei ole sukulaisia. Perheomistajat luokiteltiin omistajiksi, jotka olivat perustaneet yrityksen ja perustajan lisäksi vähintään yksi perheenjäsen oli osakkeenomistaja, johtaja tai hallituksessa. Suorituskyvyn mittarina oli Tobinin Q ja kokonaispääoman tuottoaste (ROA) ja paneeliaineistona toimi 335 S&P500 yritystä vuosilta 1994–2002.

Tutkimuksessaan Jaskiewicz ja muut (2015) tulivat tulokseen, että perustaja omistajat luottavat vähemmän toimitusjohtajan kannustimiin ja heidän yrityksensä suoriutuvat paremmin matalammalla kannustimien tasoilla. Perhe omistajat sen sijaan käyttävät enemmän toimitusjohtajan kannustimia ja sitovat ne tiukemmin yhtiön suorituskykyyn ja saavuttavat näin korkeamman suorituskyvyn.

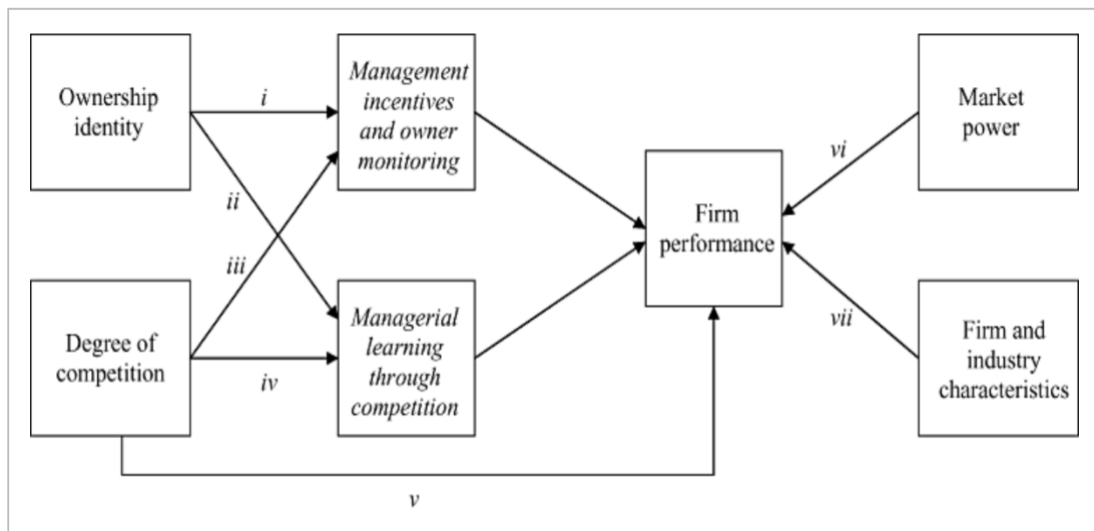
### **3.5 Valtionomistus**

Valtionomistusta käsittelevissä tutkimuksissa on pitkälti todettu valtionomistuksella olevan haitallisia vaikutuksia. Valtionomisteisissa yrityksissä on väitetty olevan poliittisin perustein suoritettujen valintojen takia heikompaa johtamista ja tehottomampaa työvoiman hyödyntämistä verrattuna yksityisiin yrityksiin. Pääomistajan ollessa valtio tai institutionaalinen omistaja on vaikeampi määrittää tiettyä tahoa joka viime kädessä olisi vastuussa yhtiön jatkuvuudesta (Jakobsson & Korkeamäki, 2014).

Yrityksen omistusoikeus teorian mukaan valtionomisteiset yritykset toimivat tehottomammin ja heikommalla kannattavuudella kuin yksityiset yritykset (Boardman & Vining, 1989). Yksityisiä (private corporations), valtionomisteisia (State-owned enterprises) ja yhteisomisteisia (Mixed enterprises) yrityksiä käsittelevässä tutkimuksessa Boardman ja Vining (1989) vertailevat yritysten suorituskykyä kilpailuissa ympäristöissä. Datana tutkimuksessa käytettiin 500 suurinta valmistavan -ja kaivosteollisuuden yritystä Yhdysvaltojen ulkopuolelta vuodelta 1983. Suorituskyvyn mittareina käytettiin oman pääoman tuottoa (ROE), kokonaispääoman tuottoa (ROA), liikevoittoa suhteessa nettomyyntiin (ROS tai EBIT-%), nettotulosta (NI), myyntiä per työntekijä ja myyntiä per omaisuus. Tutkimustulosten mukaan yksityiset yritykset suoriutuvat huomattavasti paremmin kuin vertailukelpoiset valtionomisteiset ja yhteisomistetut yritykset. Yhteisomistetut yritykset pärjäävät valtionomisteisia yrityksiä paremmin myynti per työntekijä mittarilla mitattuna, mutta kaikilla muilla mittareilla yhteisomistettujen yritysten suorituskyvyssä ei ole eroa valtionomisteisiin yrityksiin tai suorituskyky on heikompaa. Tulosten mukaan osittainen yksityistäminen, jossa valtio

pitää osan omistuksestaan, ei ole välttämättä paras vaihtoehto valtioille, jotka pyrkivät vähentämään riippuvuutta valtionomisteisista yhtiöistä, sillä osittaisella yksityistämällä on suorituskykyä heikentävä vaikutus.

Skandinaavisissa hyvinvointivaltioissa valtionomisteiset yhtiöt ovat hyvin yleisiä tavallisilla markkinoilla. Agenttiteorian näkökulmasta valtionomisteinen yhtiöiden suorituskyky verrattuna yksityiseen omistajuuteen on tulosta johdon kannustimista, kustannuksista ja altistumisesta kurinpidollisille voimille erilaisilta omistajilta. Agenttiteorian perusteella voidaan siis olettaa huonompaa suorituskykyä valtionomisteisilta yhtiöiltä, mutta sen sijaan perinteinen teollisuustaloudellinen ajattelun mukaan suorituskyvyn erot voidaan selittää erilaisilla markkinarakenteilla (Goldeng ja muut, 2008).



**Kuva 5 Omistuksen, johdon ja kilpailun vaikutus suorituskykyyn (Goldeng ja muut, 2008)**

Goldeng, Grünfeld ja Benito (2008) tutkivat yksityisesti omistettujen yritysten ja valtionomisteisten yritysten eroja taloudellisessa suorituskyvyssä Norjassa 1990-luvulla. Tutkimuksessa esiteltiin malli omistuksen, johdon ja kilpailun vaikutuksista suorituskykyyn.

Omistajaidentiteetti vaikuttaa suorituskyyyn johdon palkkiojärjestelmän kautta. Valtionomisteisten yritysten päämiehillä (principals) on vähemmän syitä palkita johtajia suoritusten mukaan ja näin sitouttaa johtajat omistajan etuun, koska päämiehet eivät itse ole omistajia. Kilpailun taso saattaa kuitenkin muuttaa omistajaidentiteetin vaikutusta suorituskyyyn kahdella tavalla. Mallin oletuksen mukaan valtionomisteiset yhtiöt hyötyvät kilpailijoilta enemmän oppimisesta, sillä valtionomisteisten yhtiöiden johdon oletetaan olevan kauempana parhaasta käytännöstä sekä heidän budjettirajoitteensa ovat löyhempiä, joka antaa johtajille enemmän aikaa oppia. Tämän lisäksi korkeampi kilpailu antaa valtionomisteisten yhtiöiden päämiehille mahdollisuuden verrata johtajiaan ja käytäntöjään kilpailijoiden johtamiskäytäntöihin.

Empiirisessä tutkimuksessaan Goldeng ja muut (2008) tulevat lopputulokseen, jonka mukaan oman pääoman tuotolla (ROE) mitattuna yksityiset yritykset suoriutuvat paremmin verrattuna valtionomisteisiin yrityksiin. Markkinoilla, joilla toimii sekä yksityisiä yrityksiä ja valtionyrityksiä, erot suorituskyyssä ovat vielä suuremmat. Tutkimustulokset vahvistavat oletuksen, että omistajaidentiteetillä on vaikutusta yrityksen suorituskyyyn omistajaohjauksen kautta ja johdon kannustimien kautta (Goldeng ja muut, 2008).

