

Leo Habib

JOHDON OMISTUKSEN VAIKUTUS YRITYSARVOON

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Kandidaatintutkielma
Huhtikuu 2021

TIIVISTELMÄ

Leo Habib: Johdon omistuksen vaikutus yritysarvoon
Kandidaatintutkielma
Tampereen yliopisto
Kauppatieteiden tutkinto-ohjelma
Huhtikuu 2021

Yrityksen omistusrakenteella on nähty olevan suuri vaikutus siihen, kuinka se suoriutuu markkinataloudessa muita yrityksiä vastaan. Menestyäkseen pitkällä aikavälillä yrityksen on jatkuvasti uudistuttava, pidettävä kiinni saavutetusta kilpailuedusta ja olla hereillä siitä, mitä kilpailuympäristössä tapahtuu.

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, miten johdon omistus vaikuttaa yritysarvoon erityyppisissä yrityksissä. Lisäksi tutkimuksen tavoitteena on luoda ymmärrystä johdon omistussuuden ja yrityksen suoriutumisen välisestä yhteydestä ja siitä, mitkä tekijät siihen erityisesti vaikuttaa. Aiheesta on tehty aikaisempia tutkimuksia lähinnä suurista yhdysvaltalaisista yrityksistä. Tässä tutkimuksessa pyritään laajentamaan ymmärrystä ilmiöstä myös pienempiin ja keskisuuriin yrityksiin, sillä tutkimushaaran painopiste on siirtynyt ajan saatossa yhä enenevässä määrin kohti pienempiä yrityksiä. Ilmiön tutkiminen pk-yritysten näkökulmasta on mielenkiintoista, sillä ne ovat usein tunnistettavissa korkean kasvupotentiaalin yrityksistä johtuen osaltaan niiden korkeasta investointiasteesta, erityisesti yrityksen elinkaaren alkuvaiheessa.

Tutkielma on toteutettu laadullisena kirjallisuuskatsauksena. Tutkimuksen aineistona on käytetty laadukkaimpia sekä keskeisimpiä ilmiötä käsitteleviä aikaisempia tutkimuksia, joiden pohjalta tutkimustulokset on kerätty yhteen ja tehty johtopäätökset. Tavoitteena on tunnistaa, arvioida ja tiivistää aikaisemmat tutkimukset yhdeksi tutkimustulokseksi. Tutkimuksen kannalta oli luontevaa valita aineistoksi vain pörssilistattuja yrityksiä, jotta tulokset ovat keskenään vertailukelpoisia. Lisäksi yritysten jakaminen koon perusteella suuriin ja pk-yrityksiin osoittautui mielenkiintoiseksi asetelmaksi pohdittaessa tutkimuksen ydinongelmaan.

Tutkimuksen tuloksena saatiin selville, että johdon omistuksen ja yritysarvon välinen suhde on epälineaarinen. Suhdetta on useammassa tutkimuksessa kuvattu w-kirjaimen muotoisena kuvaajana. Tutkimuksen tuloksena selvisi myös se, että johdon omistussuuden ja yritysarvon välinen yhteys ei ole aina yksiselitteinen. Ilmiön tutkimisesta saadut tulokset ovat hyvin riippuvaisia muun muassa käsiteltävästä aineistosta, muuttujista ja analyysimenetelmistä. Yleisesti ottaen pienemmissä yrityksissä sisäpiirin omistussuus on suhteellisesti korkeammalla tasolla. Lisäksi johdon on nähty olevan sitä enemmän riskin kaihtajan asemassa mitä enemmän omistussuus yrityksessä kasvaa. Toisaalta liian alhainen johdon omistussuus saattaa johtaa liiallisen riskin ottamiseen ja yhtiön strategian epäonnistumiseen.

Avainsanat: johdon omistus, agenttiteoria, tobinin q, yritysarvo, omistusrakenne

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

SISÄLLYS

1 JOHDANTO	4
1.1 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma	5
1.2 Tutkimusmenetelmä ja tutkimuksen rakenne	5
2 AGENTTITEORIA – OMISTUKSEN JA KONTROLLIN ERKAANTUMINEN	7
3 JOHDON OMISTUKSEN VAIKUTUS YRITYSARVOON	11
3.1 Yrityksen omistusrakenteen vaikutus yrityksen suoriutumiseen.....	11
3.2 Johdon omistuksen vaikutus yritysarvoon suurissa yhdysvaltalaisissa yrityksissä	14
3.2.1 Instrumentaalisten muuttujien käytön vaikutus johdon omistuksen ja yritysarvon väliseen yhteyteen	18
3.2.2 Johdon omistuksen vaikutus yritysarvoon suurissa yrityksissä: osakkeen likviditeetin näkökulma	21
3.3 Johdon omistuksen vaikutus yritysarvoon englantilaisissa yrityksissä	24
3.4 Johdon omistuksen vaikutus yritysarvoon pienissä ja keskisuurissa yrityksissä .	26
3.5 Tulosten yhteenveto.....	30
4 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	34
4.1 Tutkimuksen yhteenveto.....	34
4.2 Johtopäätökset	35
4.3 Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimusmahdollisuudet.....	36
LÄHTEET.....	37

1 JOHDANTO

Yritysten omistusrakenteella ja sen sidosryhmillä on nähty olevan suuri vaikutus siihen, kuinka yritys suoriutuu kilpailullisessa markkinaympäristössä. Mikäli yritys haluaa menestyä tässä ”kilpailussa” mahdollisimman hyvin, on sen jatkuvasti tehtävä harkittuja ja arvoa luovia investointipäätöksiä uudistuaakseen ja pitääkseen kiinni jo saavutetusta kilpailuedusta. Yrityksen omistajilla on käytännössä epäsuora vastuu yrityksen tavoitteiden saavuttamisesta, sillä he viimekädessä valitsevat yhtiölle johdon. Demsetzin ja Lehnin (1985) mukaan omistusrakenne on yrityskohtainen, jonka vuoksi omistajuuden keskittymisen ja hajaantumisen hyödyt vaihtelevat tilanteesta riippuen. Yrityksen menestymiseen vaikuttavat omistusrakenteen keskittymisen ja hajaantumisen lisäksi myös muut tekijät. Näitä tekijöitä ovat erityisesti mittakaavaedut, lainsäädäntö ja toimintaympäristön vakaisuus (Demsetz ja Villalonga, 2001).

Morck, Shleifer ja Vishny (1988) totesivat tutkimuksessaan, että johdon omistusosuuden ja yritysarvon välinen kausalisuus on selvästi epälineaarinen. He kuvasivat yhteyttä käänteisenä w-kirjaimena, joka on myöhemmin saanut tukea myös muista aiheesta tehdyistä tutkimuksista. Saatuihin tutkimustuloksiin ja muuttujien väliseen yhteyteen vaikuttaa kuitenkin hyvin paljon minkälaisia aineistoja, muuttujia ja analysointimenetelmiä kussakin tilanteessa käytetään. Tämä on yksi syy sille, miksi aiheen lopputulema ei ole aina yksiselitteinen. Koska aiheeseen ei ole aina yksiselitteistä vastausta, tekee tämä ilmiöstä mielenkiintoisen tutkimuskohteen.

Tässä tutkimuksessa pyritään jäljittelemään erityyppisten yritysten optimaalista johdon omistuksen tasoa, jossa yrityksen arvo olisi mahdollisimman suuri. Suurempi yritysarvo vahvistaa yrityksen rahoitusasemaa ja vakavaraisuutta ja antaa yritykselle paremmat lähtökohdat tulevaisuuden yritysrahoitukselle, investoinneille, mahdollisille yritysostoille ja kasvulle. Siksi on tärkeää löytää sopiva - ei liian suuri eikä liian pieni - johdon omistusosuuden taso, jossa yrityksen johto uskaltaa tehdä yrityksen tulevaisuuden turvaamisen ja kasvun kannalta oikeita päätöksiä. Toisaalta liian alhainen johdon omistusosuuden taso saattaa houkutella johtoa tekemään päätöksiä, jotka

sisältävät liian paljon riskiä ja mahdollisuus yrityksen strategiassa epäonnistumiseen kasvaa.

Aiheella on myös yhteiskunnallinen ulottuvuus, sillä yrityksiä menestyminen on yritysten sidosryhmien ja koko yhteiskunnan yhteinen etu. Yrityksien rooli yhteiskunnassa on korvaamaton niin valtion veronmaksajana kuin kansalaisten työllistäjänä. Jotta valtio voi jakaa tuloja tulonsiirtona kansalaisille, on sen saatava riittävästi verotuloja. Ilman yrityksiä ja niistä saatavia verotuloja tämän päivän kaltainen hyvinvointivaltio on lähes mahdotonta pitää yllä.

1.1 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma

Tutkimuksen ongelma, eli tutkimuskysymys on: ”*Miten johdon omistus vaikuttaa yritysarvoon erityyppisissä yrityksissä?*”.

Tutkielman päätavoitteena on luoda ymmärrystä johdon omistussuuden ja yrityksen suoriutumisen välisestä yhteydestä ja siitä, mitkä tekijät siihen erityisesti vaikuttaa. Yrityksen johdon optimaalinen omistussuus maksimoi yritysarvoa, joka vahvistaa yrityksen rahoitusasemaa ja neuvotteluvoimaa vieraan pääoman saannille pienemmällä kustannuksella (Himmelberg, Hubbard ja Palia, 1999). Saaduilla tutkimustuloksilla on merkitystä, sillä yritysten omistusrakenteen ymmärtäminen ja oikeanlainen hyödyntäminen voi vaikuttaa positiivisesti sen tulevaisuuden suoriutumiseen. Tavoitteena on ymmärtää osakkeenomistajien ja päätöksentekijöiden mahdollisia erilaisia intressejä yritystä kohtaan. Tutkielman tuottama informaatio on suunnattu erityisesti osakemarkkinoiden toiminnasta kiinnostuneille, niin sijoittajille kuin myös yrityksille.

1.2 Tutkimusmenetelmä ja tutkimuksen rakenne

Tutkimuskysymykseen vastaamiseksi relevantiksi tutkimusmenetelmäksi valikoitui kirjallisuuskatsaus. Kyseinen tutkimusmenetelmä valittiin, koska aiheesta on jo tehty merkittävästi arvostettuja aikaisempia tutkimuksia. Näiden tutkimusten käyttö oli järkevää, kun otetaan huomioon tutkimukseen liittyvät laajuus- ja aikarajoitteet. Suurin

osa aikaisemmista tutkimuksista on keskittynyt pääasiassa suuriin yhdysvaltalaisiin yrityksiin. Tutkimukseen on otettu mukaan myös muita yrityksiä, jottei tutkimuksesta olisi tullut liian suppea. Tutkimuksen kannalta oli luontevaa valita aineistoksi vain pörssilistattuja yrityksiä, jotta tulokset ovat keskenään vertailukelpoisia. Lisäksi yritysten jakaminen koon perusteella suuriin ja pk-yrityksiin osoittautui mielenkiintoiseksi asetelmaksi pohdittaessa tutkimuksen ydinongelmaan. Yksi syy tähän on se, että pienemmistä yrityksistä ei ole aikaisemmin tehty yhtä laajasti tutkimuksia verrattuna suuriin yrityksiin.

Tutkielman rakenne etenee siten, että ensimmäisessä luvussa on johdanto, jossa esitellään taustaa ilmiölle, käydään läpi tutkimusongelma sekä tutkimuksen tavoitteita ja esitellään tutkimuksessa käytetty tutkimusmenetelmä sekä rakenne, jonka mukaan tutkimuksessa edetään. Toisessa luvussa esitellään aiheeseen vahvasti liittyvä agenttiteoria, joka toistuu useampaan otteeseen tässä tutkimuksessa. Kolmannessa luvussa esitellään lyhyesti yrityksen omistusrakenteen vaikutusta sen suoriutumiseen. Omistusrakenteen esittelyn jälkeen esitellään aiemmin aiheesta tehtyjä tutkimuksia ja niistä saatuja tutkimustuloksia. Viimeisessä luvussa tehdään lyhyt yhteenveto tutkimuksesta sekä käydään läpi tutkimuksesta heränneet johtopäätökset ja jatkotutkimusmahdollisuudet.

2 AGENTTITEORIA – OMISTUKSEN JA KONTROLLIN ERKAANTUMINEN

Tässä luvussa käydään lyhyesti läpi päämies-agentti -ongelmaa. Ongelma on tunnistettu hyvin laajasti yrityksen rahoitukseen liittyvässä kirjallisuudessa ja sen käyttäminen teoreettisena viitekehysenä tässä kyseisessä tutkimuksessa on perustelua, sillä ongelma nousee esiin toistuvasti läpi tutkimuksen.

