

Valtteri Leskinen

AGENTTIONGELMIEN JA -KUSTANNUS- TEN VAIKUTUKSET YRITYKSEN SUORI- TUSKYKYYN

Kandidaatintyö
Johtamisen ja talouden tiedekunta
Tarkastaja: Ulla Saari
Joulukuu 2023

TIIVISTELMÄ

Valtteri Leskinen: Agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutukset yrityksen suorituskykyyn
(The impacts of agency problems and costs on firm performance)

Kandidaatintyö

Tampereen yliopisto

Tuotantotalous

Joulukuu 2023

Agenttiteoria käsittelee agentin ja päämiehen välistä sopimussuhdetta ja keskittyy tarkastelemaan sopimussuhteessa esiintyviä agenttiongelmia. Tämä työ käsittelee yrityksen johdon ja omistajien välistä agenttisuhdetta ja sen ongelmia. Agenttiongelmia syntyy johdon ja omistajien eroavista tavoitteista, riskeihin suhtautumisesta sekä informaation epätasaisesta jakautumisesta. Ongelmaksi muodostuu riski siitä, että johto ei välttämättä toimi omistajien edun mukaisesti. Välttyäkseen tältä riskiltä omistajien tulee hyödyntää erilaisia menetelmiä voidakseen varmistua siitä, että yrityksen johto ajaa omistajien etua parhaalla mahdollisella tavalla. Nämä menetelmät liittyvät erilaisiin johdon valvonnan ja motivoinnin keinoihin, joiden tarkoituksena on vähentää johdon ja omistajien välisiä agenttiongelmia. Agenttiongelmien hallinta erilaisten menetelmien avulla aiheuttaa kuitenkin kustannuksia, joita kutsutaan agenttikustannuksiksi. Tämä kandidaatintyö keskittyykin tarkastelemaan näiden agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutuksia yrityksen suorituskykyyn.

Työn tavoitteena on selvittää, miten agenttiongelmien ja -kustannukset vaikuttavat yrityksen suorituskykyyn. Tavoitteeseen pyritään pääsemään vastaamalla asetettuihin tutkimuskysymyksiin siitä, miten agenttiongelmien ja -kustannukset vaikuttavat yrityksen suorituskykyyn ja miten näitä vaikutuksia voidaan hallita. Työn tutkimusmenetelmänä on kirjallisuuskatsaus, joka muodostuu systemaattisesti valitusta kirjallisuudesta. Kirjallisuuskatsauksen lähdeaineisto koostuu työn tavoitteen kannalta keskeisistä artikkeleista ja niiden käsittelemistä empiirisistä tutkimuksista. Käsitelty kirjallisuus on jaettu tulososiossa kolmeen kategoriaan tehtyjen havaintojen perusteella. Kolme päähavaintoa agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutuksista yrityksen suorituskykyyn liittyvät hallinnan menetelmiin, omistusrakenteeseen sekä rahoitusrakenteeseen. Nämä havainnot osoittautuivat lähdeaineiston keskeisimmiksi yhteyksiksi agenttiteorian ja yrityksen suorituskyvyn välillä.

Kirjallisuuskatsauksessa löydetään useita yhteyksiä agenttiteorian ja yrityksen suorituskyvyn välille. Tulokset osoittavat, että agenttiongelmilla ja -kustannuksilla on vaikutus yrityksen suorituskykyyn erilaisten hallinnan menetelmien kautta. Etenkin johdon valvontaan ja palkitsemiseen liittyvillä menetelmillä havaitaan olevan suorituskykyä parantavia vaikutuksia. Toisaalta yhteys agenttiteorian ja yrityksen suorituskyvyn välillä liittyy myös yrityksen omistus- ja rahoitusrakenteisiin. Yrityksen omistusrakenteella ja sen eri ominaisuuksilla havaitaan olevan vaikutusta agenttiongelmien ja -kustannuksiin ja siten myös yrityksen suorituskykyyn. Toisaalta kaikissa käsitellyissä tutkimuksissa ei havaita yhteyttä omistusrakenteen ja yrityksen suorituskyvyn välille. Agenttiongelmien ja -kustannukset liittyvät myös yrityksen rahoitusrakenteeseen. Tarkemmin rahoitusrakenteen yhteyttä yrityksen suorituskykyyn agenttiteorian kontekstissa tarkastellaan velkarahoituksen kautta. Korkeamman velan määrän havaitaan laskevan agenttikustannuksia ja siten parantavan yrityksen suorituskykyä.