Aguilera ja muut (2021) tekivät meta-analyysi tutkimuksin valtio-omisteisten yhtiöiden taloudellisesta menestyksestä. Meta-analyysissä käsiteltiin 193 tutkimusta, joissa yhtiöitä oli 131 valtiosta 53 vuoden ajalta. Tutkimuksessa löydettiin pieni negatiivinen korrelaatio valtionomistuksen ja taloudellisen suoriutumisen välillä. Tämän lisäksi tutkimuksessa löydettiin vahvaa evidenssiä siitä, että poliittinen ideologia ja poliittiset instituutiot vaikuttavat valtio-omisteisten yhtiöiden suorituskyyyn. Tutkimuksessa kaikista yhtiöistä parhaiten suoristuivat valtio-omisteiset yhtiöt sellaisissa valtioissa, joissa oli oikeistolainen hallitus ja poliittinen kontrolli matalalla tasolla.

## 4 Tutkimusaineisto ja menetelmät

Tutkimusaineistona käytetään Helsingin pörssin listattujen yhtiöiden omistusrakenneluetteloja ja tilinpäätöstietoja. Yhtiöiden ylläpitämistä omistusrakenneluetteloista selvitetään, onko omistusrakenne keskittynyt vai hajautunut, ja tilinpäätöstiedoista taloudellinen suoriutuminen. Lisäksi hyödynnetään Orbis-tietokantaa, josta löytyy laajasti dataa yrityksen historiallisesta taloudellisesta menestyksestä sekä omistusrakenteista. Keskittyneeksi omistusrakenteeksi tutkielmassa lasketaan, kun samalla omistajalla tai omistajaryhmällä on vähintään 25 % äänivallasta koko tutkimus ajanjakson ajan. Omistaja voi olla yksittäinen henkilö, valtio, perhe instituutio tai sijoitusyhtiö. Omistajaryhmällä tarkoitetaan, että esimerkiksi yksi perhe tai yhtiön johto omistaa yhtiöitä niin, että heidän yhteen laskettu äänivaltansa on vähintään 25 %. Tutkimusajanjaksona on vuodet 2017–2022.

### 4.1 Tutkimusaineisto

Tutkimusaineistona on Helsingin pörssissä listatut osakeyhtiöt. Listattu markkina on hyvä tutkimuskohde verrattuna listaamattomiin, sillä listaamattomat yhtiöt omaavat usein keskittyneen omistusrakenteen, jonka lisäksi näiden omistusrakenteista on saatavilla heikosti dataa.

Tutkimusaineiston yritykset on noudettu Orbis-tietokannasta, joka on laaja yritystietokanta, sisältäen yritystietoja globaalisti. Tietokannan mukaan Helsingin pörssissä on listattuna 179 yhtiötä. Kuitenkin yhtiön kelvatakseen tutkimukseen, on yhtiön tullut oltua listattuna koko tutkimusajanjakson 2017–2022 ajan. Tämän lisäksi omistusrakenne on täytynyt koko jakson olla joko keskittynyt tai hajautunut. Jos yhtiön omistus on muuttunut kesken tutkimusajanjakson esimerkiksi keskittyneestä hajautuneeksi, se ei tule mukaan tutkimukseen, jotta vertailukelpoisuus säilyy. Tutkimuksesta jäävät pois lisäksi pankit ja rahoitusalan yhtiöt. Pankkien ja rahoitusalan yhtiöiden pääomantuottoasteet ja muut taloudelliset tunnusluvut eivät ole vertailukelpoisia muiden yhtiöiden kanssa, johtuen pankkien kohdalla hyvin raskaasta

pääomarakenteesta, ja varainhoitoyhtiöiden kohdalla sen sijaan hyvin kevyestä pääomarakenteesta. Pankit ja rahoitusalan yhtiöt ovat jätetty perinteisesti pois alan tutkimuksista (Anderson & Reeb, 2003).

Tutkimuksen lopullinen aineisto koostuu 87 yrityksestä, joista 39 yrityksellä on keskittynyt omistusrakenne ja 48 yrityksellä hajautunut. Keskittyneen omistusrakenteen yritykset, joissa äänivalta siis omistajalla tai omistajaryhmällä on vähintään 25 %, saavat tutkimuksessa dummy-muuttujan arvon 1. Hajautuneet omistusrakenteen yritykset, joissa yhdellä omistajalla eikä omistajaryhmällä ole 25 % tai yli äänivallasta, saavat dummy-muuttujan arvon 0.

**Taulukko 1. Yhtiöt toimialoittain (Nasdaq 2024).**

Toimiala	Keskittynyt	Hajautunut	Yhteensä	Keskittynyt (%)
Kiinteistöt	1	1	2	50 %
Perusteollisuus	2	4	6	33 %
Kulutustavarat	4	4	8	50 %
Kulutuspalvelut	9	7	16	56 %
Energia	1	0	1	100 %
Teknologia	3	8	11	27 %
Terveydenhuolto	1	7	8	13 %
Tietoliikennepalvelut	0	2	2	0 %
Yleishyödylliset palvelut	1	1	2	50 %
Teollisuustuotteet ja -palvelut	17	14	31	55 %
Yhteensä	39	48	87	45 %

## 4.2 Muuttujat

Tässä tutkielmassa tukeudutaan omistusrakenteisiin liittyvien tutkimusten yleiseen käytäntöön, ja valitaan taloudellisen suorittamisen mittariksi Tobinin Q ja kokonaispääoman tuottoaste (ROA-%). Kyseiset taloudellista suoriutumista mittaavat muuttajat ovat tutkimuksen regressiomallissa selitettäviä muuttujia, ja ne ovat yhtiökohtaisia aikasarjojen keskiarvoja.

### 4.2.1 Selitettävät muuttujat

Tobinin Q on hyvin yleisesti käytetty mittari tutkimuksissa, joissa tutkitaan omistusrakenteen ja taloudellisen menestyksen välistä yhteyttä. Tobinin Q määritellään jakamalla nykyinen yhtiön markkina-arvo sen jälleenhankinta-arvolla (Villalonga & Amit, 2006). Käytännössä tämä tarkoittaa yhtiön markkina-arvon jakamista yhtiön koko pääomalla. Yleisesti yhtiöitä pidetään aliarvostettuna, jos Tobinin Q on alle 1, ja yliarvostettuna jos yli 1 (Tobin, 1969).

$$(1) \quad \text{Tobinin Q} = \frac{\text{Markkina-arvo}}{\text{Koko pääoma}}$$

missä,

Markkina-arvo = osakkeen markkinahinta kerrottuna osakkeiden lukumäärällä

Koko pääoma = Taseen loppusumma

Kokonaispääoman tuottoaste on toinen omistusrakennetutkimusten yleisimmin käytetyistä selitettävistä muuttujista (Jaskiewicz ja muut, 2015). Kokonaispääoman tuottoaste kertoo kuinka paljon yhtiö saa tuottoa koko pääomalleen. Kokonaispääoman tuottoasteessa nettotulos, liiketulos tai käyttökatte jaetaan taseen loppusummalla. Jaettava kirjanpidollinen tulos vaihtelee paljolti tutkimuksissa, tässä tutkimuksessa

käytetään nettotulosta, sillä se kuvastaa paljonko omistajille lopulta jää tuottoja kaikkien kulujen jälkeen.

$$(2) \quad \text{ROA-\%} = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Taseen loppusumma}}$$

missä,

Nettotulos = Liikevaihto – muuttuvat kulut – kiinteät kulut – poistot – arvonalenemiset – korkokulut – verot

#### 4.2.2 Selittävä muuttuja

Selittävänä muuttujana tutkimuksessa on omistusrakenne, eli omistusrakenteella oletetaan olevan vaikutus selitettäviin muuttujiin. Selittävä muuttuja on binäärinen dummy-muuttuja, eli yhtiö saa dummy muuttuja arvon 1 jos omistusrakenne on keskittynyt, ja arvon 0 jos omistusrakenne on hajautunut.