Termi *agency theory* juontaa juurensa aina vuodesta 1776, jolloin Adam Smith havaitsi ensimmäisenä ilmiön (Smith, 1776). Keskustelu agenttiongelmasta yleistyi rahoitusteoriassa 1970- luvulla, kun Jensen ja Meckling (1976) esittivät ongelman mahdollisesti ensimmäisinä suuremmissa mittakaavassa. Agenttiteorian tutkimisen juuret ovat alkaneet alun perin omistusoikeuteen liittyvästä keskustelusta, jossa on paljon samoja piirteitä agenttiongelman kanssa. Yleisesti agenttiteorialla tarkoitetaan omistuksen ja kontrollin erkaantumista yrityksessä. Yrityksen johtajilla on useimmiten enemmän ja tarkempaa tietoa yrityksestä, joka johtaa omistajien ja johdon väliseen informaation asymmetriaan. Tämä saattaa synnyttää yrityksessä haitallista valikoitumista (*adverse selection*), jossa toisen osapuolen (johtajat) informaation perusteella tehdyt päätökset ja niistä syntyvät riskit koituvat lopulta toisen osapuolen (omistajat) kannettavaksi. Lopulta johtajien ja omistajien väliset erkaantuneet intressit yrityksen päätöksenteossa synnyttävät agenttikustannuksia (*agency costs*).

Agenttikustannukset voidaan määritellä agenttisuhteena tilanteessa, jossa yrityksen omistajat (*principals*) delegoivat päätöksentekovaltaa johtajille (*agents*). Fama ja Jensen (1983) nostavat esille agenttiongelmassa päätöksentekoprosessin, jossa johtajat implementoivat ja panevat alulle tärkeitä päätöksiä koskien yrityksen tulevaisuutta, omistamatta valtaosaa yrityksen osakekannasta. Tämä johtaa siihen, ettei johdon tekemät päätökset vaikuta heidän omaan varallisuuteen. Ilman tehokasta valvontamekanismia, johtajat mitä todennäköisemmin tekevät päätöksiä, jotka ovat ristiriidassa omistajien intressien kanssa.

Teorian mukaan, jos molemmat osapuolet - omistajat ja johtajat – ovat hyödyn maksimoijia, on syytä olettaa, että johtajat eivät aina käyttäydy omistajien kannalta parhaalla mahdollisella tavalla. Omistajat voivat vähentää osapuolten intressien erkaantumista luomalla kohtuullisia kannustimia sekä aiheuttamalla monitorointikustannuksia johdolle. Käytännössä on mahdotonta, ettei omistajille tai johtajille koituisi lainkaan kustannuksia tilanteessa, jossa johtajat voisivat varmistaa käyttäytyvänsä optimaalisella tavalla omistajien näkökulmasta (Jensen ja Meckling, 1976; Fama ja Jensen, 1983).

Eisenhardt (1989) huomasi tutkimuksessaan kaksi tyypillistä ongelmaa, jotka nousevat esiin päämies-agentti -suhteissa. Ensimmäinen ongelma liittyy erilaisiin riskinottopreferensseihin päämiesten ja agenttien välillä, jossa henkilöstöllä ja johdon osakeoptiokompensatioilla, jotka ovat usein sidottuja yrityksen suoriutumiseen, on erilaiset intressit ottaa riskiä verrattuna muihin osakkeenomistajiin. Yrityksen muilla osakkeenomistajilla on mahdollista pienentää riskiä hajauttamalla omistustaan muihin sijoituskohteisiin. Henkilökohtaisen omaisuuden sitouttaminen yrityksen tulevaisuuden menestymiseen saattaa johtaa siihen, että osa johtajista tulevat riskin kaihtajiksi, koska merkittävä osa heidän kokonaisomaisuudestaan on sitoutunut kyseiseen yritykseen. Toinen ongelma esiintyy päämiesten ja agenttien välisissä erilaisissa tavoitteissa. Tällaisessa tilanteessa johtajien potentiaali opportunistiselle käyttäytymiselle kasvaa. Loiventaakseen ilmiötä, osakkeenomistajat monitoroivat johtajia tai asettavat tavoitteita, jotka ovat linjassa johdon ja yrityksen kanssa (Eisenhardt, 1989). Toisaalta yrityksen osakkeenomistus voi yhdentää osakkeenomistajien ja ylimmän johtoportaalan intressejä ja vähentää tavoitteisiin liittyvää konfliktia, luoden myös ylimmälle johtoportaalle mahdollisuuksia riskin ottamiseen (Fama ja Jensen, 1983).

Yrityksen hallinnointijärjestelmä (*corporate governance*) (CG) liittyy vahvasti agenttiongelman kysymyksiin. Hartin (1995) mukaan CG:n ongelmat nousevat esiin kahden tilanteen vallitessa: agenttiongelmien olemassaolo ja niistä sopimisen mahdottomuus. Jotta CG-kysymyksillä olisi taloudellista merkitystä, on näiden kahden tilanteen oltava voimassa. Agenttiongelman hän määrittelee tavalla, jossa organisaation kaikkien sidosryhmien jäsenet voidaan ohjeistaa maksimoimaan voiton tai minimoimaan kustannukset. Sidosryhmät ovat valmiita noudattamaan näitä ohjeita, mutta eivät ole kiinnostuneita siitä, mitkä ovat yrityksen teettämien aktiviteettien seuraukset.

Vaivannäkö ja muut kustannukset voidaan hyvittää suoraan, joten kannustimia ei tarvita ihmisten motivoimiseksi. Päämies-agenttiteoria auttaa ymmärtämään, miksi johtajille saatetaan antaa yrityksen menestykseen sidottuja kannustimia, muun muassa osakkeita tai osakeoptioita. Teoria ei kuitenkaan ota kantaa yrityksen hallinnointirakenteeseen. Suppeana määritelmänä hallinnointirakenne voidaan nähdä olevan mekanismina päätöksentekemiselle, josta ei ole sovittu erillisellä sopimuksella. Tarkemmin sanottuna, hallinnointirakenne allokoii kontrollioikeuksia koskien yrityksen inhimillistä pääomaa (Hart, 1995).

Ang, Cole ja Lin (2000) tutkivat agenttikustannusten suuruutta yrityksen erilaisissa omistus- ja johtorakenteissa. He huomaavat tutkimuksessaan, että agenttikustannukset 1) ovat merkittävästi suuremmat tilanteessa, jossa ulkopuolinen taho johtaa yritystä; 2) ovat käänteisesti verrannollisia johdon omistuksen suhteessa; 3) kasvavat muiden osakkeenomistajien määrän kasvaessa ja 4) ovat pienemmät pankkien monitoroidessa yrityksiä ulkoisella rahoituksella. Tutkimuksesta käy ilmi, että mitä enemmän omistajuus on keskittynyt johdolle sitä vähemmän agenttuurikustannuksia syntyy. Tutkimuksessa käytetään referenssipisteenä niin sanottuja omistaja-johtaja yrityksiä, joissa johdon omistusosuus on 100 prosenttia koko yrityksen osakekannasta. Tällaisessa tilanteessa agenttikustannuksia ei pitäisi syntyä lainkaan. Referenssipisteen ideana on verrata yrityksiä, joilla on erisuuruisia sisäisiä omistusosuuksia. Omistaja-johtaja yritykset ovat yksityisiä, sillä pörssilistautuminen tuo yritykseen väistämättä ulkopuolisia omistajia. Yksinkertaisesti esitettynä agenttikustannusten tulisi olla korkeampia yrityksissä, joissa on enemmän ulkopuolisia omistajia (Ang ym., 2000).

Villalonga ja Amit (2006) tutkivat perheyritysten omistajuuden, kontrollin ja johtamisen vaikutuksia yritysarvoon. He raportoivat tutkimuksessaan, että perheomisteisuus luo yritykselle arvoa ainoastaan silloin, kun perustajajäsen toimii perheyrittäjän toimitusjohtajana tai hallituksen puheenjohtajana yhteistyössä palkatun toimitusjohtajan kanssa. Tutkimustulokset viittaavat siihen, että perinteinen omistaja-johtaja -konflikti muissa kun perheyrittäjissä sisältää enemmän agenttikustannuksia kuin perhe- ja muiden omistajien välisessä konfliktissa verrattuna yrityksiin, joissa perustajajäsenet toimivat yrityksen toimitusjohtajana. Toisaalta perhe -ja muiden osakkeenomistajien välinen konflikti jälkeläis-toimitusjohtaja -yrityksissä sisältää enemmän agenttikustannuksia

verrattuna omistaja-johtaja -konfliktiin yrityksissä, jotka eivät ole lainkaan perheomisteisia.

Villalongan ym. (2006) mukaan on olemassa kaksi eri agenttiongelmää, joissa vähemmistöosakkeenomistajilla on riski altistua yrityksen arvon tuhoutumiselle. Nämä kaksi eri ongelmatilannetta ovat konfliktit erkaantuneista intresseistä johdon sekä yleiset konfliktit suurten kontrolloivien osakkeenomistajien kanssa. Kummassa näissä kahdessa eri ongelmatilanteessa syntyy enemmän haittaa vähemmistöosakkeenomistajalle? Perheomisteisen yrityksen näkökulmasta vastaus kysymykseen ei ole yksiselitteinen. Se riippuu siitä, toimiiko yrityksen toimitusjohtajana perustajajäsen vai perheen jälkeläinen. Jälkimmäisessä tapauksessa vähemmistöosakkeenomistajat kohtaavat enemmän agenttikustannuksia ja ovat alttiimpia perinteisille agenttikonflikteille johdon kanssa (Villalonga ym., 2006).

Yrityksen kannalta optimaalinen tilanne vallitsee silloin, kun osakkeenomistajien ja yrityksen johdon intressit ovat mahdollisimman lähellä toisiaan ja yrityksen johto pyrkii edistämään myös omistajien etuja. Tällöin agenttikustannuksia ei pitäisi syntyä lainkaan tai hyvin vähän. Käytännössä kyseinen tilanne on mahdoton. Agenttuuriongelmia esiintyy aina tilanteissa, jossa yrityksen omistajuus ja päätöksenteko ovat erkaantuneet.

3 JOHDON OMISTUKSEN VAIKUTUS YRITYSARVOON

Tässä luvussa käydään läpi johdon omistuksen ja yritysarvon välistä suhdetta teorian sekä aikaisempien tehtyjen tutkimusten pohjalta. Tutkimuksessa on käytetty laadukkaimpia sekä keskeisimpiä ilmiötä käsitteleviä aikaisempia tutkimuksia, joiden pohjalta tutkimustulokset on kerätty yhteen ja tehty johtopäätökset. Tavoitteena on tunnistaa, arvioida ja tiivistää aikaisemmat tutkimukset yhdeksi tutkimustulokseksi.

Luvun tarkoituksena on esitellä tutkimukseen sisällytetyt aiemmat tutkimukset aiheesta ja niistä saadut tulokset. Lisäksi tämän luvun tavoitteena on tutkia kyseistä ilmiötä erityyppisten yritysten näkökulmasta. Aiempien tutkimusten tulokset vedetään yhteen ja esitellään luvussa 4. Tämän luvun aluksi esitellään lyhyesti yrityksen omistusrakennetta ja pyritään löytämään vastausta siihen, onko omistusrakenteella vaikutusta yrityksen tulevaisuuden suoriutumiseen. Luvussa 3.2 esitellään ilmiötä suurten, pääasiassa yhdysvaltalaisen, yritysten näkökulmasta ja syvennyttään aiheeseen osakkeen likviditeetin näkökulmasta. Luvussa 3.3 tarkastellaan ilmiötä suurten englantilaisten yritysten näkökulmasta ja vertaillaan saatuja tuloksia vastaaviin tuloksiin yhdysvaltalaisen yritysten osalta. Luvun lopussa esitellään aikaisemmista tutkimuksista saatuja tutkimustuloksia pk-yritysten näkökulmasta ja lopuksi tehdään lyhyt yhteenveto tutkimuksesta saaduista tuloksista.

3.1 Yrityksen omistusrakenteen vaikutus yrityksen suoriutumiseen

Yrityksen omistusrakenteen ja sen menestymisen suhteesta on esitetty useita aikaisempia tutkimuksia, erityisesti suurista yhdysvaltaisista yrityksistä. Berle ja Means (1932) esittivät jo varhaisessa vaiheessa hypoteesin siitä, että moderni yritys on tunnistettavissa yrityksen omistajien ja sen kontrolloivien henkilöiden erkaantumisesta. Yleisesti ottaen, mitä suuremmista yrityksistä on kyse sitä enemmän yrityksen omistusrakenne on pirstaloitunut eri yksilöiden ja omistajien kesken. Toisaalta he ehdottivat positiivisesta korrelaatiosta yrityksen suoriutumisen ja arvokkaamman yritysarvon välillä silloin, kun omistus on keskittynyt pienempään joukkoon omistajia (*ownership concentration*).