Avainsanat: Agenttiteoria, agenttiongelmien, agenttikustannus, hyvä hallintotapa, yrityksen suorituskyky

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

ALKUSANAT

Yritysten eri sidosryhmien väliset näkemuserot ovat mielestäni mielenkiintoisia, jonka takia päätin kandidaatintyössäni tutkia johdon ja omistajien välistä suhdetta. Mielestäni eri rajapintojen välisten näkökulmien eroja on hyvä ymmärtää, jotta työskentely erilaisissa organisaatioissa olisi mielekästä. Työn aiheen rajaaminen tuotti aluksi haasteita, jonka vuoksi haluan kiittää professori Tuomas Korhosta alussa saamastani avusta aiheen rajaukseen. Haluan kiittää myös työni ohjaajaa Ulla Saarta seminaareissa saamistani palautteista, jotka ohjasivat työtä oikeaan suuntaan. Haluan kiittää myös ystäviäni ja läheisiäni kirjoitusprosessin aikana saadusta tuesta. Erityiskiitos kanssaopiskelijoille, joiden antamat neuvot ja näkökulmat auttoivat minua eteenpäin työni eri vaiheissa.

Tampereella, 1.12.2023

Valtteri Leskinen

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO.....	1
1.1 Työn tausta	1
1.2 Työn tavoite ja tutkimuskysymykset	2
1.3 Tutkimusmenetelmät	2
1.4 Työn rakenne.....	5
2. AGENTTITEORIA SUORITUSKYVYN TAUSTALLA	6
2.1 Agenttiteoria.....	6
2.2 Agenttiongelmiä ja -kustannusten hallinta	7
2.3 Rahoitusrakenteen yhteys agenttiteoriaan	8
2.4 Hyvä hallintotapa	9
3. SUORITUSKYKY AGENTTITEORIAN NÄKÖKULMASTA	12
4. AGENTTIONGELMIEN JA -KUSTANNUSTEN VAIKUTUKSET YRITYKSEN SUORITUSKYKYYN	15
4.1 Hallinnan menetelmien vaikutus yrityksen suorituskykyyn	16
4.2 Omistusrakenteen vaikutus yrityksen suorituskykyyn.....	19
4.3 Rahoitusrakenteen vaikutus yrityksen suorituskykyyn.....	21
5. PÄÄTELMÄT	25
5.1 Tutkimusaineistoon perustuvat päätelmät	25
5.2 Tulosten arviointi ja jatkotutkimusehdotukset	27
LÄHTEET.....	29

1. JOHDANTO

1.1 Työn tausta

Yritysten eri sidosryhmien risteävät tavoitteet ja rajapintojen väliset näkemyserot saattavat usein tuoda mukanaan haasteita yrityksen toimintaan. Näitä haasteita voidaan tarkastella agenttiteorian avulla. Agenttiteoria käsittelee päämiehen ja agentin välistä sopimussuhdetta, jossa päämies jakaa päätöksentekovaltaa agentille (Jensen & Meckling 1976). Tätä agentin ja päämiehen suhdetta kutsutaan agenttisuhteeksi. Esimerkiksi osakkeenomistajien ja yrityksen johdon välisessä agenttisuhteessa osakkeenomistajat (päämiehet) haluavat johdon (agentin) maksimoivan yrityksen arvon (Brealey et al. 2020, s. 12). Agenttisuhteessa syntyikin erilaisia agenttiongelmia, jos yrityksen johto ajaa omia etujaan osakkeenomistajien kustannuksella (Agrawal & Knoeber 1996). Agenttiongelmien ja niiden myötä syntyneiden agenttikustannusten hallitsemiseen tarvitaan erilaisia menetelmiä, jotta yrityksen suorituskyky ei kärsisi.