#### 4.2.3 Kontrollimuuttujat

Taloudellisten selitettävien muuttujien sekä omistusrakenteen selittävän muuttujan lisäksi regressiomallissa käytetään neljää kontrollimuuttujaa selittämään eroja yritysten välillä. Kontrollimuuttujat ovat velkaisuus, ikä, koko ja toimiala. Velkaisuus ja koko ovat yhtiökohtaisia aikasarjojen keskiarvoja. Velkaisuutta mitataan luonnollisella logaritmillä pitkäaikaisen velan ja taseen loppusumman suhteesta, ikää kuvataan luonnollisella logaritmillä ja kokoa taseen loppusumman luonnollisella logaritmillä. Luonnollista logaritmia käytetään kontrollimuuttujien kohdalla, jotta arvojen suuret vaihtelut saadaan lähemmäs toisiaan, jolloin regressioanalyysin selitysaste paranee. Toimialojen osalta käytetään dummy-muuttujaa, eli yhtiö saa dummy muuttujan arvon 1 jos yhtiö on kyseiseltä toimialalta. Kyseiset kontrollimuuttujat ovat yleisesti käytettyjä omistusrakennetta ja taloudellista suoriutumista mittaavissa tutkimuksissa (Anderson & Reeb, 2003).

#### 4.2.4 Tutkimusaineisto

Tutkimusaineisto on kuvailtu taulukko muotoon alla oleviin taulukkoihin. Taulukossa 2 näkyy koko aineiston, sekä keskittyneen ja hajautuneen omistusrakenteen yhtiöiden tunnusluvut, ja tunnuslukujen keskiarvo, mediaani, keskihajonta, minimi ja maksimi.

**Taulukko 2 Tutkimusaineiston tunnuslukujen yhteenveto**

<b>Kaikki yhtiöt</b>					
	<b>Keskiarvo</b>	<b>Mediaani</b>	<b>Keskihajonta</b>	<b>Maksimi</b>	<b>Minimi</b>
Tobinin Q	1,38	0,82	2,21	28,59	0,03
ROA-%	2,80	4,19	23,38	234,85	-303,74
PA velka/taseen loppusumma %	18,37	15,17	17,87	209,70	0,00
Ln taseen loppusumma	19,68	19,62	2,05	25,73	15,57
Ikä	62,02	40,13	51,50	354,12	11,12

<b>Keskittyneen omistusrakenteen yhtiöt</b>					
	<b>Keskiarvo</b>	<b>Mediaani</b>	<b>Keskihajonta</b>	<b>Maksimi</b>	<b>Minimi</b>
Tobinin Q	1,13	0,74	1,11	7,66	0,06
ROA-%	3,62	4,98	15,65	175,05	-60,54
PA velka/taseen loppusumma %	18,48	15,00	20,56	209,70	0,00
Ln taseen loppusumma	19,54	19,54	2,01	25,73	15,86
Ikä	54,76	40,13	32,52	150,12	16,13

<b>Hajautuneen omistusrakenteen yhtiöt</b>					
	<b>Keskiarvo</b>	<b>Mediaani</b>	<b>Keskihajonta</b>	<b>Maksimi</b>	<b>Minimi</b>
Tobinin Q	1,59	0,86	2,78	28,59	0,03
ROA-%	2,13	3,82	28,15	234,85	-303,74
PA velka/taseen loppusumma %	18,27	15,51	15,38	82,23	0,00
Ln taseen loppusumma	19,80	19,68	2,09	24,48	15,57
Ikä	67,92	39,63	62,60	354,12	11,12

Taulukon 2 aineistosta näemme, että aineiston keskimääräinen yritys on 62,02-vuotias, eli yhtiöt ovat keskimäärin ennemminkin kypsiä kuin varhaisen vaiheen yhtiöitä. Nuorinkin yhtiö on jo 11,12 vuotta. Kun katsomme suorituskykyä, niin keskimääräinen yritys teki tarkastelua ajan jaksolla 2,80 % kokonaispääoman tuottoa (ROA-%). Tulevaisuuteen arvioiva markkinoilla hinnoiteltava mittari, eli Tobinin Q, oli tarkastelu ajan jaksolla keskimäärin 1,38, mutta vaihtelua oli jonkin verran sillä keskihajonta oli 2,21, maksimi 28,59 ja minimi 0,03. Taulukossa 2 yhtiön koko on taseen loppusumman luonnollinen logaritmi, ja muut muuttujat eivät ole logaritmoituja.

Taulukon 3 kohdalla on vertailtu eri omistusrakenteiden (keskittynyt ja hajautunut) tunnuslukujen keskiarvojen eroavaisuuksia. Tarkoituksena on saada ensimmäinen käsitys, kuinka omistusrakenne vaikuttaa suomalaisten listattujen yritysten tunnuslukuihin.

**Taulukko 3 Keskiarvojen vertailu**

	Keskiarvojen erot			
	Keskittynyt	Hajautunut	Ero	P-arvo
Tobinin Q	1,13	1,59	-0,46	0,04**
ROA-%	3,62	2,13	1,49	0,99
PA velka / taseen loppusumma %	18,48	18,27	0,20	0,96
Ln taseen loppusumma	19,54	19,80	-0,27	0,22
Ikä	54,76	67,92	-13,16	0,01**

Kuten taulukosta 3 näemme, hajautuneen omistusrakenteen yhtiöt omaavat keskimäärin korkeamman Tobinin Q:n (1,59) kuin keskittyneen omistusrakenteen yhtiöt (1,13). Keskiarvojen ero Tobinin Q:n suhteen on tilastollisesti merkitsevä. Sen sijaan kirjanpidollista mittaria katsomalla keskittyneen omistusrakenteen yhtiöt suoriutuivat paremmin, eli kokonaispääoman tuottoaste (ROA-%) oli korkeampi, mutta ero ei ollut tilastollisesti merkitsevä. Velkaisuus ja taseen koko olivat molemmilla ryhmillä hyvin

lähellä toisiaan. Iän osalta yhtiöiden keskiarvot erosivat reilusti ja ero oli tilastollisesti merkitsevä.

Tutkimusaineiston laadun kannalta on merkityksellistä tarkastella kuinka tutkimusaineiston muuttujan korreloivat keskenään. Taulukossa 4 kuvataan korrelaatiomatriisi tutkielman muuttujista. Korrelaatiomatriisilla varmistetaan, ettei muuttujilla ole liian suurta korrelaatiota keskenään, joka vaikuttaisi tutkimustuloksien luotettavuuteen. Muuttujien korreloivat sarjat ovat laskettu yhtiökohtaisista aikasarjan keskiarvoista. Korrelaatio matriisissa luku 1 tarkoittaa täydellistä korrelaatiota muuttujien välillä. Muuttujat ovat yhtiökohtaisia aikasarjojen keskiarvoja ja kontrollimuuttujat ovat logaritmoituja.

Korrelaatiomatriisista huomataan, että muuttujat korreloivat heikosta keskenään. Matriisin avulla pystyy havaitsemaan samoja ilmiöitä kuin taulukosta 3. Koska keskittyneen omistusrakenteen ja Tobinin Q:n välinen korrelaatio on negatiivinen, tarkoittaa tämä sitä keskittyneillä yhtiöllä on heikompi Tobinin Q, niin kuin keskiarvojen vertailussakin huomattiin. Sen sijaan keskittynyt omistusrakenne ja ROA-% korreloivat lievästi positiivisesti. Tämä indikoi sitä, että keskittyneen omistusrakenteen yhtiöt ovat kirjanpidollisilla mittareilla kannattavampia, mutta markkinat arvostavat ja uskovat enemmän hajautuneen omistusrakenteen yrityksiin. Näiden lisäksi keskittynyt omistusrakenne korreloi lievästi negatiivisesti sekä yhtiön kokoluokan että yhtiön iän kanssa. Tämä viittaisi siihen, että keskittyneen omistusrakenteen yhtiöt olisivat pienempiä ja nuorempia. Koska muuttujat eivät omaa vahvaa korrelaatiota keskenään, voidaan olettaa, ettei regressioanalyysin tulokset ole epäluotettavia korrelaation takia, eli ei esiinny ns. multikollineaarisuutta.