Toisaalta Demsetzin ja Lehnin (1985) ja Demsetzin ja Villalongan (2001) mukaan yrityksen omistusrakennetta tulisi ajatella itsenäisenä entiteettinä. He ehdottavat, että yrityksen omistusrakenteen ja menestymisen välille ei voida löytää suoraa yhteyttä. Demsetz ja Villalonga (2001) toteavat, että eri yritysten menestymiseen vaikuttavat muutkin tekijät kuin pelkästään se, onko omistusrakenne hajaantunut vai keskittynyt tiettyjen omistajien kesken. Näitä tekijöitä ovat erityisesti erilaiset mittakaavaedut, lainsäädäntö ja toimintaympäristön vakaisuus. Myös toimialakohtaiset erot ovat huomattavia. Demsetzin ym. (1985) mukaan tietyt toimialat voidaan luokitella lisäarvon tuottajiksi, joka voi johtaa keskittyneempään omistusrakenteeseen yrityksessä. Heidän empiirinen tutkimusosoittaa, että omistajuuden keskittymisellä ja liikevoittoprosentin välillä ei ole korrelaatiota, puhumattakaan positiivisesta korrelaatiosta. Myös Demsetz (1983) puoltaa näitä samoja tutkimustuloksia omassa tutkimuksessaan. Edellä mainitut tutkimukset eivät siten tue ylempänä esitettyä Berlen ja Meansin (1932) teoriaa.

Demsetz ja Lehn (1985) tutkivat yrityksen omistusrakennetta ja siihen vaikuttavia tekijöitä osakkeenomistajien hyötyjen että haittojen kannalta. Jokaisella yrityksellä on hieman erilainen omistusrakenne, joka johtaa siihen, että omistajuuden keskittymisen tai hajaantumisen hyödyt vaihtelevat yrityskohtaisesti. Mitä enemmän omistajuus on keskittynyt tietylle omistajakunnalle sitä enemmän yrityksen hyödyt ja kustannukset ovat kohdistuneet pienemälle joukolle omistajia. Vastavuoroisesti hajaantuneessa omistuksessa hyödyt ja kustannukset ovat suhteessa huomattavasti suuremmat isoimmille omistajille kuin pienemmille. Tämä saattaa johtaa suurimpien omistajien velvollisuuksien laiminlyönteihin yrityksen omistajuudessa. Demsetzin ym. (1985) mukaan on olemassa kolme eri tekijää, jotka vaikuttavat yrityksen omistusrakenteeseen. Näistä ensimmäinen - hyvin ilmeinen - on yrityksen arvon kannalta optimaalinen koko (*value-maximizing size*). Toinen hieman hienovaraisempi ja vaikeasti mitattavissa oleva muuttaja on voittopotentiali (*control potential*), jossa kannattavuutta voidaan parantaa tehostamalla johdon toimintaa. Voittopotentialiin vaikuttaa erityisesti yksi tekijä, joka on yrityskohtainen epävarmuus yrityksen vallitsevassa ympäristössä. Yrityksissä, jotka omaavat vakaan toimintaympäristön, hinnat, teknologian sekä markkinaosuuden, johdon suoriutumista pystytään monitoroimaan verrattain pienin kustannuksin. Samanaikaisesti vähemmän ennustettavissa ympäristöissä johtajien käyttäytyminen näkyy selkeämmin yrityksen onnessa menestyä, joka johtaa haastavampaan monitorointiin.

Näistä viimeinen on lainsäädäntö (*regulation*), jossa yleisenä huomiona voidaan nostaa esiin sen tuoma organisaation jäykkyys. Lainsäädännöllä voi tietyissä tapauksissa olla vaikutusta yrityksen omistusrakenteeseen. Systemaattinen lainsäädäntö muun muassa rajoittaa omistajien vapaana olevia vaihtoehtoja ja vähentää aikaisemmin mainittua voittopotentiaalia tavoilla, jotka eivät välttämättä näy täysin yrityksen vakaassa tuloksessa. Regulaatio takaa myös joitakin tuettuja monitorointitoimintoja ja rajoittaa johtajien valtaa. Lopulta näiden ulkoisten tekijöiden pitäisi oikeastaan vähentää omistajuuden keskittyneisyyttä (Demsetz ja Lehn, 1985).

Cho (1998) pyrkii tutkimuksessaan etsimään vastauksia yrityksen omistusrakenteen ja yritysarvon väliseen yhteyteen investointien näkökulmasta. McConnell ja Muscarella (1985) toteavat tutkimuksessaan, että investoinnit vaikuttavat positiivisesti yritysarvoon. Chon (1998) hypoteesi on, että omistusrakenne vaikuttaa investointeihin, vaikuttaen myös yrityksen arvoon. Tutkimuksessaan hän käyttää poikkileikkausaineistona Fortune 500 -teollisuusyrityksiä vuodelta 1991 ja löytää merkittävän yhteyden sisäpiirin omistuksen ja yritysarvon väliltä, joka on linjassa Morckin, Shleiferin ja Vishnyn (1988) tutkimuksen kanssa. Chon (1998) tutkimus osoittaa samankaltaisen, epämonotoonisen yhteyden sisäpiirin omistuksen ja investointien välillä, jossa investointeihin on sisällytetty sekä pääomamenot että tutkimus- ja tuotekehitys (T&K) kustannukset. Sisäpiiriomistuksen ja investointien välinen suhde on positiivinen omistusosuuden ollessa alle seitsemän prosenttia, negatiivinen omistusosuuden ollessa seitsemän prosentin ja 38 %:n välillä, ja jälleen positiivinen osuuden ollessa yli 38 %. Omistusosuuden ollessa 0 %:n ja 38 %:n välillä, sisäpiiriomistuksen ja investointien suhde on merkittävä, kun taas omistusosuuden ylittäessä 38 %:n suhde on vähäpätöinen. Tämän analyysin perusteella voidaan olettaa, että omistusrakenne vaikuttaa investointeihin ja yrityksen arvoon. Lisäksi tutkimuksessa todetaan, että investoinnit vaikuttavat yritysarvoon ja edelleen omistusrakenteeseen, mutta ei toisinpäin (Cho, 1998).

Tulokset viittaavat siihen, että implisiittinen oletus omistusrakenteen eksogeenisuudesta saattaa vääristää tutkimustuloksia. Niinpä löydökset tuovat esiin kysymyksen siitä, onko aikaisemmassa tutkimuksessa (ks. esim. Morek ym., 1988) käytetty omistusrakenteen muuttuja relevanttia mitata eksogeenisena muuttujana. Chon (1998) tutkimuksen

päälöydös on se, että investoinnit vaikuttavat yrityksen arvoon ja edelleen omistusrakenteeseen, mutta ei päinvastoin. Tämä päinvastainen ilmiö viittaa siihen, ettei omistusrakenne välttämättä ole tehokas kannustinmekanismi, joka voisi saada johdon tekemään yrityksen arvonluonnin kannalta maksimaalisia investointipäätöksiä. Tutkimus kyseenalaistaa toistuvat oletukset siitä, että johdon kompensatiokäytännöt (esim. osakeohjelmat) olisivat merkittäviä kannustimia tekemään toimia, jotka voisivat maksimoida yrityksen arvoa (Cho, 1998).

3.2 Johdon omistuksen vaikutus yritysarvoon suurissa yhdysvaltalaisissa yrityksissä

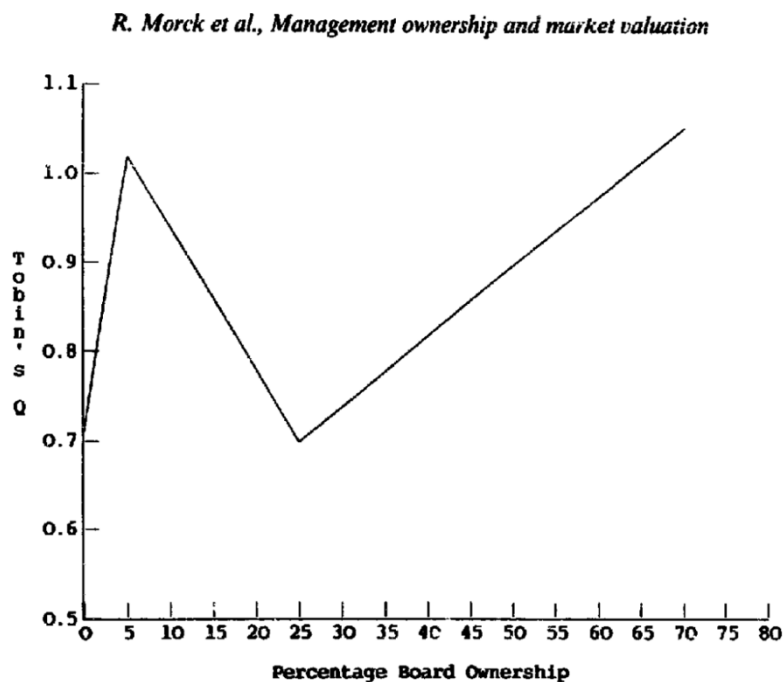
Tutkimuksia (Jensen ja Meckling, 1976; Demsetz, 1983; Fama ja Jensen, 1983; Morck, Shleifer ja Vishny, 1988) on esitetty johdon omistuksen ja yritysarvon välisestä yhteydestä, jotka painottuvat pääasiassa suurin yhdysvaltalaisiin yrityksiin. Tutkimuksista on saatu samansuuntaisia tuloksia, käyttäen kuitenkin hieman erilaisia muuttujia. Tämän hetken tiedon valossa aikaisimpia tutkimuksia johdon omistuksen vaikutuksesta yrityksen markkina-arvoon on kuvailtu lineaarisena yhteytenä (Demsetz ym., 1985), kun myöhemmissä tutkimuksissa yhteyden on havaittu olevan epälineaarinen (Morck ym., 1988; McConnell ja Servaes, 1990; Cho, 1998).

Ilmiöön liittyy vahvasti jo aikaisemmin tässä tutkimuksessa esitelty päämies-agentti -ongelma, jossa yrityksen omistuksen ja kontrollin erkaantuminen synnyttää yritykselle agenttikustannuksia (Jensen ym., 1976). Heidän mukaan agenttisuhteen erimielisyydet päämiehen ja agentin välillä liittyvät useimmiten päämiehen vaurastumisen maksimointiin.

Jensenin ym. (1976) mukaan poikkeamien kustannukset yritysarvon maksimoinnissa pienenevät johdon omistuksen lisääntyessä. Johdon omistuksen panostusten kasvaessa, maksavat he suuremman osan näistä kustannuksista ja ovat todennäköisemmin vähemmän halukkaita tuhlaamaan yrityksen vaurautta. Tätä teoriaa Jensen ja Meckling (1976) kutsuvat yhtenevien intressien hypoteesiksi (*convergence-of-interest hypothesis*), jossa markkina-arvo kasvaa johdon omistuksen kasvaessa. Tämän teorian taustalla on ajatus siitä, että omistuksen keskittymisessä johdon ja muiden omistajien välillä

vallitsevat yhtenäiset intressit kasvattavat yrityksen arvoa. Morck ym. (1988) toteavat tutkimuksessaan, että teoreettiset argumentit eivät yksiselitteisesti riitä ennustamaan johdon omistuksen ja yrityksen varojen markkina-arvon suhdetta. He esittävätkin toisen teorian vastaamaan Jensenin ja Mecklingin (1976) aikaisempaa teoriaa. Linnoittautumishypoteesi (*entrenchment hypothesis*) ehdottaa, että markkina-arvoon saattaa haitallisesti vaikuttaa suuret omistusosuudet yrityksessä. Hypoteesi tarkoittaa käytännössä sitä, että yrityksen johdolla tai yleisesti suurilla omistajilla on kontrollointi- ja äänivaltaa yrityksessä. Tämä johtaa siihen, että he ajavat omia etuja muiden omistajien kustannuksella (Morck ym., 1988).

Morck, Shleifer ja Vishny (1988) tutkivat empiirisesti 371 yhdysvaltalaisesta Fortune 500 -yritystä poikkileikkausaineistona vuodelta 1980 ja löytävät selvästi epälineaarisen yhteyden yrityksen johdon omistuksen ja yritysarvon väliltä. He käyttävät tutkimuksessaan yrityksen arvon muuttujana Tobinin q:ta, joka määritellään yrityksen markkina-arvon ja jälleenhankintakustannuksen suhteena. Tuloksien mukaan Tobinin q kasvaa johdon omistuksen ollessa nollan ja viiden prosentin välillä, laskee välillä 5 – 25 % ja taas kasvaa, tosin verrattain hitaammin, kun omistusosuus ylittää 25 %:n rajan (Kuva 1).