Erilaisia menetelmiä agenttiongelmien minimoimiseksi on useita, kuten esimerkiksi johdon osakeomistukset, yrityksen velkarahoitus sekä johtajien työmarkkinat. Näiden menetelmien avulla johdon toimintaa voidaan valvoa ja siten myös motivoida johtoa noudattamaan omistajien etua. Erilaisten menetelmien vaikutusta yrityksen suorituskykyyn onkin arvioitu useissa tutkimuksissa eri näkökulmista. (Agrawal & Knoeber 1996) Agenttiongelmien ja -kustannusten hallinnan menetelmiä käsittelevässä kirjallisuudessa tuodaan usein esiin erilaiset johdon kannustimet. Linin et al. (2011) mukaan johdon palkitsemisen avulla voidaan hallita johdon ja omistajien välisiä agenttiongelmia ja siten vaikuttaa yrityksen suorituskykyyn. Toisaalta johdon palkitsemisen tasoon vaikuttavat myös muut käytetyt hallinnan menetelmät, kuten yrityksen omistusrakenne. (Core et al. 1999)

Agenttiongelmien ja -kustannusten hallintaa voidaan lähestyä myös yrityksen rahoitusrakenteen kautta. Rahoitusrakenteen valinnoilla voidaan esimerkiksi vaikuttaa agenttiongelmiin ja -kustannuksiin sekä siten myös yrityksen suorituskykyyn (Berger & Bonaccorsi di Patti 2006). Rahoitusrakenteen yhteydestä agenttikustannuksiin ja suorituskykyyn onkin tehty useita tutkimuksia erilaisin tuloksin (Ahmed et al. 2023). Agenttiongelmien ja -kustannuksen hallintaan liittyy myös hyvä hallintotapa, joka käsittää erilaiset toimet, joilla voidaan parantaa organisaation eri sidosryhmien välistä toimintaa (Fernando et al. 2018). Näitä toimia voidaan tarkastella yrityksen omistusrakenteen kautta.

Demstev ja Villalonga (2001) tarkastelevatkin tutkimuksessaan tätä omistusrakenteen yhteyttä yrityksen suorituskykyyn. Yrityksen suorituskykyä agenttiteorian viitekehyydessä voidaan siis tutkia useista eri näkökulmista, mutta näitä näkökulmia kokoavia tutkimuksia ei ole käsitelty kirjallisuudessa kovinkaan paljoa.

1.2 Työn tavoite ja tutkimuskysymykset

Tämän kandidaatintyön aiheena on agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutus yrityksen suorituskykyyn. Työn tavoitteena on selvittää, miten agenttiongelmien ja -kustannukset vaikuttavat yrityksen suorituskykyyn. Työn tavoitetta tukeva päätutkimuskysymys on seuraava:

- Miten agenttiongelmien ja niiden aiheuttamat agenttikustannukset vaikuttavat yrityksen suorituskykyyn?

Päätutkimuskysymyksen tarkoituksena on vastata työn tavoitteeseen ja antaa kattava yleiskuva agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutuksista yrityksen suorituskykyyn. Koska päätutkimuskysymys on itsessään varsin laaja, voidaan sitä tukea seuraavalla alatutkimuskysymyksellä:

- Miten agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutusta yrityksen suorituskykyyn voidaan hallita?