	Keskittynyt	Tobinin Q	ROA-%	Velkaisuus	Koko	Ikä
<b>Keskittynyt</b>	1,000					
<b>Tobinin Q</b>	-0,122	1,000				
<b>ROA-%</b>	0,046	0,035	1,000			
<b>Velkaisuus</b>	0,094	-0,228	-0,326	1,000		
<b>Koko</b>	-0,065	-0,205	0,251	-0,032	1,000	
<b>Ikä</b>	-0,036	-0,185	0,154	-0,178	0,100	1,000

**Taulukko 4 Korrelaatiomatriisi tutkimusaineiston muuttujista**

### 4.3 Tutkimusmenetelmä

Tutkielmassa muodostetaan regressiomalli hyödyntäen pienemmän neliösumman menetelmää, joka selittää muuttujien keskinäistä vaikutusta. Regressiomalli perustuu Anderson ja Reeb (2003) perheyhtiötutkimukseen, joka tutki pärjäävätkö perheomisteiset S&P500 yhtiöt paremmin kuin muut yhtiöt. Regressiomallilla selvitetään, onko keskittyneen ja hajautuneella omistusrakenteella tilastollisesti merkittävää vaikutusta yhtiöiden taloudelliseen suoriutumiseen. Tämän jälkeen selvitetään vaikuttavatko kontrollimuuttujat yhtiöiden taloudelliseen suoriutumiseen.

Regressiomallissa selitettävänä muuttujana on kokonaispääoman tuottoaste (ROA-%) tai Tobinin Q. Selittävinä muuttujina ovat omistusrakenteen binäärinen dummy-muuttuja, sekä kontrollimuuttujat koko, velkaisuus ja ikä. Regressiomallissa on mukana toimialojen dummy-muuttujat, mutta tämän muuttujan tuloksia ei ole raportoitu mukaan taulukkoon. Regressiomallin avulla testaamme tutkielman alussa määriteltyjä hypoteeseja. Muuttujat Tobinin Q, ROA-%, koko ja velkaisuus ovat yhtiökohtaisia aikasarjojen keskiarvoja.

$$(3) \text{ Taloudellinen suoriutuminen}_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{Keskittynyt}_{it} + \beta_3 \text{Koko}_{it} + \beta_4 \text{Velkaisuus}_{it} + \beta_5 \text{Ikä}_{it} + \beta_6 \text{Toimiala} + \varepsilon_{it}$$

, missä

*Taloudellinen suoriutuminen* = Kokonaispääoman tuottoaste (ROA-%) ja Tobinin Q

*Keskittynyt* = Binäärinen dummy-muuttuja, joka on 1 jos yhtiön omistusrakenne on keskittynyt, ja 0 jos hajautunut

*Koko* = Luonnollinen logaritmi taseen loppusummasta

*Velkaisuus* = Luonnollinen logaritmi pitkäaikaisen velan suhteesta taseen loppusummaan

*Ikä* = Luonnollinen logaritmi yhtiön iästä

*Toimiala* = Binäärinen dummy-muuttuja, joka on 1 jos yhtiön on tietyltä toimialalta, ja muuten 0.

$\varepsilon$  = Virhetermi

## 5 Empiiriset tulokset

Tutkimuksen pääasiallinen tehtävä on selvittää suomalaisten pörssiyritysten omistusrakenteen ja taloudellisen suorituskyvyn välinen yhteys. Tutkimuskysymykseen vastataksemme tehdään regressiomalli, hyödyntäen pienemmän neliösumman menetelmää.

Regressiomallin tulokset ovat taulukossa 5, ja kuvaavat tuloksia koko tarkasteluajanjaksolta 2017–2022 ja koko aineistolla. Taulukon ylärivissä ovat selitettävät, eli taloudelliset muuttujat Tobinin Q ja kokonaispääoman tuottoaste (ROA-%). Sarakkeissa taulukon vasemmassa reunassa on tutkimuksessa käytetyt selittävät muuttujat. Selitettävät muuttujat sekä kontrollimuuttujat ovat regressiomallissa yhtiökohtaisia aikasarjojen keskiarvoja. Jokaisen taulukossa olevan tuloksen alla on suluissa t-arvot, ja tilastollisesti merkitsevät tutkimustulokset on merkitty tähdillä merkitsevyyden mukaan.

Taulukon 5 regressiomallin tuloksessa näkee, että taloudellisen suorituskyvyn mittarit eroavat keskittyneen omistusrakenteen suhteen. Keskittynyt omistusrakenne vaikuttaa negatiivisesti osakemarkkinoiden hinnoitteluun Tobinin Q:n. Sen sijaan kirjanpidolliseen, historian lukuihin peilaavaan kokonaispääoman tuottoasteeseen keskittyneellä omistusrakenteella oli positiivinen vaikutus. Vaikkakin tulokset keskittyneen omistusrakenteen vaikutuksesta taloudelliseen suoriutumiseen ovat mielenkiintoisia, kumpikaan tuloksista ei ole tilastollisesti merkitsevä.

Yhtiöiden velkaisuus vaikuttaa negatiivisesti Tobinin Q:n, ja kokonaispääoman tuottoasteeseen (ROA-%). Velkaisuuden vaikutus Tobinin Q:n ja ROA-%:n on tilastollisesti merkitsevä 5 % ja 1 % luottamustasoilla. Kontrollimuuttuja koko ja ikä vaikuttivat molemmat negatiivisesti Tobinin Q:n, eli suuremmat ja vanhemmat yritykset omasivat matalamman Tobinin Q:n. Tulos ei ole kuitenkaan tilastollisesti merkitsevä, niin kuin ei ole koon positiivinen vaikutus eikä iän negatiivinen vaikutus kokonaispääoman tuottoasteeseen.

Toimialojen dummy-muuttujat ovat mukana regressiomallissa, mutta niiden tuloksia ei ole eritelty taulukossa (Anderson ja Reeb, 2003). Regressiomallissa korjattu selitysaste Tobinin Q:n muuttujille on 0,113, eli muuttujat selittivät 11,3 % Tobinin Q:sta. Kokonaispääoman tuottoasteen osalta korjattu selitysaste oli hiukan korkeampi, ollen 0,125.

**Taulukko 5 Regressiomallin tulokset**

	<b>Tobinin Q</b>	<b>ROA-%</b>
Vakio	5,972 (1,576)	-33,651 (-1,031)
Keskittynyt	-0,117 (-0,283)	0,963 (0,271)
Velkaisuus	-0,529 (-2,507)**	-5,837 (-3,215)***
Koko	-0,125 (-1,086)	1,515 (1,532)
Ikä	-0,342 (-1,026)	-0,595 (-0,207)
Korjattu selitysaste	0,113	0,125

Tilastollinen merkitsevyys 1 (\*\*\*) 5 % (\*\*) 10 (\*).

Taulukkoa 5 tarkastellessa huomaa, että erityisesti velkaantuneisuuden osalta kerroinestimaatti on ROA-% regressiossa korkea. Tämä vuoksi regressioanalyysi vaatii syvempää analysointia. Taulukossa 6 on regressioanalyysin tulokset, jossa aineistosta on poistettu kaksi suurimman virhetermin (residuals) omaavaa yritystä. Tobinin Q:n regressiossa suurimmat virhetermit olivat Qt Group Oyj:llä ja Revenio Group Oyj:llä. Molempien virhetermit olivat moninkertaiset keskimääräiseen nähden. ROA-%

regressiossa suurimmat virhetermit olivat Herantis Pharma Oyj:llä ja Componenta Oyj:llä. Kaikkien yhtiöiden virhetermien arvot löytyvät liitteestä 2 ja 3.