Kuva 1: Johdon omistusosuuden ja Tobinin q:n välinen suhde (Morck ym., 1988)

Morckin ym. (1988) kuvaaja havainnollistaa Tobinin q :n ja hallituksen omistusosuuksien välistä epälineaarista yhteyttä. Johdon omistusosuuden ollessa nollassa ja viiden prosentin välillä yrityksen arvo kasvaa jyrkällä kulmakertoimella. Kuten kuvaajasta voidaan havaita, omistusosuuden ylittäessä 25 %:n rajan, nousee Tobinin q selvästi loivemmin verrattuna pienempiin omistusosuuksiin. Lisäksi viiden ja 65 %:n johdon omistusosuuksissa Tobinin q saa saman arvon.

Yksi selitys näille tuloksille on, että edellytykset linnoittamishypoteesille (esim. äänivalta, hallituksen kontrolli ja perustajajäsenen status) ovat erittäin korkeasti korreloituneet johdon omistuksen ylittäessä viiden prosentin rajan. Nämä edellytykset eivät kuitenkaan eroa merkittävästi yrityksistä, joissa hallituksen omistusosuus osakekannasta on suurempi kuin 25 % verrattuna niihin, joiden omistusosuus on 20 %:n ja 25 %:n välillä. Tämä on kontrastina Jensenin ja Mecklingin (1976) yhtenevien intressien hypoteesin kanssa, jossa tarkastellaan koko yrityksen omistuskantaa. Toisaalta Tobinin q :n nousu todella korkeisiin omistusosuuksiin saattaa viitata puhtaasti yhtenevien intressien hypoteesiin (Morck ym., 1988).

McConnell ja Servaes (1990) ja Stultz (1988) löysivät keskenään samankaltaisia tuloksia; selvästi käänteisen u :n muotoisen yhteyden Tobinin q :n ja sisäpiirin osakkeiden omistamisen väliltä. Alemmilla sisäpiirin omistamisen tasoilla korrelaatio on voimakkaasti positiivinen, kun vastaavasti korkeamman sisäpiirin omistamisen tasoilla yhteys on negatiivinen. Nämä tutkimukset saivat eri tuloksia vain tilanteissa, joissa omistusosuus oli 5 – 25 %:n välillä sekä 25 % ja siitä ylöspäin mentäessä verrattuna aikaisempaan Morckin ym. (1988) tutkimukseen. Yksi suurimmista selittäväistä tekijöistä eri tutkimustuloksiin Morckin ym. (1988) ja McConnellin ym. (1990) tutkimusten välillä on analysoitavien yritysten kokoluokka. Tämän lisäksi McConnellin ym. (1990) tutkimustulokset ovat linjassa suhteessa Pondin (1988) esittelemän tehokkaan monitoroinnin hypoteesin (*efficient-monitoring hypothesis*) kanssa, jossa institutionaalisilla sijoittajilla on paremmat tietotaidot ja täten he voivat monitoroida yrityksen johtoa paremmin ja pienemmillä kustannuksilla verrattuna minimalistisiin osakkeenomistajiin. Tämän seurauksena hypoteesi ennustaa positiivista korrelaatiota institutionaalisen omistajakunnan ja yrityksen arvon välillä. Tässä tutkimuksessa ei

kuitenkaan ole tarkoitus syventyä institutionaalisten sijoittajien rooliin ja siihen, kuinka ulkopuoliset omistajat vaikuttavat yrityksen menestymiseen.

Cui ja Mack (2002) selvittävät tutkimuksessaan johdon omistuksen vaikutusta yrityksen suoriutumiseen erityisesti korkean tutkimus- ja tuotekehityksen omaavissa yrityksissä ja löytävät yllättäviä tuloksia. He valitsevat tutkimuksen kohteeksi korkean T&K-kustannusten yritykset perinteisimpien isojen yritysten sijaan, sillä ne sisältävät mielenkiintoisia piirteitä, kuten korkeat kasvun mahdollisuudet, informaation asymmetrian, erilaiset hallitusmuodot ja omistusrakenteet. He käyttävät tutkimuksessaan aineistona korkean teknologian yhtiöitä, jotka osoittavat lähes käänteisen funktion verrattuna Morck ym. (1988) raportoituihin tuloksiin.

Cui ym. (2002) uskovat, että korkean T&K-kustannusasteen yritysten ja aikaisemmissa tutkimuksissa (ks. esim. Morck ym., 1988; McConnell ja Servaes, 1990; Short ja Keasey, 1999) käytettyjen yritysten erilaiset tutkimustulokset ovat selitettävissä johdon omistuksen tehokkuudella ja toimialakohtaisilla eroilla. Johdon omistuksen tehokkuudella tarkoitetaan tässä tapauksessa sitä, kuinka paljon johdon ja muiden osakkeenomistajien tavoitteet ovat yhdentyneet. Cui ym. (2002) raportoivat, että Tobinin q :lla ja johdon omistuksella on w -muotoinen yhteys. Tulos on lähes peilikuva verrattuna Morckin ym. (1988) tutkimustulokseen ja eroaa hieman myös McConnellin ja Servaesin (1990) tutkimustuloksista. Lisäksi Cui ym. (2002) tutkittavan yhteyden käänne pisteet ovat erisuuruisia verrattuna yllä mainittuihin tutkimuksiin. Näissä tutkimuksissa on käytetty yhtiön suoriutumisen mittarina sekä Tobinin q :ta että sijoitetun pääoman tuoton tunnuslukua ja saatu johdonmukaisia tuloksia.

Cuin ja Mackin (2002) tulokset ovat päinvastaisia. Tämä on johdonmukaista, sillä korkean teknologian yhtiöille on artikuloinnin puutetta kirjanpidollisen suoriutumisen mittareiden ja markkinasuoriutumisen mittareiden välillä. Cui ym., (2002) huomaavat tutkimuksessaan, että toimialalla on nähty olevan vaikutusta johdon omistuksen ja yrityksen suoriutumisen väliseen suhteeseen. Aikaisempien ja Cuin ym. (2002) tutkimustulosten väliset erot ovat mahdollisesti selitettävissä juuri toimialojen erilaisuuden vuoksi.

3.2.1 Instrumentaalisten muuttujien käytön vaikutus johdon omistuksen ja yritysarvon väliseen yhteyteen

Himmelberg, Hubbard ja Palia (HHP, 1999) tutkivat myös johdon omistuksen vaikutusta yrityksen suoriutumiseen. He käyttävät tutkimuksessaan paneeliaineistoa ja aikaisemmissa tutkimuksissa (Morck ym., 1988; McConnell ym., 1990) käytettyjä muuttujia. HHP (1999) laajentavat Demsetzin ym. (1985) aikaisemmin tekemää tutkimusta. He lisäävät uusia muuttujia empiiriseen tutkimukseen selittääkseen muutoksia omistusrakenteessa. Tutkimuksessaan HHP (1999) käyttävät kiinteiden vaikutusten paneeliaineistomallia ja instrumentaalisia muuttujia (esim. yrityksen koko, osakkeen volatilitaetti ja tutkimus- ja tuotekehitysmenot) kontrolloidakseen mahdollisia riippumattomia heterogeenisyyksiä muuttujien välillä. HHP:n (1999) käyttämä paneeliaineisto koostuu useista eri tyyppisistä yrityksistä eri ajan hetkellä. Instrumentaalisia muuttujia käytetään yleensä silloin, kun selittävät muuttujat, tässä tapauksessa johdon omistusosuus, korreloivat tai osoittavat jonkinlaista riippuvuutta regressiosuhteen virhetermien kanssa. Instrumentaaliset muuttujat ovat eksogeenisiä, mikä tarkoittaa sitä, että ne ovat selitettävän muuttujan (Tobinin q) ulkopuolella, mutta korreloivat endogeenisten muuttujien kanssa.

Näitä instrumentaalisia muuttujia johdon omistukselle on kuitenkin melko vaikea löytää. Yleinen ongelma on se, että lähes mille tahansa muuttujalle, joka määrittäisi optimaalisen sisäisen omistuksen tason on vaikeaa todistaa, ettei tämä sama muuttuja voisi vaikuttaa myös Tobinin q arvoon. Esimerkiksi pääoma-myynti - suhdeluku, markkinointi, T&K-menot ja kiinteät investoinnit ovat epärelevantteja muuttujia siinä mielessä, että nämä muuttujat ovat yhteydessä investointeihin ja Tobinin q :hun. Koska taseessa nämä arvostetaan aineettomina pääomina, vaikuttavat nämä myös Tobinin q arvoon (HHP, 1999).

Toinen mielenkiintoinen havainto liittyy yrityksen koon ja osakkeen volatilitaetin käyttämisestä instrumentaalisina muuttujina. Otetaan kuvitteellinen tilanne, jossa korkea Tobinin q :n arvo heijastuu korkeista tulevaisuuden kasvuodotuksista. Tämän kaltaiset yritykset saattavat yleisesti olla pienempiä ja yhtiön osake saattaa olla volatiilisempi, johtuen suuremmasta epävarmuudesta liittyen sen tulevaisuuden kasvuodotuksiin. Nämä

argumentit näyttävät kuitenkin olevan heikompia verrattuna yllä esiteltyihin instrumentaaliin muuttujiin. Yleisesti tutkimukset kiinteistä investoinneista väittävät, että poikkeamat Tobinin q :n tasapainosta selittyvät osakepääoman muutoksilla, ja että nämä muutoskustannukset ovat suhteessa investointiasteeseen. Siksi päätelmät markkinointi ja T&K-intensiteetin sekä investointiasteen välillä pitäisivät tukea tulevaisuuden kasvumahdollisuuksia. Tämä argumentti eliminoi edellisen tapahtuman, jossa Tobinin q :n yhtälöön sisällytettiin yrityksen koon ja osakkeen volatiliteetin muuttujat. Tästä syystä nämä muuttujat voidaan jättää pois yhtälöstä ja vaihtoehtoisesti käyttää johdon omistuksen instrumentteina (HHP, 1999).

Tuloksena HHP (1999) arvioivat, että sisäinen omistus vaikuttaa negatiivisesta pääomamyynistä ja T&K-myynti suhdelukuihin, mutta positiivisesti markkinointi-myynti ja liikevoitto-myynti tunnuslukuihin. Näiden kontrolloitujen muuttujien ja yrityksen kiinteiden vaikutusten vallitessa, muutokset yrityksen omistajakunnassa eivät aiheuta suurta negatiivista vaikutusta sen menestymiseen. Paneeliaineistotutkimuksessaan he löytävät suuria hajontoja johdon omistuksessa, jotka ovat selitettävissä niin sanotun yrityksen mittaamattomissa olevan heterogeenisyyden vuoksi. Tällä mittaamattomalla heterogeenisyydellä vallitsevassa ympäristössä on vaikuttavia implikaatiota ekonometrisille malleille, jotka ovat suunniteltu mittaamaan yrityksen johdon omistuksen vaikutusta sen suorituskykyyn. Lisäksi heidän käyttämät instrumentaalisten muuttujien tulokset ottavat lupaavan askeleen eteenpäin kohti luotettavampaa mallia johdon omistuksen ja yritysarvon välillä (HHP, 1999).

Zhou (2001) haastaa omassa tutkimuksessaan HHP:n (1999) väitteen siitä, että kiinteiden vaikutusten mittaristoja tulisi käyttää johdon omistuksen ja yritysarvon välisen suhteen tutkimiseen. HHP:n tutkimuksen tärkein metodologinen oletus on, että johdon vaivannäkö on satunnainen muuttuja, joka on riippuvainen vuosittaisista muutoksissa johdon omistusosuuksissa. Vastaavasti Zhoun (2001) mallissa yrityksen johto maksimoi odotetun hyödyn, joka on epäsatunnainen ja mitattavissa yrityskohtaisten ominaisuuksien mukaan erilaisilla parametreilla. Zhoun (2001) mukaan johdon omistusosuus, jonka rakenne vaihtelee yrityskohtaisesti, muuttuu yleensä hitaasti vuodesta toiseen. Tämä oletus on perusteltavissa dynaamisessa asettelussa, jossa yrityksen erityispiirteet eivät muutu tai muuttuvat hitaasti yli ajan, ja jossa johdon antama panos on vakaa. Siten merkittävää yhteyttä ei johdon vuosittaisilla omistuksen muutoksilla ja yritysarvon

muutoksien välillä pitäisi olla. Rationaalisten johtajien maksimoidessa pitkän aikavälin hyötyjä, pienet vuoden mittaiset muutokset johdon omistuksessa eivät todennäköisesti reflektoi merkittävästi johdon kannustimiin ja vuosittaisiin muutoksiin yrityksen suoriutumisessa. Luottamalla johdon omistusosuuksien muutoksien teoriaan, kiinteiden vaikutusten estimaattorit eivät välttämättä huomaa vaikutuksia, jotka kohdistuvat omistusrakenteen ja suoriutumisen väliseen yhteyteen (Zhou, 2001).