Alatutkimuskysymyksen tarkoituksena on johdattaa tutkimus tarkastelemaan erilaisia hallinnan menetelmiä, jotta agenttiongelmien ja -kustannusten käyttäytymistä voidaan ymmärtää paremmin osana yrityksen suorituskykyä. Vaikka agenttiteorian mukaista agenttisuhdetta voidaan soveltaa useisiin eri osapuolten välisiin sopimussuhteisiin, tämä työ rajataan tutkimaan nimenomaan yrityksen omistajien ja johdon välistä agenttisuhdetta.

1.3 Tutkimusmenetelmät

Tämä kandidaatintyö on toteutettu kirjallisuuskatsauksena, jonka tiedonhaut suoritettiin käyttäen kahta tietokantaa: Scopusta ja Web of Sciencea. Tiedonhaussa hyödynnettiin erilaisia agenttiteorian ja yrityksen suorituskyvyn käsitteiden käännöksiä ja niihin liittyviä alakäsitteitä. Tiedonhaku aloitettiin käyttämällä mahdollisimman laajoja hakulauseita, jotta hakutuloksia olisi mahdollista karsia johdonmukaisesti. Taulukkoon 1 on listattu tiedonhaussa käytetyt hakulauseet ja niillä saatujen hakutulosten määrä eri tietokannoissa. Taulukon hakutulokset on rajattu artikkeleihin.

Taulukko 1. Tiedonhaussa hyödynnetyt hakulauseet ja saatujen artikkeleiden lukumäärä eri tietokannoista.

Hakulause	Scopus	Web of Science
<i>("agency theory" OR "agency problem" OR "agency cost") AND ("firm performance" OR "corporate performance")</i>	959	1 073
<i>("agency theory" OR "agency problem" OR "agency cost") AND "firm performance"</i>	865	1 038
<i>("agency theory" OR "agency problem") AND "firm performance"</i>	698	969
<i>"agency theory" AND "firm performance"</i>	520	882
<i>"agency problem" AND "firm performance"</i>	208	113
<i>"agency cost" AND "firm performance"</i>	230	93

Lopullisen lähdeaineiston keräämiseen käytettiin taulukon 1 viimeisen rivin mukaista hakulauseetta. Saatujen hakutulosten määrä Scopus-tietokannassa oli varsin suuri, joten hakuja rajattiin Business, Management and Accounting sekä Economics, Econometrics and Finance aloihin, jolloin lopullinen hakutulosten lukumäärä oli 213 artikkelia. Hakutuloksia olisi vielä mahdollista tarkentaa, mutta tiedonhaussa haluttiin välttyä siltä, että relevantteja lähteitä rajattaisiin pois. Hakutuloksia suodatettiin julkaisuvuoden perusteella uusimmasta vanhimpaan ja artikkelit valittiin tarkasteluun julkaisuvuoden sekä Julkaisufoorumin antaman JUFO-luokituksen mukaan. Lopulliseen aineistoon valittiin myös vanhempaa kirjallisuutta, sillä hakutulokset osoittautuivat painottuvan myös vanhempiin useasti viitattuihin tutkimuksiin. Vanhempaa kirjallisuutta valittaessa painotettiin kuitenkin Julkaisufoorumin johtavan ja korkeimman tason eli tasojen 2 ja 3 julkaisuja, jolloin lopulliseen lähdeaineistoon pyrittiin saamaan mahdollisimman laadukkaita alkuperäisiä tutkimuksia. Hakutuloksien läpikäynnissä havaittiin otsikoissa ja tiivistelmissä toistuvia teemoja, joiden avulla päädyttiin jakamaan hakutulokset kolmeen eri osaan. Lopullinen lähdeaineisto muodostui siten, että jokaiseen osaan valittiin neljä artikkelia, jotka vastasivat selkeimmin asetettuihin tutkimuskysymyksiin, mutta samalla otettiin huomioon JUFO-luokitus ja tutkimusten ajankohtaisuus. Lähdemateriaalin jaotteluun keskitytään tarkemmin tulososiossa. Tiedonhaussa hyödynnettiin myös helmenkasvatusmenetelmää, jossa uusia lähteitä pyritään löytämään jo relevantiksi tunnistetun lähteen avulla (Schlosser et al. 2006). Lopullinen työn tulososioon valittu lähdeaineisto on esitetty taulukossa 2.