Taulukon 6 regressiomallissa omistusrakenteen keskittyneisyys vaikuttaa positiivisesti sekä Tobinin Q:n, että kokonaispääoman tuottoasteeseen (ROA-%). Kumpikaan tuloksista ei ole kuitenkaan tilastollisesti merkitsevä, eli tutkimushypoteesi H1 voidaan kumota, koska omistusrakenteella ei todettu olevan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yhtiöiden taloudelliseen suoriutumiseen. Sen sijaan tutkimuksen nollahypoteesi H0 hyväksytään, koska yhtiöiden omistusrakenteen keskittyneisyys ei tilastollisesti merkittävästi vaikuttanut yhtiöiden taloudelliseen suoriutumiseen.

Kun tarkastelemme taulukon 6 muita tuloksia, huomaamme että Tobinin Q:n osalta velkaisuuden kerroin estimaatti on laskenut, mutta tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä. Vakiota lukuun ottamatta mikään selittävä muuttuja ei vaikuttanut tilastollisesti merkitsevästi Tobinin Q:n, kun aineistosta on poistettu kaksi suurimman virhetermin omaavaa yhtiötä.

Velkaisuus vaikutti negatiivisesti kokonaispääoman tuottoasteeseen (ROA-%), kun kaksi suurimman virhetermin omaavaa yhtiötä on poistettu aineistosta, ja tulos oli tilastollisesti merkitsevä. Velkaisuuden kerroinestimaatti oli edelleen korkea, toki pienempi kuin edellisessä regressiossa. Yhtiön koko, eli taseen loppusumman luonnollinen logaritmi, vaikutti negatiivisesti Tobinin Q:n ja positiivisesti ROA-%:n, mutta vaikutukset eivät olleet tilastollisesti merkitseviä. Ikä vaikutti negatiivisesti molempiin taloudellisiin muuttujiin, mutta ei tilastollisesti merkitsevästi.

Samoin kuin kokoaineiston kattavassa taulukon 5 regressiomallissa, myös taulukon 6 regressiomallissa toimialojen dummy-muuttujat ovat mukana, mutta tuloksia ei ole eritelty taulukossa. Sekä Tobinin Q:n, että kokonaispääoman tuottoasteen regressionalayyseyssä korjatut selityksasteet laskivat taulukon 5 regressiosta, ollen 0,062 Tobinin Q:lle ja 0,058 ROA-%:lle.

**Taulukko 6 Regressiomallin tulokset ilman korkeiden virhetermin arvojen yrityksiä**

	<b>Tobinin Q</b>	<b>ROA-%</b>
Vakio	4,894 (2,503)**	-17,272 (-0,785)
Keskittynyt	0,062 (0,290)	0,386 (0,169)
Velkaisuus	-0,086 (-0,761)	-4,120 (-3,550)***
Koko	-0,079 (-1,340)	1,076 (1,615)
Ikä	-0,155 (-0,896)	-1,049 (-0,565)
Korjattu selitysaste	0,063	0,058

Tilastollinen merkitsevyys 1 (\*\*\*) 5 % (\*\*) 10 (\*).

## 6 Johtopäätökset

Omistusrakenne on kiinnostanut tutkimuskenttää jo lähes sadan vuoden ajan siitä lähtien, kun aiheen keskustelun aloittivat 92 vuotta sitten Adolf Berle ja Gardiner Means. Tutkimusta omistusrakenteesta ja taloudellisesta suoriutumisesta on tehty laajalti, mutta tutkimusaineistoa on haettu pitkälti vain suurista valtioista, joista on saatavilla laajoja yritysaineistoja. Tutkimukset ovat keskittyneet Länsi-Eurooppaan, Aasiaan ja etenkin Yhdysvaltoihin. Suomalaisista yrityksistä vastaavaa tutkimusdataa on heikosti saatavilla. Suomalaiset listatut yhtiöt ovat kiinnostava tutkimuskohde, sillä suomalaisten listattujen yhtiöiden omistusrakenteet ovat kokeneet erilaisia vaiheita. Vielä 1980-luvulla ulkomaalaisten omistus suomalaissa yrityksissä oli hyvin säänneltyä, kunnes se myöhemmin vapautettiin. Tästä syystä vielä 1980-luvulla yrityksiä omistivat lähinnä pankit, valtio ja perheet (Ylä-Anttila ja muut, 2005). Vuonna 1993 ulkomaisomistuksen sääntely vapautettiin ja tämän myötä omistusrakenteet ovat monipuolistuneet.

Tutkielman tarkoituksena oli selvittää keskittyneen ja hajautuneen omistusrakenteen vaikutusta taloudelliseen suoriutumiseen suomalaisissa listatuissa yhtiöissä. Helsingin pörssin 178 yhtiöstä tutkielmaan soveltui 87 yhtiötä, joista 39 omasi keskittyneen omistusrakenteen ja 87 hajautuneen omistusrakenteen.

Regressioanalyysin tutkimustulosten mukaan ajanjaksolla 2017–2022 omistusrakenteella ei todettu olevan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yhtiöiden taloudelliseen suoriutumiseen. Regressiomallin tulokset poikkeavat valtavirran tuloksista, mm. Anderson ja Reeb (2003), Hu ja Izumida (2008) sekä Heugens ja muut (2009) löysivät tilastollisesti merkitsevän yhteyden omistusrakenteen ja taloudellisen suoriutuskyvyn välillä. Regressioanalyysin tulokset sen sijaan vastaavat Demsetz ja Lehn (1985), Pedersen ja Thomasen (1999) sekä Nashier ja Gupta (2023) tutkimuksia, joissa omistusrakenne ei tilastollisesti merkittävästi vaikuttanut taloudelliseen suoriutuskykyyn.

Omistusrakenteeseen liittyviä tutkimuksia on tullut viime vuosina runsaasti, mutta lisätutkimus mahdollisuuksia löytyy vielä paljon. Suomalaisen listattujen yhtiöiden

tutkimusta voisi laajentaa pidemmäksi aikasarjaksi, jolloin saataisiin dataa pidemmän aikavälin kehityksestä. Helsingin pörssin kohdalla haasteeksi muodostuu kuitenkin yhtiöiden vähäinen määrä, ja samalla yhtiöiden vaihtuvuus. Pidemmällä aikasarjalla saattaisi olla vain pieni joukko yhtiöitä, jotka ovat olleet listattuna koko tutkimus ajanjakson ajan.

Lisäksi tutkimusta voisi laajentaa pohjoismaiselle tasolle, jolloin yhtiömäärä olisi riittävä pidempäänkin aikasarjaan. Pohjoismaat olisivat mielenkiintoinen maajoukko, sillä kyseiset maat ovat vertailukelpoisia hyvinvointiyhteiskuntia. Lisäksi valtio-omisteisuus on yleistä pohjoismaisissa yhteiskunnissa, mikä tekee niistä poikkeuksellisen suuriin valtioihin verrattuna (Goldeng ja muut, 2008). Pohjoismaisella tasolla tarkastelun jatkoksi pohjoismaita voisi verrata toisiinsa, ja pohtia selittävätkö maakohtaiset erot, kuten toimialajakauma tai eriävät valuutat ja rahapolitiikat, eroja omistusrakenteissa ja taloudellisessa suorituskyvyssä. Pohjoismaisten yritysten omistusrakenteen ja taloudellisen suoriutumisen välisen tutkimuksen syventämiseksi mielenkiintoinen aihe olisi pohjoismaisten keskittyneen omistusrakenteen yhtiöiden erot suorituskyvyssä. Toisin sanoen, onko pohjoismaisella tasolla esimerkiksi perheomisteiset listatut yhtiöt taloudellisesti menestyneempiä, kuin esimerkiksi valtionyhtiöt tai instituutioiden omistamat yhtiöt. Tämä olisi tärkeä aihe, sillä lisäinformaatio omistusrakenteista voisi johtaa tehokkaampaan pääoman allokointiin markkinoilla.