Zhoun (2001) tutkimus korostaa poikkileikkausta erinäisillä muuttujilla johdon omistuosuudessa. Poikkileikkausdatan muuttujina hän käyttää muun muassa toimitusjohtajan osakeomistusta ja johdon osakeoptioiden vaikutuksia johdon omistusosuuksille. Hän ottaa tutkimuksessaan huomioon luonnollisesti yrityskohtaiset erot ja väittää, että johdon omistusosuus muuttuu yrityksessä yleensä hitaasti vuodesta toiseen. Koska HHP:n testit perustuvat yrityksen kiinteisiin ominaisuuksiin, poistaen kaikki poikkileikkaustestin muutokset, HHP:n tutkimustulokset eivät sisällä vahvaa evidenssiä siitä, että johdon omistamisen kannustimet olisivat tärkeitä yrityksen menestymiselle. Saman johtoryhmän ollessa yrityksessä tyypillisesti useita vuosia, heidän kannustimet ovat riippuvaisia heidän omasta odotetun pitkän aikavälin kiinnostuksesta (*expected long-term interest*) yritykseen ja sen odotetun pitkän aikavälin suoriutumisesta (*expected long-term performance*). Tästä päätellen, johdon omistuksen ja yhtiön suoriutumisen välinen suhde on epälineaarinen ilmiö (Zhou, 2001).

Zhoun (2001) tutkimus voidaan tiivistää kolmeen eri päähavaintoon. Ensimmäinen havainto liittyy toimitusjohtajien keskuudessa oleviin osakeoptioihin ja niiden rooliin omistusrakenteessa ja osakekannustimissa. Tutkimuksessa käytetyistä Standard & Poor's:in 619 yrityksestä kolmannes yrityksiä toimitusjohtajista lunastivat osakeoptioiden kannustimet, joka vaikutti positiivisesti yrityksen menestymiseen. Huolimatta siitä, että toimitusjohtajan omistusosuudella ja optioilla on vahva poikkileikkauksellinen yhteys, se ei ole monotonisesti riippuvainen omistusosuuden koosta. Lisäksi toimitusjohtajien omistusosuuksien vuosittaiset muutokset ovat pitkälti epäsuhteessa, vastaavalla tavalla, osakeoptioiden kanssa. Siksi muutokset omistusosuuksissa tai osakeoptiossa eivät yksinään reflektoi muutoksia yrityksen oman pääoman kannustimissa. Hän huomauttaa tutkimuksessaan myös sen, että kokonaisosakeomistukseen tulisi sisällyttää molemmat omistuksen instrumentit, jotta

johdon omistuksen vaikutusta yrityksen suoriutumiseen voitaisiin mitata luotettavalla tavalla (Zhou, 2001).

3.2.2 Johdon omistuksen vaikutus yritysarvoon suurissa yrityksissä: osakkeen likviditeetin näkökulma

Osakkeen likviditeetillä on suuri vaikutus siihen, kuinka paljon osakkeiden osto- tai myyntitoimeksiannoista joutuu maksamaan kaupankäyntikuluja välittäjäpankille. Kaupankäyntikuluista johtuva ongelma nousee esiin erityisesti tilanteissa, joissa tietyllä omistajakunnalla on merkittävä omistusosuus yhtiön kaikista liikkeelle lasketuista osakkeista. Tällainen tilanne saattaa vallita esimerkiksi silloin, kun johdolla on merkittävä omistusosuus yrityksessä, joka suunnittelee listautumista pörssiin.

Fabisik, Fahlenbrach, Stulz ja Taillard (2021) täydentävät aiempia tutkimuksia johdon omistuksen ja Tobinin q :n välisestä suhteesta. He käyttävät tämän päivän tiedon valossa suurinta tähänastista aineistoa, joka käsittää yhteensä noin 1800 julkisesti noteerattua yhdysvaltalaisesta yritystä per vuosi, ajalta 1988 - 2015. Tutkimuksessa pyritään uudelleentestaamaan muun muassa Morckin ym. (1988) ja McConnellin ym. (1990) tutkimustuloksia käyttämällä selvästi laajempaa paneeliaineistoa.

Listautumisannissa (*initial public offering, IPO*) johtajat omistavat yleensä enemmän osakkeita verrattuna siihen mitä he haluaisivat omistaa osakkeita yli ajan. Lopputuloksena he haluavat vähentää omistusosuutta yrityksessä hajautuksellisista syistä, mutta kohtaavat kustannuksia (*frictions*) sitä tehdessä (Helwege, Pirinsky ja Stulz, 2007). Fabisik ym. (2021) keskittyvät tutkimuksessaan kustannukseen, joka on osakkeen epälikvidisyys (*stock illiquidity*). Osakkeen ollessa epälikvidi, suurten osakeomistuksien myyminen on hidasta ja kallista. Tämä johtaa siihen, ettei johtajat välttämättä pysty myymään osakkeita heille edullisessa tilanteessa. Johtajat kohtaavat myös muita kustannuksia. Heidän myydessä omia osuuksia muille sijoittajille, saattavat muut sijoittavat tulkita johdon myyntikäyttäytymisen vaikuttavan negatiivisesti yrityksen arvoon. Fabisik ym. (2021) uskovat tämän huolen olevan yhteydessä osakkeen epälikviditeetin kanssa, sillä korkean likviditeetin yrityksillä on taipumusta olla yrityksiä,

joissa informaation asymmetria ja agenttiongelmät ovat vähemmän merkityksellisiä (Fabisik ym., 2021).

Edellä mainitut kustannukset saattavat hidastuttaa johtoa madaltamaan omia osakeomistuksia yrityksessä IPO:n jälkeen. Tämä implikoi sitä, että johdon omistusosuus on riippuvainen yrityksen historiasta. Jos yhtiön osake on likvidi listautumisannin jälkeen, johtajat ovat mitä todennäköisemmin valmiimpia madaltamaan omia osakeomistuksia sekä aktiivisen myymisen että osakkeen dilutoitumisen kautta. Tämä johtaa lopulta alempaan johdon osakeomistuksen tasoon. Menestyneiden yritysten osakkeet ovat yleensä likvidejä, joka johtaa korkeampaa Tobinin q :hun ja alempaan johdon omistusosuuteen. Vastaavasti korkean johdon omistusosuuden yrityksissä osakkeen likviditeetti on heikompi. Tämänkaltaiset yritykset eivät ole olleet jatkuvasti menestyneitä pitkällä aikavälillä, joka heijastuu korkeaan johdon omistukseen ja matalaan Tobinin q :n arvoon. Tämä teoria antaa pohjan sille, että Tobinin q :n ja johdon omistusosuuden välinen yhteys on lopputulema yhtiön jo tapahtuneista asioista, historiasta (Fabisik ym., 2021).

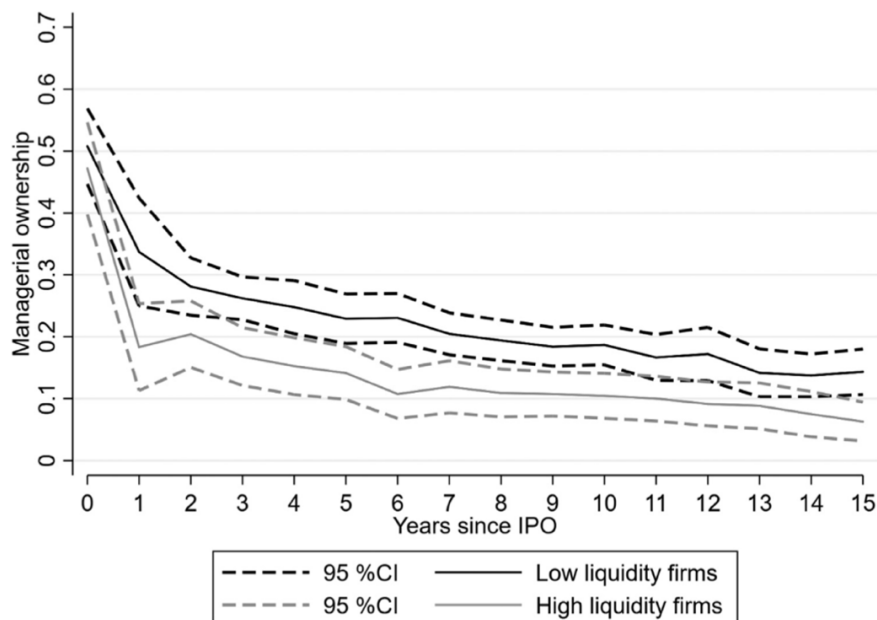
Toisaalta likviditeetti on korkeampi yrityksissä, jotka ovat suoriutuneet hyvin yhtäjaksoisesti pitkällä aikavälillä. Näistä yrityksistä erityisesti analyytikot ja institutionaaliset sijoittajat ovat kiinnostuneet. Vastaavasti yritykset, jotka ovat kärsineet pitkään, pysyvät todennäköisesti jatkossakin epälikvideinä. Jatkuvasti vaikeuksissa olevien yritysten Tobinin q on matala ja heidän epälikviditeetti implikoi johdon epäonnistumista tavoitteessa, jossa he pyrkivät vähentämään omistusosuutta yrityksessä houkuttelevilla ehdoilla (Fabisik ym., 2021).

Fabisikin ym. (2021) tutkimustulokset osoittavat vahvan yhteyden johdon omistusosuuden laskun ja Tobinin q :n välillä IPO:n jälkeisenä aikana (Kuva 2). Yhteys on selitettävissä sillä, että yrityksen listautuminen yleensä parantaa osakkeen likviditeettiä ja helpottaa osakkeiden myymistä. Tällaisessa tilanteessa johdon osakkeiden myyntiin kohdistuu vähemmän kustannuksia, joka johtaa lopulta yrityksen alempaan johdon omistamisen tasoon. Tämän lisäksi he löytävät vahvan näytön siitä, että jo historiassa olleella likvidillä osakkeella on yhteys johdon omistusosuuden ja Tobinin q :n väliseen suhteeseen. Tämä on linjassa Morckin ym. (1988) ja McConnell ym. (1990) tutkimustulosten kanssa. Samanaikaisesti yritys, joka on jo aikaisemmin ollut epälikvidi,

osoittaa vahvan negatiivisen yhteyden yritysarvon ja johdon omistusosuuden välillä (Fabisik ym., 2021).

K. Fabisik, R. Fahlenbrach, R.M. Stulz et al.

Journal of Financial Economics



Kuva 2: Johdon omistusosuuden evoluutio IPO:n jälkeisenä aikana matalan ja korkean likviditeetin yrityksissä (Fabisik ym., 2021).

Tutkimustulos tukee oletusta, jossa sisäpiiri omistaa IPO:n aikana enemmän osakkeita verrattuna siihen, mitä he haluaisivat omistaa pitkällä aikavälillä. IPO:n aikana omistetut osakeomistukset eivät ole perusteltavissa sillä, että johto pyrki omilla omistuksillaan tulevaisuudessa varautumaan muuttuviin yksityisiin hyötyihin. Lisäksi negatiivinen yhteys Tobinin q :n ja johdon omistusosuuden välillä pysyy myös yllä tilanteessa, josta suljetaan pois perustajajäsenet (johtajat). Tämä havainto on merkittävä, sillä heillä on todennäköisesti yksi parhaimmista mahdollisuuksista ajaa omia yksityisiä etujaan muiden kustannuksella (Fabisik ym., 2021).

Loppujen lopuksi Fabisikin ym. tutkimustulokset osoittavat, että aikaisemmissa tutkimuksissa esitetty konkaavi yhteys Tobinin q :n ja johdon omistusosuuden välillä ei päde laajemmassa aineistossa, jossa on mukana myös paljon pieniä yrityksiä. Heidän laajassa paneeliaineistossaan Tobinin q :n ja johdon omistuksen välinen yhteys on negatiivinen. Suurten yritysten osalta tulokset ovat linjassa Morckin ym. (1988) ja

McConnell ym. (1990) kanssa, vaikka aineistot eivät ole kerätty samalta ajalta. Fabisikin ym. (2021) tärkein havainto liittyy siihen, että osakkeen epälikvidisyyden aiheuttamilla kustannuksilla on vaikutusta Tobinin q:n ja johdon omistusosuuden väliseen yhteyteen.