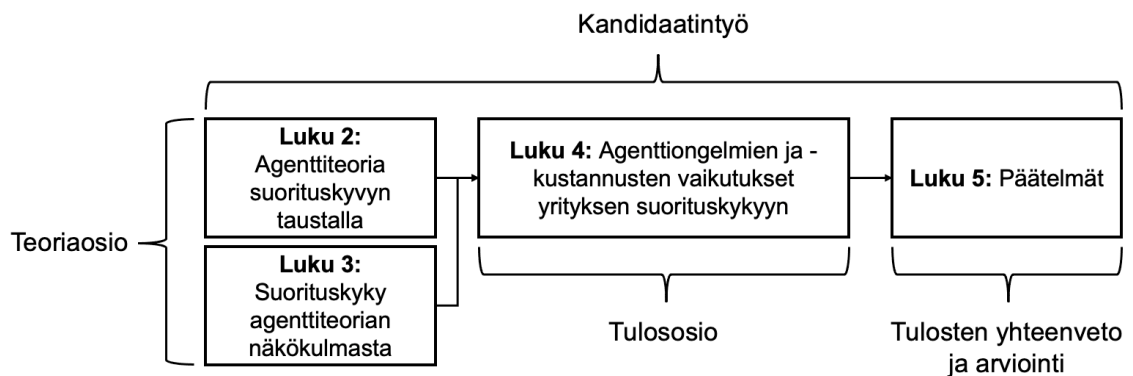
Taulukko 2. Työn tulososioon valittu lähdeaineisto vanhimmasta uusimpaan.

Teos	Tekijät	Vuosi	JUFO
<i>Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders</i>	Agrawal & Knoeber	1996	3
<i>Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance</i>	Core et al.	1999	3
<i>Agency Costs and Ownership Structure</i>	Ang et al.	2000	3
<i>Ownership structure and corporate performance</i>	Demsetz & Villalonga	2001	3
<i>Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry</i>	Berger & Bonaccorsi di Patti	2006	2
<i>Capital structure, equity ownership and firm performance</i>	Margaritis & Psillaki	2010	2
<i>Firm performance, corporate governance and executive compensation in high-tech businesses</i>	Lin et al.	2011	1
<i>Capital Structure, CEO Dominance, and Corporate Performance</i>	Jiraporn et al.	2012	2
<i>Ownership concentration, board characteristics and firm performance: A contingency framework</i>	Gaur et al.	2015	1
<i>Corporate Governance Quality, Ownership Structure, Agency Costs and Firm Performance. Evidence from an Emerging Economy</i>	Rashid Khan et al.	2020	1
<i>Revisiting the interconnection between governance mechanisms and firm performance: evidence from Vietnamese listed firms</i>	Tran et al.	2021	1
<i>The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: The Moderating Role of Agency Cost</i>	Ahmed et al.	2023	1

1.4 Työn rakenne

Tämä kandidaatintyö rakentuu neljästä luvusta. Ensimmäiset kaksi lukua eli luvut 2 ja 3 muodostavat työn teoreettisen taustan. Luku 2 käsittelee agenttiteoriaa ja keskittyy määrittelemään siihen liittyvät keskeisimmät käsitteet ja teoreettiset kokonaisuudet. Tämä luku alkaa agenttiteorian taustoituksella, jonka jälkeen se keskittyy tarkemmin agenttiongelmiin ja -kustannusten hallinnan eri näkökulmiin sekä tulososion mielekkään käsitteilyn kannalta keskeisten käsitteiden määrittelyyn. Luku 3 sen sijaan pyrkii määrittelemään suorituskyvyn agenttiteorialle ja tulososiolle keskeisestä näkökulmasta, jonka jälkeen luvussa keskitytään erilaisiin mittaamisen keinoihin ja tulososiossa esiintyvien mittareiden määrittelyyn ja vertailuun.