Pelkästään Suomea koskevaa tutkimusta voisi laajentaa listaamattomiin yrityksiin, jolloin datajoukko kasvaisi runsaasti. Listaamattomista yhtiöistä on toki heikommin dataa saatavilla, ja esimerkiksi Tobinin Q:ta ei voisi käyttää suoriutumisen mittarina, sillä listaamattomille yhtiöille ei määritellä markkina-arvoa päivittäin. Tässä tapauksessa olisi kuitenkin mahdollista käyttää kirjanpidollisia mittareita, kuten kokonaispääoman tuottoastetta (ROA-%) ja oman pääoman tuottoastetta (ROE-%). Listaamattomat yhtiöt ovat toki keskimäärin pienempiä, joten haasteeksi voisi muodostua sopivat joukon löytäminen. Kaikkia listaamattomia yhtiöitä ei todennäköisesti voisi käyttää, sillä yli 60 % yhtiöistä ovat pieniä tai keskisuuria (Tilastokeskus, 2022). Listaamattomien rajaaminen

suuriin yhtiöihin voisi olla järkevää, sillä pienempien yhtiöiden omistusrakenteet eivät todennäköisesti ole kovin monipuolisia, ja suuret listaamattomat yhtiöt ovat paremmin vertailukelpoisia listattuihin yhtiöihin.

Viime vuosina lisääntynyt Private Equity, eli pääomasijoittaminen listaamattomiin osakeyhtiöihin, tekee listaamattomien yhtiöiden tutkimisesta entistä mielenkiintoisempaa, sillä ammattimainen sijoittaminen listaamattomiin yhtiöihin on tämän myötä lisääntynyt. Esimerkiksi vuonna 2022 suomalaiset yritykset keräsivät yhteensä 1,5mrd€ sijoituksia suomalaisilta ja ulkomaalaisilta pääomasijoittajilta (Pääomasijoittajat Ry, 2023). Olisikin mielenkiintoista tutkimustietoa vertailla, kuinka pääomasijoittajien omistamat yhtiöt ovat pärjänneet taloudellisesti verrattuna muihin keskittyneen omistusrakenteen yhtiöihin Suomessa. Private Equity sijoitukset ovat kasvaneet Suomessa vasta viime vuosina, joten tämän kaltainen tutkimus voisi olla järkevä tehdä vuosia myöhemmin, jotta saadaan tarpeeksi pitkä aikasarja. Aikasarja ei saa olla kuitenkaan liian pitkä, sillä Private Equity sijoittajat toimivat usein väliaikaisena sijoittajana, noin 3–7 vuoden ajan (Pääomasijoittajat Ry, 2024).

## Lähteet

- Aguilera, R., Duran, P., Heugens, P., Sauerwald, S., Turturea, R. & VanEssen, M. (2021). State ownership, political ideology, and firm performance around the world. *Journal of World Business*, 56, 101113. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2020.101113>
- Anderson, R. & Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58, 1301-1329. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- Ang, J. S., Cole, R. A. & Wuh Lin, J. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55, 81-106. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00201>
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York.
- Bhattacharya, P. S. & Graham, M. (2007). Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland. *Deakin University*. Noudettu 25.02.2024 osoitteesta [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1000092](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1000092)
- Boardman, A. & Vining, A. (1989). Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State-Owned Enterprises. *The Journal of Law and Economics*, 32, 1-33. <https://dx.doi.org/10.1086/467167>
- Burkart, M., Panunzi, F. & Shleifer, A. (2003). Family firms. *The Journal of Finance*, 58, 2167-2210. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00601>
- Cho, M. (1998) Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47, 103–121. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00039-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00039-1)
- Davis, J., Donaldson, L. & Schoorman, F. (1997). Toward a stewardship theory of management. *The Academy of Management Review*, 22, 20-47. <https://doi.org/10.5465/amr.1997.9707180258>
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177. <https://doi.org/10.1086/261354>

- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
- Donaldson, L. & Davis, J. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16, 49-64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Elyasiani, E. & Jia, J. (2010). Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34, 606-620. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.018>
- Euroclear Finland. (2024). *Tilastoarkisto*. Noudettu 28.02.2024 osoitteesta <https://www.euroclear.com/finland/fi/statistics/archieve.html>
- Fabisik, K., Fahlenbrach, R., Stulz, R.M. & Taillard, J.P. (2021). Why are firms with more managerial ownership worth less? *Journal of Financial Economics*, 140, 699-725. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.02.008>
- Fama, E. F & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Goldeng, E., Grünfeld L. A. & Benito G. R. G. (2008). The Performance Differential between Private and State Owned Enterprises: The Roles of Ownership, Management and Market Structure. *Journal of Management Studies*, 45, 1244-1273. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2008.00790.x>
- Haugen, R. A. & Senbet, L. W. (1981) Resolving the Agency Problems of External Capital through Options. *The Journal of Finance*, 36, 629-647. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1981.tb00649.x>
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (1991). The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, 20, 101-112. <https://doi.org/10.2307/3665716>
- Heugens, P. P, van Essen, M. & van Oosterhout, J. (2009). Meta-analyzing ownership concentration and firm performance in Asia: Towards a more fine-grained understanding. *Asia Pacific Journal of Management*, 26, 481-512. <https://doi.org/10.1007/s10490-008-9109-0>

- Horobet, A., Belascu, L., Curea, S. C. & Pentescu, A. (2019). Ownership Concentration and Performance Recovery Patterns in the European Union. *Sustainability*, 11, 1-31. <https://doi.org/10.3390/su11040953>
- Hu, Y. & Izumida, S. (2008). Ownership concentration and corporate performance: A causal analysis with Japanese panel data. *Corporate Governance: An International Review*, 16, 342-358. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00690.x>
- Huolman, M. P. Walden. M. Pulkkinen. J. Ali-Yrkkö. R. Tainio & P. Ylä-Anttila (2000) Omistajien etu-kaikien etu? *Elinkeinoelämän tutkimuslaitos*. Noudettu 17.01.2024 osoitteesta <https://www.etla.fi/wp-content/uploads/2012/09/B171.pdf>
- Jakobson, U. & Korkeamäki, T. (2014). Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä. *Valtioneuvoston kanslia*. Noudettu 12.12.2021 osoitteesta <https://vnk.fi/julkaisu?pubid=2222>
- Jakobson, U. & Korkeamäki, T. (2015). Ownership and corporate governance in Finland: A review of development trends. *Nordic Journal of Business*, 64, 232-248. [http://njb.fi/wp-content/uploads/2016/01/Jakobsson\\_Korkemaki-NJB\\_4-15.pdf](http://njb.fi/wp-content/uploads/2016/01/Jakobsson_Korkemaki-NJB_4-15.pdf)
- Jaskiewicz, P., Block J. H., Combs, J. G. & Miller, D. (2017). The effects of founder and family ownership on hired CEOs' incentives and firm performance. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41, 73-103. <https://doi.org/10.1111/etap.12169>
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Leech, D. & Leahy, J. (1991). Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies. *The Economic Journal*, 101, 1418-1437. <https://doi.org/10.2307/2234893>
- Lins, K. V., Volpin, P. & Wagner, H. F. (2013). Does family control matter? International evidence from the 2008-2009 financial crisis. *The Review of Financial Studies*, 26, 2583-2619. <https://doi.org/10.1093/rfs/hht044>

- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12, 321-341. <https://doi.org/10.1016/j.icorpf.2005.02.002>
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38, 163-184. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00809-F](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00809-F)
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Murali, R. & Welch, J. B. (1989). Agents, Owners, Control and Performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 16, 358-398. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1989.tb00025.x>
- Nasdaq OMX Nordic (2024). *Nasdaq OMX Helsinki Osakkeet*. <https://www.nasdaqomxnordic.com/osakkeet>
- Nashier, T. & Gupta, A. (2023). Ownership Concentration and Firm Performance in India. *Global Business Review*, 24, 353-370. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1177/0972150919894395>
- Peng, M, W. & Jiang, Y. (2010). Institutions Behind Family Ownership and Control in Large Firms. *Journal of Management Studies*, 47, 253-273. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00890.x>
- Perrini, F., Rossi, G. & Rovetta, B. (2008). Does Ownership Structure Affect Performance? Evidence from the Italian Market. *Corporate Governance: An International Review*, 16, 255-374
- Pääomasijoittajat Ry. (2023). *Buyout and growth Suomessa 2022*. Pääomasijoittajat. Noudettu 26.02.2024 osoitteesta <https://paaomasijoittajat.fi/tutkimukset-ja-tilastot/>
- Pääomasijoittajat Ry. (2024). *Mitä pääomasijoittaminen on?* Pääomasijoittajat. Noudettu 26.02.2024 osoitteesta <https://paaomasijoittajat.fi/paaomasijoittaminen/tietoa-paaomasijoittamisesta/>