3.3 Johdon omistuksen vaikutus yritysarvoon englantilaisissa yrityksissä

Yrityksen omistajien ja päättäjien erkaantuminen aiheuttaa väistämättä hallinnointiongelmia, joten on elintärkeää, että yrityksen johto ja osakkeenomistajat kykenevät asettamaan samoja intressejä yritystä kohtaan. Short ja Keasey (1999) laajentavat aiempia yhdysvaltaisia tutkimuksia käyttämällä omassa tutkimuksessaan aineistona englantilaisia yrityksiä. Jo aikaisemmin esitetty, pääasiassa Yhdysvaltoihin painottunut kirjallisuus osoittaa, että johto on yhdentyneempi muiden osakkeenomistajien kanssa alemmissa ja korkeammassa johdon omistusosuuksissa, mutta erkaantunut omistusosuuden ollessa keskitasolla verrattuna englantilaisiin yrityksiin. Short ym. (1999) toteavat tutkimuksessaan, että maiden hallinnointisysteemeistä on löydettävissä merkittäviä eroavaisuuksia. Tutkimuksen vertailevan analyysin tärkeimmät havainnot maiden hallinnointijärjestelmistä viittaavat siihen, että johdon ajamiin intressien tulisi olla erkaantuneempia muiden osakkeenomistajien kanssa silloin, kun johdon omistusosuus on korkeampi verrattuna yhdysvaltalaisiin yrityksiin. Osasyinä tähän ehdotukseen voidaan pitää sitä, että englantilaisten yritysten johdolla ei ole samanlaista vapautta pitää omasta omistusosuudestaan kiinni ja välttää mahdollisia yritysvaltauksia. Lisäksi, verrattuna Yhdysvaltoihin, institutionaaliset sijoittajat Englannissa pystyvät paremmin koordinoimaan monitorointikustannuksia (Short ym., 1999).

Short ja Keasey (1999) käyttävät johdon omistuksen muuttujana lähes samaa määritelmää kuin Morckin ym. (1988) tutkimuksessa. Rajaus kuitenkin eroaa hieman McConnellin ym. (1990) vastaavasta määritelmästä. Yrityksen suoriutumisen mittareina Short ym. (1999) käyttävät kontrollimuuttujia. Kontrollimuuttujien tarkoituksena on kontrolloida poikkeamia tutkimustuloksissa, jotka liittyvät yrityksen suoriutumiseen. Näitä kontrollimuuttujia ovat muun muassa: yrityksen koko, kasvu, velka sekä tutkimus- ja tuotekehitysmenot. Hyvin mielenkiintoinen muuttuja on yrityksen koko, joka saattaa

vaikuttaa yrityksen suoriutumiseen ainakin kahdella eri tavalla. Näistä ensimmäinen on potentiaalisen rahoituksen efekti, jossa suuremmat yritykset pystyvät generoimaan rahoitusta sisäisesti ja pääsevät helpommin käsiksi ulkopuoliseen rahoitukseen. Vähentyneet rahoitukseen kohdistuvat rasitteet yritykselle mahdollistavat tekemään enemmän tuottavampia projekteja. Toiseksi, mittakaavaedut seuraavat yrityksen kokoa, tuottaen yritykselle suotuisia vallihautoja muita kilpailijoilta vastaan, joka edelleen vauhdittaa yrityksen suotuisaa kehitystä (Short ym., 1999).

Yrityksen kasvun muuttujana Short ym. (1999) käyttävät aikaisempien tutkimusten (ks. Morck ym., 1988; McConnell ja Servaes, 1995) määritelmää, jossa kasvua mitataan liikevaihdon vuosittaisella muutoksella. Muuttujaa käytetään, jotta yrityksen kasvun vaikutusta suoriutumiseen ja mahdollisiin yhteneväisyyksiin yrityksen rahoitusrakenteessa ja kasvussa voitaisiin kontrolloida. Velan muuttujana Short ym. (1999) käyttävät tutkimuksessaan yrityksen velkojen ja taseen loppusumman suhdetta. Velalla on nähty olevan ratkaiseva merkitys yrityksen johdon ja osakkeenomistajien kanssa, jossa velka vähentää johdon harkintaa käyttäen ylenmääräisiä etuoikeuksia. Tämän pitäisi edelleen johtaa yrityksen oman pääoman kasvuun (Jensen ja Meckling, 1976; Grossman ja Hart, 1982). Viimeisenä kontrollimuuttujana he käyttävät linjassa Morck ym. (1988) ja McConnell ym. (1990) kanssa tutkimus- ja tuotekehityskustannuksia.

Shortin ja Keaseyn (1999) tutkimustulokset osoittavat, että yrityksen suoriutumisen (mitattuna osakkeenomistajien oman pääoman tuottoasteella, RSE) suhde johdon omistuksen kanssa on positiivinen johdon omistusosuuden ollessa 0 %:n ja 15,58 %:n välillä, negatiivinen 15,58 %:n ja 41,84 %:n välillä ja jälleen positiivinen omistusosuuden ylittäessä 41,84 %:n rajan. Tutkimuksessa käytetään tuloksien luotettavuuden vuoksi myös toista yrityksen suoriutumiseen ja sen arvostukseen liittyvää muuttujaa, jossa yrityksen markkina-arvo suhteutetaan omaan pääomaan. Käytettäessä edellä mainittua muuttujaa, vastaavat käänne pisteet ovat 12,99 % ja 41,99 %. Tästä syystä jo aiemmin Morekin ym. (1988) löytämä negatiivinen suhde yrityksen suoriutumisen ja johdon omistuksen ollessa viiden prosentin ja 25 %:n välillä tukee hypoteesia, jossa Englannissa johtajat tulevat enemmän linnoittuneeksi (*entrenched*) korkeammassa omistusosuuksissa (12 %) kuin vastaavasti USA:ssa. Tämän lisäksi Shortin ym. (1999) tutkimuksen mukaan yrityksen johto pysyy linnoittuneena aina omistusosuuden yltäessä 41 prosentin tasolle. Tulokset osoittavat, että linnoittautumisvaikutus dominoi yrityksen

suoriutumisen ja sisäpiirin omistusosuuksien suhdetta yleisesti korkeammassa johdon omistusosuuksissa verrattuna USA:n vastaaviin tapauksiin (Short ym. 1999).

Shortin ym. (1999) tutkimus osoittaa, että yrityksen performanssilla ja johdon omistuksella on epälineaarinen yhteys niin kirjapidollisessa kontekstissa kuin markkinamittareina mitattuna. Kontrastina Morckin ym. (1988) tutkimukseen, Shortin ja Keaseyn (1999) tutkimustulokset osoittavat johdonmukaisesti positiivista yhteyttä muuttujien välillä erityisesti tilanteissa, joissa johdon omistusosuus on verrattain korkea. Tämä on linjassa hypoteesin kanssa, jossa yhtenevien intressien hypoteesi dominoi linnoittautumishypoteesia korkeissa johdon omistusosuuksien tasoissa (Jensen ja Meckling, 1976; Morck ym., 1988).

Short ym. (1999) toteavat, että tutkimukseen liittyy myös epäkohtia liittyen positiiviseen yhteneväisyyteen suoriutumisen ja johdon välillä. Tämä positiivinen yhteys voi yksinkertaisesti reflektoida tapaukseen, jossa menestyneemmät yritykset palkitsevat yrityksen johtoa osakepalkkiolla; tässä kausaalisuus tapahtuu pikemmin suoriutumisesta omistusrakenteeseen kuin päinvastoin. Toinen huomattava epäkohta liittyy siihen tosiasiaan, että tähän päivään asti tehdyt analyysit olettavat, että johdon omistusosuus on homogeeninen muuttuja liittyen sen kykyyn vaikuttaa yrityksen suoriutumiseen. Historia ja yritysten hallitusten dynamiikka lienee todistaneen sen, että tällainen oletus on pelkistys käytännöstä. Loppujen lopuksi käytettäessä in q:ta päämuuttujana yrityksen suoriutumisessa, yhdysvaltalaiset tutkimukset osoittavat, että yrityksen suoriutumisen ja johdon omistuksen välinen yhteys on yleisesti epälineaarinen, liikkuen aluksi yhteneväisyydestä (*alignment*) kohti erkaantumista (*entrenchment*) ja mahdollisesti vielä takaisin yhteneväiseksi johdon omistusosuuden kasvaessa. Täsmällinen, yhteyden funktionaalinen muoto on kuitenkin vielä avoinna keskustelulle (Short ja Keasey, 1999).

3.4 Johdon omistuksen vaikutus yritysarvoon pienissä ja keskisuurissa yrityksissä

Pienillä ja keskisuurilla yrityksillä (myöh. pk-yritykset) on hyvin suuri rooli kansainvälisillä markkinoilla. OECD:n (2019) mukaan pk-yritykset ovat tärkeitä ajureita tulevaisuuden taloudelliselle kasvulle ja hyvinvoinnille. Pk-yritykset käsittävät lähes 99

% kaikista OECD-alueen yrityksistä, generoivat noin 60 prosenttia kaikesta työllisyydestä, tuottavat noin 50 – 60 prosenttia kaikesta lisäarvosta ja ovat avainasemassa tuomassa pitkän aikavälin talouskasvua OECD:n alueella. Ne ovat myös korvaamattomia taatakseen sen, että taloudet ja yhteiskunnat sopeutuvat tuleville tulevaisuuden suurille muutostrendeille; kuten digitalisaatiolle, globalisaatiolle, ikääntymiselle ja ilmastonmuutokselle (OECD, 2019).

Morck ym. (1988) verrattain jo melko varhaisessa vaiheessa huomasivat ilmiön, jossa uusissa, nopean kasvun yrityksissä johdon omistusosuudet signaloivat tärkeyden ja kompensaation roolia verrattuna heidän tutkimuksessaan käytettyihin isoihin yhdysvaltalaisiin yrityksiin. HHP:n (1999) mukaan yrityksen koolla on nähty olevan hieman epäselvä vaikutus moraalikadon (*moral hazard*) ongelmaan. Toisaalta monitorointi- ja agenttikustannukset voivat olla suurempia isommissa yrityksissä, joka lisää muiden osakkeenomistajien kesken toivottua johdon omistusta yrityksessä. Lisäksi isommat yritykset palkkaavat todennäköisemmin kokeneempia johtajia, jotka ovat mitä suuremmalla todennäköisyydellä varakkaampia, joka näkyy korkeammassa johdon omistusosuudessa. Toisaalta suuret yritykset saattavat nauttia ylimmän johtoportaan ja luottoluokituslaitosten synnyttämistä monitoroinnin mittakaavaeduista, joiden on katsottu johtavan matalampaan optimaaliseen johdon omistusosuuden tasoon. Kole (1995) ehdottaa, että erilaiset löydökset Morckin ym. (1988) ja McConnellin ja Servaesin (1995) tutkimustuloksien välillä selittyvät juuri analysoitavien yhtiöiden eri kokoluokista. Kole (1995) argumentoi väitettä siitä, että kombinaatio aikaisemmista evidensseistä osoittaa yhteneviä intressejä yrityksen johdon ja muiden osakkeenomistajien kanssa silloin, kun johdon omistusosuus yrityksessä on alhaisella tasolla. Hänen omassa tutkimustuloksessaan käy ilmi, että positiivinen yhteys Tobinin q:n ja johdon omistuksen välillä pysyy yllä keskimääräistä paremmin pienissä yrityksissä, kun johdon omistusosuus on korkealla tasolla.

Pienet ja keskisuuret yritykset ovat usein tunnistettavissa korkean kasvupotentiaalinen yrityksistä johtuen osaltaan niiden korkeasta investointiasteesta, erityisesti yrityksen elinkaaren alkuvaiheessa. Cuin ja Mackin (2002) mukaan korkeat T&K-kustannusten yritykset ovat tunnistettavissa korkeista investointimahdollisuuksista ja kasvusta, korkeasta informaation asymmetriasta, johdon harkintakyvystä ja agenttiongelmista. He perustelevat väitteensä sillä, että suurin osa näiden yritysten investoinneista kohdistuu

pikemminkin aineettomiin hyödykkeisiin kuin perinteisempiin pysyvämpiin pääomaluokkiin. Korkeiden T&K-menojen yritysten johtajat omaavat voimakkaampaa päätäntävaltaa, koska heidän kaltaista asiantuntijuutta tarvitaan kyseisissä yrityksissä. Lisäksi yrityksissä vallitsee usein korkea liiketoimintariski ja epävarmuus, joka heijastuu yritysten suuriin liikevoittomarginaalin heilahteluihin. Tämä tekee tunnuslukuista vähemmän informatiivisia liittyen johdon suoriutumiseen (Cui ja Mack, 2002).