Teoriaosiota seuraa tulososio eli luku 4, joka yhdistää teoriaosiossa käsitellyt taustoitukset ja pyrkii vastaamaan esitettyihin tutkimuskysymyksiin kerätyn lähdeaineiston perusteella. Tulososio on jaettu kolmeen alalukuun lähdeaineiston perusteella. Tulososiota seuraa luku 5 eli päätelmät. Päätelmät vetävät teoria ja -tulososioden kokoamat havainnot yhteen. Havaintojen yhteenvedon lisäksi päätelmissä arvioidaan saatuja tuloksia sekä työn tavoitteen toteutumista. Tämän kandidaatintyön rakenne on esitetty alla kuvassa 1.



Kuva 1. Kandidaatintyön rakenne

Tässä johdannossa kuvattiin työn tausta, tavoite, tutkimuskysymykset, tutkimusmenetelmät sekä työn rakenne. Luvun tarkoituksena oli luoda selkeä kuva työn tarkoituksesta ja etenemisestä kohti päätelmiä. Seuraavaksi siirrytään tässä alaluvussa esiteltyyn teoriaosioon ja tarkemmin lukuun 2 eli agenttiteoriaan suorituskyvyn taustalla.

2. AGENTTITEORIA SUORITUSKYVYN TAUSTALLA

Tässä luvussa määritellään agenttiteoria sekä sitä koskevat työn kannalta olennaiset käsitteet. Tarkoituksena on luoda ymmärrys agenttiteoriasta, jotta yrityksen suorituskykyä voidaan myöhemmin tarkastella agenttiteorian näkökulmasta. Osio jakautuu neljään alalukuun, jotka ovat agenttiteoria, agenttiongelmien ja -kustannusten hallinta, rahoitusrakenteen yhteys agenttiteoriaan sekä hyvä hallintotapa.

2.1 Agenttiteoria

Agenttiteoriaa on käytetty vuosien varrella useiden tieteenalojen tutkimuksessa, kuten taloudessa, rahoituksessa, politiikassa sekä organisaation käyttäytymisessä. Agenttiteoria tarjoaakin erityisen näkökulman tiedon jakautumiseen, tuloksen epävarmuuteen, johdon kannustimiin ja riskeihin. (Eisenhardt 1989) Agenttiteoria käsittelee päämiehen ja agentin välistä sopimussuhdetta, jossa päämies delegoi päätöksentekovaltaa agentille. Tätä päämiehen ja agentin välistä suhdetta kutsutaan agenttisuhteeksi. (Jensen & Meckling 1976) Periaatteessa kaikki sopimussuhteet sisältävät agenttisuhteen elementtejä. Esimerkiksi työnantajan ja työntekijän välinen suhde voidaan käsittää agenttisuhteenä. (Ross 1973) Yrityksen omistajien ja johdon välinen suhde on hyvin keskeinen osa agenttiteorian tutkimusta, etenkin laskentatoimen ja rahoituksen näkökulmasta. Omistajien ja johdon välisessä agenttisuhteessa yrityksen omistajia pidetään päämiehenä ja johtoa agenttina. (Jensen & Meckling 1976) Tässä työssä keskitytään tarkastelemaan nimenomaan johdon ja omistajien välistä agenttisuhdetta.