- Rämä, O. (1998). Yritysten kannattavuus osakkeenomistajien näkökulmasta – vertailu suomalais- ja ulkomaalaisomisteisen yritysten välillä. *Elinkeinoelämän tutkimuslaitos*. Noudettu 17.01.2024 osoitteesta <https://www.etla.fi/wp-content/uploads/2012/09/dp647.pdf>
- Schillemans, T. (2013). Moving Beyond The Clash of Interests: On stewardship theory and the relationships between central government departments and public agencies. *Public Management Review*, 15, 541-562. <https://doi.org/10.1080/14719037.2012.691008>
- Short, H. & Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 5, 79-101. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(98\)00016-9](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(98)00016-9)
- Singh, M. & Davidson, W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance*, 27, 793-816. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(01\)00260-6](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00260-6)
- Suomen Pankki. (2020). *Puolet suomalaisten yritysten osakkeista kotimaisessa omistuksessa*. Noudettu 28.02.2024 osoitteesta [https://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot2/tilastotiedotteet\\_fi/historia/2020/puolet-suomalaisten-yritysten-osakkeista-kotimaisessa-omistuksessa/](https://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot2/tilastotiedotteet_fi/historia/2020/puolet-suomalaisten-yritysten-osakkeista-kotimaisessa-omistuksessa/)
- Thomassen, S. & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21, 689-705. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200006\)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200006)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y)
- Tilastokeskus. (2022). *Yritykset henkilöstön suurusluokan mukaan 2022*. Noudettu 25.02.2024 osoitteesta [https://www.tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk\\_yritykset.html#yritykset-henkiloston-suurusluokittain](https://www.tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk_yritykset.html#yritykset-henkiloston-suurusluokittain)
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1, 15-29. <https://doi.org/10.2307/1991374>

- Villalonga, B. & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- Ylä-Anttila, P., Ali-Yrkkö J. & Nyberg M. (2004). Foreign ownership in Finland: boosting firm performance and changing corporate governance. *Etlä Keskusteluaiheita nro 904*. Noudettu 28.02.2024 osoitteesta <https://www.etla.fi/wp-content/uploads/2012/09/dp904.pdf>

## Liitteet

### Liite 1 Tutkimusaineiston yhtiöt

Yhtiö	Omistusrakenne	Toimiala
Afarak Group Oyj	Hajautunut	Perusteollisuus
Alma Media Oyj	Keskittynyt	Kulutuspalvelut
Apetit Oyj	Hajautunut	Kulutustavarat
Aspo Oyj	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Aspocomp Group Oyj	Hajautunut	Teknologia
Atria Oyj	Keskittynyt	Kulutustavarat
Biohit Oyj	Keskittynyt	Terveysthuolto
Bittium Oyj	Hajautunut	Teknologia
Boreo Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Cargotec Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Caverion Corporation	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Citycon Oyj	Hajautunut	Kiinteistöt
Componenta Oyj	Hajautunut	Perusteollisuus
Consti Oyj	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Detection Technology Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Digitalist Group Oyj	Keskittynyt	Teknologia
Dovre Group Oyj	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Elecster Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Elisa Oyj	Hajautunut	Tietoliikennepalvelut
Etteplan Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Exel Composites Oyj	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Finnair Oyj	Keskittynyt	Kulutuspalvelut
Fiskars Oyj Abp	Keskittynyt	Kulutustavarat
Fortum Oyj	Keskittynyt	Yleishyödylliset palvelut
Herantis Pharma Oyj	Hajautunut	Terveysthuolto
Hkscan Oyj	Keskittynyt	Kulutustavarat
Huhtamaki Oyj	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Ilkka Oyj	Hajautunut	Kulutuspalvelut
Incap Oyj	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Innofactor Oyj	Hajautunut	Teknologia
Investors House Oyj	Keskittynyt	Kiinteistöt
Kemira Oyj	Hajautunut	Perusteollisuus
Keskisuomalainen Oyj	Hajautunut	Kulutuspalvelut
Kesko Oyj	Hajautunut	Kulutustavarat
Kesla Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Kone Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Konecranes Oyj	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Lassila & Tikanoja Oyj	Hajautunut	Yleishyödylliset palvelut
Lehto Group Plc	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut

Marimekko Oyj	Hajautunut	Kulutuspalvelut
Martela Oyj	Keskittynyt	Kulutuspalvelut
Metsa Board Oyj	Keskittynyt	Perusteollisuus
Metso Outotec Corporation	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Neste Oyj	Keskittynyt	Energia
Nexstim Plc	Hajautunut	Terveystuotteet
Noho Partners Oyj	Keskittynyt	Kulutuspalvelut
Nokia Oyj	Hajautunut	Tietoliikennepalvelut
Nokian Renkaat Oyj	Hajautunut	Kulutuspalvelut
Olvi Oyj	Keskittynyt	Kulutustavarat
Oriola Oyj	Hajautunut	Terveystuotteet
Orion Oyj	Hajautunut	Terveystuotteet
Pihlajalinna Oyj	Hajautunut	Terveystuotteet
Piippo Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Ponsse Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Punamusta Media Oyj	Keskittynyt	Kulutuspalvelut
Qpr Software Oyj	Hajautunut	Teknologia
Qt Group Oyj	Hajautunut	Teknologia
Raisio Oyj	Hajautunut	Kulutustavarat
Rapala Vmc Oyj	Keskittynyt	Kulutuspalvelut
Raute Oyj	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Reka Industrial Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Revenio Group Oyj	Hajautunut	Terveystuotteet
Saga Furs Oyj	Keskittynyt	Kulutuspalvelut
Sanoma Oyj	Hajautunut	Kulutuspalvelut
Scanfil Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Siili Solutions Oyj	Hajautunut	Teknologia
Srv Yhtiot Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Stockmann Oyj Abp	Hajautunut	Kulutuspalvelut
Stora Enso Oyj	Keskittynyt	Perusteollisuus
Suominen Oyj	Hajautunut	Kulutustavarat
Talenom Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Terveystalo Oyj	Hajautunut	Terveystuotteet
Tietoevry Oyj	Hajautunut	Teknologia
Tokmanni Group Oyj	Hajautunut	Kulutuspalvelut
Trainers House Oyj	Keskittynyt	Teknologia
Tulikivi Oyj	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Upm-Kymmene Oyj	Hajautunut	Perusteollisuus
Uponor Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Vaisala Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Valmet Oyj	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Verkkokauppa.Com Oyj	Keskittynyt	Kulutuspalvelut

Viking Line Abp	Keskittynyt	Kulutuspalvelut
Vincit Group Oyj	Hajautunut	Teknologia
Wartsila Oyj	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Withsecure Oyj	Keskittynyt	Teknologia
Wulff-Yhtiot Oyj	Keskittynyt	Teollisuustuotteet - ja palvelut
Yit Oyj	Hajautunut	Teollisuustuotteet - ja palvelut