George, Wiklund ja Zahra (2005) selvittävät poikkileikkausaineistotutkimuksessaan, kuinka yrityksen sisäinen ja ulkoinen omistajuus vaikuttavat pienten ja keskisuurten yritysten kansainvälistymiseen tavoitteenaan saavuttaa mittakaava- ja laajennusetuja. He käyttävät tutkimuksessaan empiirisenä aineistona 889 ruotsalaista pk-yritystä ja havaitsivat, että yrityksiin sisäisillä omistajilla on tapana olla riskin kaihtajia. Tämä johtaa alempaan halukkuuteen saavuttaa mittakaava- ja laajennusetuja verrattuna ulkoisiin omistajiin (esim. institutionaaliset- ja pääomasijoittajat) (George ym. 2005). Yrityksen johdon käsitys kansainvälistymisen riskeistä ja potentiaalisista tuotoista ohjaavat heidän strategisia valintoja. Agenttiteorian mukaan kansainvälistymiseen liittyvät riskit voivat vaihdella sen mukaan, minkä suuruisia toimitusjohtajan ja ylimmän johtoportaan osakeomistukset ovat yrityksessä ja kuinka ulkoiset omistajat voivat käsitellä näitä riskejä eri tavalla verrattuna sisäisiin omistajiin (George ym. 2005). Vaihtoehtoinen mekanismi agenttiongelmien ratkomiseksi on hallitusrakenne. Brunningenin, Nordqvistin ja Wiklundin (2007) mukaan yrityksen hallitus on avainroolissa yrityksen johdon ja osakkeenomistajien välillä. Vaikka agenttiteoria ehdottaa, että itsenäisiä hallituksia tulisi suosita, hallitusrakenteen ja yrityksen suoriutumisen suhde ei aina ole yksiselitteinen.

Pk-yritysten onnistuminen kansainvälistymisstrategiassa voi avata uusia kasvumahdollisuuksia ja siten rikastuttaa yrityksen johtoa. Se on usein myös nähty positiivisena tekijänä yrityksen tulevaisuuden suotuisalle kehitykselle (George ym., 2005). Kansainvälistymiseen liittyy kuitenkin huomattavia riskejä. Vaikka toimitusjohtajalla tai yrityksen perustajajäsenellä olisi suuri omistusosuus yrityksessä, eivät he välttämättä käyttäydy tavalla, joista muut osakkeenomistajat hyötyisivät. Esimerkiksi kansainvälistyminen luo mahdollisesti yritykselle arvoa, mutta siihen liittyvä riski aiheuttaa pk-yrityksen toimitusjohtajalle ja perustajajäsenelle potentiaalisten tuottokassavirtojen epävarmuutta ja alentaa heidän varallisuutta. Tämä aiheuttaa sen,

etteivät he toimi parhaalla mahdollisella tavalla ajatellen muita osakkeenomistajia. Riskit reflektoivat maakohtaisia ominaisuuksia, kuten maiden kulttuurillisia eroja ja poliittista epävarmuutta. Agenttiteoria ehdottaa, että toimitusjohtaja ja yrityksen muu ylin johto pyrkii välttämään laajoja kansainvälistymiseen suuntautuvia investointeja tavoitteenaan suojella heidän varallisuutta ja minimoida omia riskejä. Toimitusjohtajat pyrkivät suosimaan rajoitettua kansainvälistymistä, joka ei heikennä pk-yrityksen kotimaan markkina-asemaa. Tästä syystä George ym. (2005) asettavat hypoteesin 1), jossa korkeat toimitusjohtajan omistusosuudet vaikuttavat negatiivisesti pk-yrityksen a) mittakaava- ja b) laajennusetuihin kansainvälistymisessä.

Kuten toimitusjohtaja, myös ylin johtoporras on todennäköisesti riskin kaihtaja ja suosii minimalistisempaa kansainvälistymistä. Ylimmän johtoportaan mieltymykset mittakaavaeduista näyttävät eroavan toimitusjohtajan vastaavista. Laajempi kansainvälistyminen voi parantaa johtoportaan jäsenien liikkuvuutta ja lisätä työpaikan pysymisen mahdollisuutta sekä luoda uusia liiketoimintamahdollisuuksia pk-yrityksessä. Edellä mainitut yrityksen johdon kompensatiot ovat, mitä todennäköisemmin, sidottuna heidän liiketoimintayksiköiden suoriutumiseen ja yrityksen koon kasvuun. Pk-yrityksen laajentuminen monille kansainvälisille markkinoille avaa johtoportaallemme mahdollisuuden lunastaa nämä kompensatiot. Lopputuloksena ylin johtoporras pyrkii rohkaisemaan yritystä laajentamaan omaa markkina-asemaa. Näiden tulkintojen perusteella George ym. (2005) asettavat seuraavat hypoteesit: 2a) Ylimmän johtoportaan korkeammat omistusosuudet vaikuttavat negatiivisesti pk-yrityksen mittakaava- ja laajennusetuihin kansainvälistymisessä ja 2b) ylimmän johtoportaan korkeammat omistusosuudet vaikuttavat positiivisesti pk-yrityksen mittakaava- ja laajennusetuihin kansainvälistymisessä (George ym., 2005).

George ym. (2005) tutkimustulos osoittaa, että pk-yrityksien omistajilla on taipumusta riskin kaihtamiseen. Toimitusjohtajan ja ylimmän johtoportaan omistusosuuksien kasvaessa kansainvälistymisen tuomat mittakaava- että laajentumisedut laskevat. Tulokset ovat johdonmukaisia hypoteesien 1a, 1b ja 2a kanssa. Peilaten hypoteesiin 2b, kansainvälistymisen laajentamiseen liittyvät riskit ylittävät potentiaaliset edut, jotka liittyvät parempiin työmahdollisuuksiin ja ylimmän johdon kompensatioihin. Ylin johto ymmärtää, että kansainvälistyminen on sekä kallis että riskiä sisältävä aktiviteetti ja epäonnistuminen voi vaikuttaa heidän tulevaisuuden varallisuuteen, uraan ja maineeseen.

Tulokset viittaavat myös siihen, että konflikteja voi syntyä pitkän aikavälin sijoittajien ja yrityksen intressien välillä. Intressien erkaantuminen saattaa vähentää pk-yritysten kykyä kartoittaa uusia mahdollisuuksia ulkomaisilla markkinoilla ja vaikuttaa negatiivisesti yrityksen tulevaisuuden kehitykseen (George ym., 2005).

3.5 Tulosten yhteenveto

Ensimmäisessä luvussa esiteltiin tutkimuskysymys ”Miten johdon omistus vaikuttaa yritysarvoon erityyppisissä yrityksissä?”. Tarkastelemalla aiempia tutkimuksia, saamme kysymykseen monia eri vastauksia. Vastauksista on järkevää erotella erilaiset käytetyt aineistot ja muuttujat. Lisäksi pyritään etsimään vastauksia kysymykseen, kuinka ilmiöstä tehdyt havainnot ovat kehittyneet ja tarkentuneet ajan saatossa.

Yrityksen suoriutumisen ja johdon omistusosuuden välisestä yhteydestä on ajan kuluessa saatu erinäisiä tuloksia, jotka ovat selitettävissä pääasiassa erilaisista käytetyistä aineistoista, muuttujista sekä yritysten erilaisista tunnusomaisista piirteistä. Taulukkoon 1 on kerätty ilmiöstä tehdyt keskeisimmät tutkimukset havainnollistamaan, kuinka tutkimushaara on kehittynyt ja tarkentunut ajan saatossa sekä minkälainen vaikutus aineistonkeruumenetelmällä on saatuihin tutkimustuloksiin.

Taulukko 1. Keskeisimpien empiiristen tutkimusten kohde, luonne ja keskeiset tulokset.

Tutkimuksen tekijä ja julkaisuvuosi	Tutkimuksen tarkoitus	Tutkimuksen luonne, aineistonhankintamenetelmä ja kohderyhmä	Keskeiset tulokset
Morck ym. 1988	Tutkimuksessa selvitettiin, miten johdon omistusosuus vaikuttaa yrityksen arvoon suurissa yhdysvaltalaisissa yrityksissä.	<ul style="list-style-type: none"> määrällinen poikkileikkausaineistotutkimus – aineisto kerätty Corporate Data Exchange (CDE)-tietokannasta, aineistona 371 yhdysvaltalaisista Fortune 500 -yritystä vuodelta 1980 	Tutkimuksessa löydettiin selvästi epälineaarinen yhteys johdon omistuksen ja yritysarvon välillä. Tutkimuksessa käytettiin yritysarvon muuttujana Tobinin q:ta. Muuttujien välistä yhteyttä kuvaa käänteinen w-muotoinen käyrä, jossa Tobinin q:n arvo ensiksi kasvaa johdon omistusosuuden kasvaessa, sitten laskee, ja viimeiseksi kasvaa.

HHP 1999	Tutkimuksessa selvitettiin, miten johdon omistusosuus vaikuttaa yrityksen arvoon erikokoisissa yhdysvaltalaisissa yrityksissä.	<ul style="list-style-type: none"> • määrällinen • paneeliaineistotutkimus – aineisto kerätty Compustat universe - tietokannasta, aineistona satunnaisotos 600:sta yhdysvaltalaisesta yrityksestä vuosilta 1982 - 1984 	Tutkimuksessa arvioitiin, että sisäinen omistus vaikuttaa negatiivisesta pääoma-myynti ja T&K-myynti suhdelukuihin, mutta positiivisesti markkinointi-myynti ja liikevoitto-myynti tunnuslukuihin. Paneeliaineistotutkimuksessa he löysivät suuria poikittaishajontoja johdon omistuksessa, jotka ovat selitettävissä niin sanotun yrityksen mittaamattomissa olevan heterogeenisyyden vuoksi.
Cui ym. 2002	Tutkimuksessa selvitettiin, miten johdon omistusosuus vaikuttaa yrityksen arvoon korkean tutkimus- ja tuotekehityksen (T&K) omaavissa yhdysvaltalaisissa yrityksissä	<ul style="list-style-type: none"> • määrällinen • poikkileikkausaineistotutkimus – aineisto kerätty COMPUSTAT - tietokannasta, aineistona seitsemän eri toimialan korkean teknologian yrityksiä vuosilta 1994 - 1998 	Tutkimuksessa löydettiin w-muotoinen yhteys yrityksen suoriutumisen ja johdon omistuksen välillä. Tulos on lähes peilikuva Morckin ym. (1988) tutkimustuloksesta. Tutkimuksen mukaan toimialalla on nähty olevan vaikutusta johdon omistuksen ja yrityksen suoriutumisen väliseen yhteyteen.
Short ym. 1999	Tutkimuksessa selvitettiin, miten johdon omistusosuus vaikuttaa yrityksen arvoon erikokoisissa englantilaisissa yrityksissä	<ul style="list-style-type: none"> • määrällinen • poikkileikkausaineistotutkimus – aineisto kerätty Official List of the London Stock Exchange, aineistona satunnaisotos 225:stä pörssilistatusta yrityksestä vuosilta 1988 - 1992 	Tutkimuksen empiirinen osio osoittaa, että englantilaisen yrityksen johto tulee erkaantuneemmaksi muista osakkeenomistajista omistusosuuksien ollessa korkeammilla tasoilla verrattuna USA:n vastaaviin lukuihin. Tutkimus osoittaa, että yrityksen performanssilla ja johdon omistuksella on epälineaarinen yhteys niin kirjapidollisessa kontekstissa kuin markkinamittareina mitattuna.

Fabisik ym. 2021	Tutkimuksessa selvitettiin, miten osakkeen epälikviditeetti vaikuttaa johdon omistusosuuden ja yritysarvon väliseen yhteyteen erikokoisissa yhdysvaltalaisissa yrityksissä	<ul style="list-style-type: none"> • määrällinen • paneeliaineistotutkimus – aineisto kerätty Compustat - tietokannasta, aineistona yli 50 000 yritysvoihavaintoa julkisesti noteeratuista yhdysvaltalaisista yrityksistä, vuosilta 1988 - 2015. 	Tutkimuksessa löydettiin selkeästi negatiivinen yhteys Tobinin q:n ja johdon omistuksen välillä. Suurten yritysten osalta tulokset olivat linjassa Morckin ym. (1988) ja McConnell ym. (1990) kanssa, vaikka aineistot eivät olleet kerätty samalta ajalta. Tutkimuksen tärkein havainto liittyy siihen, että osakkeen epälikvidisyyden aiheuttamilla kustannuksilla (<i>frictions</i>) on vaikutusta Tobinin q:n ja johdon omistusosuuden väliseen yhteyteen.
------------------	--	--	--

Tobinin q:n ja johdon omistusosuuden välinen yhteys on useimmissa tapauksissa kuvattu epälineaarisenä. Morckin ym. (1988) poikkileikkausaineistotutkimuksessa löydetty käänteisen w-muotoinen yhteys on useampien myöhemmin tehtyjen tutkimusten kanssa linjassa (ks. esim. McConnell ym. 1990; Short ym. 1999; Fabisik ym. 2021). Poikkeuksena tästä on Cuin ym. (2002) tutkimustulos, joka on lähes peilikuva Morckin ym. tuloksista. Erot tutkimustulosten välillä ovat selitettävissä erilaisilla käytössä olevilla muuttujilla ja aineistoilla. Cuin ym. (2002) keskeisin löydös on se, että toimialla on nähty olevan vaikutusta johdon omistuksen ja yrityksen suoriutumisen väliseen yhteyteen.

Aineiston käsittelytavan vaikutusta ilmiön tutkimisesta saatuihin tuloksiin on hyvin vaikeaa arvioida, sillä aiempien tutkimuksien päälle on usein lisätty uusia muuttujia. Esimerkiksi Fabisik ym. (2021) käyttävät tuoreessa tutkimuksessaan paneeliaineistoa alkuperäisen Morckin ym. (1988) poikkileikkausaineiston sijasta ja saavat samansuuntaisia tuloksia ainakin isojen pörssilistattujen yritysten osalta. Toisaalta heidän käytettäessä laajempaa aineistoa, johon sisältyy myös pieniä yrityksiä, tutkimustulokset eroavat toisistaan. Tästä syystä on vaikea vetää tarkkoja johtopäätöksiä siitä, miten pelkästään aineiston käsittelytapa vaikuttaa saatuihin tutkimustuloksiin.

Ilmiön tutkiminen on ajan saatossa kehittynyt yhä enenevässä määrin suurista pörssilistatuista yrityksistä pienempiin. Tämä havainto voitiin jo huomata aineistonkeruuvaiheessa, jossa pienistä listatuista yrityksistä löytyi huomattavasti vähemmän aikaisempaa kirjallisuutta. Yleisesti ottaen pienemmissä yrityksissä sisäpiirin omistusosuus on suhteellisesti korkeammalla tasolla. Lisäksi johdon on nähty olevan sitä enemmän riskin kaihtajan asemassa mitä enemmän omistusosuus yrityksessä kasvaa (George ym., 2005). Lisäksi Kole (1995) väittää tutkimuksessaan, että positiivinen yhteys Tobinin q :n ja johdon omistuksen välillä pysyy yllä keskimääräistä paremmin pienissä listatuissa yrityksissä, joissa johdon omistusosuus on korkealla tasolla. Fabisikin ym. (2021) tuore tutkimus ehdottaa, että yritysarvon ja johdon omistuksen välisen yhteyden tutkimiseen olisi mielekäästä ottaa huomioon erinäiset kustannukset, joilla on vaikutusta johdon käyttäytymiseen tehdä muutoksia omiin osakeomistuksiinsa. Heidän tutkimuksen tärkein havainto liittyy siihen, että osakkeen epälikvidisyyden aiheuttamilla kustannuksilla on vaikutusta Tobinin q :n ja johdon omistusosuuden väliseen yhteyteen.

4 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä luvussa tehdään lyhyt yhteenveto edellä tehdystä tutkimuksesta. Käydään läpi miten tutkimus on edennyt, minkälaisia tuloksia tutkimuksessa on saatu sekä esitellään saaduista tuloksista tehdyt johtopäätökset. Lopuksi arvioidaan tutkimukseen liittyviä rajoituksia ja kartoitetaan jatkotutkimusmahdollisuuksia.

4.1 Tutkimuksen yhteenveto

Tämän tutkielman tavoitteena oli aikaisemman kirjallisuuden ja aikaisempien tutkimusten pohjalta selvittää, miten johdon omistusosuus vaikuttaa yritysarvoon erityyppisissä yrityksissä. Ensimmäisessä luvussa esiteltiin taustaa tutkimukselle, käytiin läpi tutkimuksen tavoitteet ja asetettiin tutkimukselle sopiva tutkimusongelma.

Ilmiön kannalta oli olennaista tehdä jaottelu suuriin ja pk-yrityksiin, jotta tutkimustulokset olisivat keskenään vertailukelpoisia. Tämän lisäksi mietin tutkimuksen suunnitteluvaiheessa myös maantieteellistä rajausta, joka osoittautui tutkimuksen edetessä mahdottomaksi. Toisessa luvussa esiteltiin päämies-agentti -ongelmaa, joka toistuu ja esiintyy hyvin laajasti aiheeseen liittyvässä kirjallisuudessa. Luvun aluksi esiteltiin agenttiteorian päähavainto, eli omistuksen ja kontrollin erkaantumisen ongelma. Pähavainnon esittelyn jälkeen tutkimuksessa esiteltiin keinoja, joilla yrityksen omistajien ja päätöksentekijöiden intressien erkaantumisesta johtuvia agenttikustannuksia voitaisiin pienentää.

Kolmannessa luvussa esiteltiin tutkimuksen tulokset, jotka pohjautuivat aiemmin ilmiöstä tehtyihin tutkimuksiin. Luku aloitettiin yrityksen omistusrakenteen yleisellä esittelyllä ja myöhemmin syvennyttiin sen vaikutuksesta yrityksen menestymiseen. Omistusrakenteen esittelyn jälkeen esiteltiin pääaiheesta aikaisemmin tehtyjä merkittävimpiä tutkimuksia sekä tutkimuksista saatuja tuloksia. Tutkimuksista esiteltiin tutkijan itse korostamat tärkeimmät havainnot, aineistonkeruumenetelmät, tutkimuksen analysointimenetelmät ja tutkimuksista saadut tulokset. Kolmannen luvun lopuksi vedettiin yhteen kaikista tutkimuksista saadut tulokset.

4.2 Johtopäätökset

Pohdittaessa vastausta tutkimuskysymykseen ”*Miten johdon omistus vaikuttaa yritysarvoon erityyppisissä yrityksissä?*”, voidaan edellä esiteltyjen tutkimusten ja niistä saatujen tutkimustulosten pohjalta todeta, että yleisesti muuttujien välinen yhteys on epälineaarinen. Yhteys on selitettävissä agenttiteorialla, sillä yrityksen johdon jäsenten on nähty olevan riskin kaihtajia tilanteessa, jossa heidän omistusosuus yrityksessä kasvaa. Johdon omistusosuuden kasvaminen liian korkealle tasolle vaikuttaa negatiivisesti yrityksen päätöksentekijöiden riskinottohalukkuuteen ja sitä kautta myös yritysarvon pientymiseen mahdollisten tuottavien päätöksiä tekemättä jättämisen vuoksi.

Tutkimuksen tuloksena selvisi myös se, että johdon omistusosuuden ja yritysarvon välinen yhteys ei ole aina yksiselitteinen. Ilmiön tutkimisesta saadut tulokset ovat hyvin riippuvaisia muun muassa käsiteltävästä aineistosta, muuttujista ja analyysimenetelmistä. Yrityksistä muodostuva otos ja niiden karakteristiset piirteet (yrityksien koko, maantieteellinen sijainti, ikä, T&K-kustannukset) määrittävät käsillä olevan aineiston, jolla on suuri vaikutus saatuihin lopputuloksiin. Tästä syystä esimerkiksi Fabisik ym. (2021) raportoivat tutkimuksessaan tutkimustuloksia erikseen suurille ja pienille yrityksille, sillä tulokset erosivat selvästi toisistaan käytettäessä erilaista aineistoa.

Tuloksista huomataan myös, että johdon omistuksen ja yritysarvon väliseen yhteyteen on mielekästä ottaa huomioon johdon liiketoimista aiheutuvat erinäiset kustannukset, sillä niillä on nähty olevan vaikutusta johdon käyttäytymiseen muokata omia osakeomistuksia yrityksessä. Tähän vaikuttaa myös vahvasti se, missä elinkaaren vaiheessa itse yritys on. Esimerkiksi yrityksen listautumisen jälkeen johdon omistusosuuden on nähty laskevan tasaisesti ajan kuluessa osakkeen likviditeettiin kasvun vuoksi (Fabisik ym., 2021).

Ilmiön tutkimisen painopiste on ajan saatossa siirtynyt enemmän suurista yrityksistä pienempiin. Yksi yksinkertainen selitys tähän voisi olla se, että suurista yrityksistä on tähän päivään saakka tehty jo melko laajasti eri tutkimuksia. Lisäksi pk-yritysten ympärillä yleinen keskustelu on lisääntynyt ja niiden korvaamaton merkitys kansantaloudelle saattaa olla laajemmin tunnistettu tänä päivänä.

4.3 Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimusmahdollisuudet

Kyseiseen tutkimukseen sisältyy paljon rajoituksia, jotka ovat osaltaan voineet vaikuttaa saatuihin tutkimustuloksiin. Arvioidessa tätä tutkimuksista ja saatuja tuloksia on syytä ottaa huomioon siihen liittyvät rajoitukset. Tutkimusmenetelmäksi valikoitui kirjallisuuskatsaus. Esimerkiksi empiirisesti toteutetusta tutkimuksesta saadut tutkimustulokset olisivat todennäköisesti eronneet nyt saaduista tuloksista. Tutkimuksen tuloksista tehdyt johtopäätökset ovat myös täysin tutkijan itse tekemiä, eikä ne välttämättä ole yhteneväisiä ilmiön ajantasaisen käsityksen kanssa.

On otettava huomioon myös se, että tutkimuksesta saadut tulokset edustavat tähän tutkimukseen käytettyjä aikaisempia tutkimuksia. Saadut tutkimustulokset olisivat voineet olla toisenlaisia, jos tutkimukseen olisi sisällytetty eri tutkimuksista muodostuvaa kokonaisuutta. Tutkimukset ovat käännetty myös englannista suomeksi, joka saattaa aiheuttaa kielellisiä tulkintaeroja tutkimuksen tuloksiin.

Jatkotutkimusmahdollisuuksia on useita nyt tehdyille tutkimukselle. Tässä tutkimuksessa keskityttiin pääasiassa suurten pörssilistattujen yritysten johdon omistuksen ja yritysarvon väliseen yhteyteen. Vaihtoehtoisesti oltaisiin voitu tutkia ilmiötä myös enemmän pk-yritysten näkökulmasta, sillä niissä johdon omistusosuus on yleensä suhteessa korkeampi verrattuna suurin yrityksiin (George ym., 2005). Tulevaisuudessa voisi olla mielenkiintoista tutkia laajemmin pk-yritysten suoriutumisen ja johdon omistusosuuden välistä yhteyttä. Erityisesti kasvuyritysten tutkiminen voisi olla mielenkiintoista, sillä niissä liiketoimintaan kohdistuu enemmän riskejä, joita yrityksen päätöksentekijöiden tulisi uskaltaa ottaa potentiaalisia tulevaisuuden hyötyjä ajatellen. Agenttiteorian näkökulmasta johdon olisi mielekästä omistaa sopivassa suhteessa yhtiön osakkeita, jotta osakkeenomistajien ja kontrollin intressit olisivat yhdentyneet ja mahdolliset agenttikustannukset olisivat pienempiä.

LÄHTEET

Ang, J., Cole, R., Lin, J. (2002). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance* 55, 81-106.

Berle, A.A. Jr., Means, G.C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.

Brunninge, O., Nordqvist, M., Wiklund, J. (2007). Corporate governance and strategic change in SMEs: the effects of ownership, board composition and top management teams. *Small Business Economics* 29, 295-308.

Cho, M.H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 47, 103-121.

Cui, H., Mack, Y.T. (2002). The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms. *Journal of Corporate Finance* 8, 313-336.

Demsetz, H., Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.

Demsetz, H., Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7, 209-33.

Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics* 26, 375-390.

Eisenhardt, K.M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14: 57-74.

Fabisik, K., Fahlenbrach, R., Stulz, R.M., Taillard, J.P. (2021). Why are firms with more managerial ownership worth less? *Journal of Financial Economics*, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.02.008>

Fama, E., Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.

George, G., Wiklund, J., Zahra, S.A. (2005). Ownership and the Internationalization of Small Firms. *Journal of Management* 31, 210-233.

Grossman, S., Hart, O. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In: McCall, J., *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago, IL, 107-137.

Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some theory and implications. *The Economic Journal* 105, 678-689.

- Helwege, J., Pirinsky, C., Stulz, R.M. (2007). Why do firms become widely held? An analysis of the dynamics of corporate ownership. *Journal of Finance* 62, 995-1028.
- Himmelberg, C., Hubbard, R.G., Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.
- 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.
- Kole, S.R. (1995). Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data. *Journal of Corporate Finance* 1, 413-435.
- McConnell, J., Muscarella, C. (1985). Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics* 14, 399-422.
- McConnell, J.J., Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- McConnell, J.J., Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics* 39, 131-157.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Short, H., Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance* 5, 79-101.
- Smith, A. (1776). *The wealth of nations*. London: W. Strahan and T. Cadell.
- Stultz, R. (1988). Managerial control of voting rights, financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20, 25-54.
- OECD (2019), OECD SME and Entrepreneurship Outlook 2019, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/34907e9c-en>.
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* 20, 237-265.
- Villalonga, B., Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80, 385-417.
- Zhou, X. (2001). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance: comment. *Journal of Financial Economics* 62, 559-571.