## Liite 2 Yhtiöiden virhetermien arvot Tobinin Q regressiossa

Yhtiö	Ennustettu Tobinin Q	Residuaali
Afarak Group Oyj	1,007	-0,438
Alma Media Oyj	1,474	0,229
Apetit Oyj	1,646	-1,187
Aspo Oyj	0,884	-0,158
Aspocomp Group Oyj	2,906	-1,748
Atria Oyj	0,335	-0,135
Biohit Oyj	3,584	-1,335
Bittium Oyj	2,911	-1,529
Boreo Oyj	1,383	-0,305
Cargotec Oyj	0,856	-0,331
Caverion Corporation	1,707	-1,020
Citycon Oyj	0,130	0,182
Componenta Oyj	1,182	-0,692
Consti Oyj	1,644	-1,043
Detection Technology Oyj	0,364	3,592
Digitalist Group Oyj	1,762	-0,609
Dovre Group Oyj	2,275	-1,552
Elecster Oyj	0,992	-0,668
Elisa Oyj	1,453	1,121
Etteplan Oyj	1,181	0,198
Exel Composites Oyj	1,324	-0,482
Finnair Oyj	0,218	0,066
Fiskars Oyj Abp	0,655	0,258
Fortum Oyj	0,655	-0,102
Herantis Pharma Oyj	2,818	0,539
Hkscan Oyj	0,131	0,027
Huhtamaki Oyj	0,660	0,395
Ilkka Oyj	2,523	-2,023
Incap Oyj	1,999	0,005
Innofactor Oyj	2,551	-1,889
Investors House Oyj	0,668	-0,182
Kemira Oyj	0,134	0,520

Keskisuomalainen Oyj	0,490	-0,171
Kesko Oyj	-0,007	0,812
Kesla Oyj	1,202	-0,861
Kone Oyj	1,737	1,093
Konecranes Oyj	0,934	-0,299
Lassila & Tikanoja Oyj	0,853	0,102
Lehto Group Plc	1,610	-1,015
Marimekko Oyj	1,315	1,885
Martela Oyj	1,181	-0,942
Metsa Board Oyj	0,561	0,369
Metso Outotec Corporation	0,540	0,363
Neste Oyj	2,639	0,000
Nexstim Plc	2,805	-0,100
Noho Partners Oyj	0,558	-0,059
Nokia Oyj	1,721	-1,121
Nokian Renkaat Oyj	1,435	0,284
Olvi Oyj	1,930	-0,328
Oriola Oyj	3,167	-2,904
Orion Oyj	3,759	-0,311
Pihlajalinna Oyj	2,323	-1,685
Piippo Oyj	1,383	-1,058
Ponsse Oyj	1,168	0,705
Punamusta Media Oyj	0,689	0,073
Qpr Software Oyj	2,002	1,340
Qt Group Oyj	3,549	9,135
Raisio Oyj	0,749	0,493
Rapala Vmc Oyj	0,748	-0,154
Raute Oyj	1,316	-0,574
Reka Industrial Oyj	0,846	-0,491
Revenio Group Oyj	3,817	7,223
Saga Furs Oyj	0,362	-0,177
Sanoma Oyj	0,675	0,294
Scanfil Oyj	1,268	-0,320
Siili Solutions Oyj	2,733	-1,301
Srv Yhtiot Oyj	0,659	-0,484
Stockmann Oyj Abp	0,099	0,015
Stora Enso Oyj	0,426	0,099
Suominen Oyj	0,567	0,061
Talenom Oyj	0,650	3,263
Terveystalo Oyj	2,382	-1,428
Tietoevry Oyj	1,851	-0,787
Tokmanni Group Oy	0,529	0,521
Trainers House Oyj	2,993	-1,923

Tulikivi Oyj	0,547	-0,091
Upm-Kymmene Oyj	0,853	0,142
Uponor Oyj	0,622	0,648
Vaisala Oyj	1,536	1,203
Valmet Oyj	1,120	-0,191
Verkkokauppa.Com Oyj	1,190	0,259
Viking Line Abp	0,462	-0,100
Vincit Group Oyj	2,819	-0,735
Wartsila Oyj	0,416	0,701
Withsecure Oyj	2,284	0,046
Wulff-Yhtiot Oyj	1,041	-0,549
Yit Oyj	0,979	-0,674

### Liite 3 Yhtiöiden virhetermien arvot ROA-% regressiossa

Yhtiö	Ennustettu ROA-%	Residuaali
Afarak Group Oyj	13,668	-14,766
Alma Media Oyj	8,100	5,752
Apetit Oyj	8,749	-8,635
Aspo Oyj	-0,651	5,354
Aspocomp Group Oyj	1,200	6,504
Atria Oyj	-0,719	1,968
Biohit Oyj	-11,269	6,512
Bittium Oyj	8,098	-6,551
Boreo Oyj	3,448	2,801
Cargotec Oyj	7,104	-4,499
Caverion Corporation	9,175	-9,108
Citycon Oyj	3,209	-2,465
Componenta Oyj	4,555	39,062
Consti Oyj	2,843	-0,584
Detection Technology Oyj	-7,925	22,262
Digitalist Group Oyj	-9,382	-33,919
Dovre Group Oyj	10,836	-7,473
Elecster Oyj	-0,473	4,673
Elisa Oyj	0,563	11,077
Etteplan Oyj	4,596	3,445
Exel Composites Oyj	2,956	0,190
Finnair Oyj	2,841	-6,915
Fiskars Oyj Abp	4,027	1,788
Fortum Oyj	8,487	-7,235

Herantis Pharma Oyj	-26,037	-83,730
Hkscan Oyj	-2,932	-0,770
Huhtamaki Oyj	4,906	0,373
Ilkka Oyj	20,632	-9,720
Incap Oyj	7,691	7,764
Innofactor Oyj	0,608	1,210
Investors House Oyj	-0,416	2,465
Kemira Oyj	8,043	-3,966
Keskisuomalainen Oyj	-1,544	7,194
Kesko Oyj	1,525	4,690
Kesla Oyj	-1,984	4,028
Kone Oyj	19,084	-8,396
Konecranes Oyj	7,081	-3,517
Lassila & Tikanoja Oyj	-2,020	7,235
Lehto Group Plc	8,093	-9,472
Marimekko Oyj	3,993	12,608
Martela Oyj	3,631	-7,019
Metsa Board Oyj	11,509	-2,806
Metso Outotec Corporation	6,594	-4,159
Neste Oyj	12,260	0,000
Nexstim Plc	-24,634	-22,086
Noho Partners Oyj	-1,172	2,360
Nokia Oyj	11,493	-11,077
Nokian Renkaat Oyj	12,393	-4,488
Olvi Oyj	17,985	-9,096
Oriola Oyj	-7,714	8,806
Orion Oyj	-0,967	22,620
Pihlajalinna Oyj	-19,000	21,237
Piippo Oyj	1,597	-0,421
Ponsse Oyj	7,582	2,509
Punamusta Media Oyj	2,046	-0,652
Qpr Software Oyj	-11,932	0,521
Qt Group Oyj	11,555	-6,981
Raisio Oyj	1,579	2,897
Rapala Vmc Oyj	4,270	-2,209
Raute Oyj	4,878	-2,227
Reka Industrial Oyj	-0,158	2,897
Revenio Group Oyj	-7,526	27,980
Saga Furs Oyj	-1,994	3,464
Sanoma Oyj	7,326	-4,097
Scanfil Oyj	7,793	0,543
Siili Solutions Oyj	0,793	5,297
Srv Yhtiot Oyj	2,344	-8,755

Stockmann Oyj Abp	1,599	-5,654
Stora Enso Oyj	14,191	-8,076
Suominen Oyj	-4,682	7,157
Talenom Oyj	-3,228	12,983
Terveystalo Oyj	-15,121	18,662
Tietoevry Oyj	4,154	2,185
Tokmanni Group Oy	-1,186	8,786
Trainers House Oyj	2,579	-1,807
Tulikivi Oyj	-6,065	6,817
Upm-Kymmene Oyj	16,656	-9,447
Uponor Oyj	5,654	2,564
Vaisala Oyj	12,561	-3,036
Valmet Oyj	11,997	-6,494
Verkkokauppa.Com Oyj	4,082	1,609
Viking Line Abp	1,370	-1,020
Vincit Group Oyj	3,733	5,166
Wartsila Oyj	8,662	-5,240
Withsecure Oyj	3,920	28,375
Wulff-Yhtiot Oyj	1,788	3,106
Yit Oyj	7,577	-8,927