Mikäli agenttisuhteen molemmat osapuolet tavoittelevat omaa etuaan, voidaan olettaa, että agentti ei toimi aina päämiehen edun mukaisesti (Jensen & Meckling 1976). Agenttiteoria keskittyykin ratkaisemaan erilaisia agenttisuhteissa ilmeneviä ongelmia, joita kutsutaan agenttiongelmiksi. Agenttiongelmät liittyvät päämiehen ja agentin välisten näkökulmien eroavuuksiin tavoitteissa tai riskien ottamisessa. Ongelmaksi muodostuu se, että päämiehen on hankalaa tai kallista valvoa agentin toimintaa ja siten varmistaa, toimiiko agentti päämiehen edun mukaisesti. Agentti saattaa myös olla halukkaampi kantamaan suurempaa riskiä kuin päämies. (Eisenhardt 1989) Nämä agentin ja päämiehen tavoitteisiin ja riskeihin liittyvät näkökulmaerot aiheuttavat ristiriidan agenttisuhteeseen. Eisenhardtin (1989) mukaan agenttisuhteen osapuolten välisen informaation epäsymmetrian takia päämies ei voi olla täysin varma, toimiiko agentti halutulla tavalla. Tämä

informaation epätasainen jakautuminen aiheuttaa agenttiongelmia, kuten moraalisen riskin (engl. moral hazard) sekä haitallisen valikoitumisen (engl. adverse selection). Moraalisella riskillä tarkoitetaan sitä, että agentti käyttää päämiehen puutteellista informaatiota hyväksi eikä toimi sovitulla tavalla tai näe tarpeeksi vaivaa sovitun asian eteen. Sen sijaan haitallista valikoitumista ilmenee, kun agentti johtaa päämiestä harhaan tarkoituksellisesti. Agentti saattaa esimerkiksi antaa ymmärtää osaavansa tiettyjä taitoja, joita hän ei kuitenkaan todellisuudessa osaa. (Eisenhardt 1989)

Agenttiteoria keskittyy tarkastelemaan mahdollisten agenttiongelmien lisäksi niiden aiheuttamia kustannuksia (Pepper & Gore 2015). On usein mahdotonta varmistaa, että agentti toimisi aina päämiehen edun mukaisesti. Tästä syystä useimmissa agenttisuh-teissa syntyy agentin valvontaan ja sitouttamiseen liittyviä kustannuksia, joita kutsutaan agenttikustannuksiksi. Agenttikustannukset koostuvat siis agentin valvontaan ja sitouttamiseen liittyvistä kustannuksista sekä jäännöstappiosta (engl. residual loss). Jäännöstappiolla tarkoitetaan kustannusta, joka syntyy agentin todellisten päätösten ja päämiehen edun mukaisten päätösten välisistä eroista. Jäännöstappiota siis syntyy, mikäli agentti ei valvonnasta tai sitouttamisesta huolimatta toimi päämiehen edun mukaisesti. (Jensen & Meckling 1976) Agenttiongelmia ja niiden aiheuttamia kustannuksia pyritään hallitsemaan erilaisten hallinnan menetelmien avulla, joita käsitellään tarkemmin seuraavissa alaluvuissa.

2.2 Agenttiongelmien ja -kustannusten hallinta

Agenttiongelmien ja niiden aiheuttamien kustannusten tueksi tarvitaan hallinnan menetelmiä, joita voidaan lähestyä erilaisten sopimusten kautta. Stremitzerin (2018) mukaan agentin ja päämiehen välisen sopimuksen suunnittelun ongelmat liittyvät usein enemmän taloudelliseen näkökulmaan kuin lakiin. Onnistunut sopimus suojaa molempia osapuolia opportunistiselta käytökseltä ja motivoi samalla osapuolia toimimaan yhdessä. (Stremitzer 2018) Sopivinta sopimusta määriteltäessä pyritään selvittämään, onko agentin käytökseen perustuva sopimus tehokkaampi kuin tulokseen perustuva sopimus. Tulokseen perustuvan sopimuksen avulla voidaan vähentää riskiä agentin opportunistista, koska agentin ja päämiehen tavoitteita voidaan yhdenmukaistaa. Toisaalta tulokseen perustuva sopimus siirtää riskiä agentille, sillä tulos ei ole pelkästään riippuvainen agentin toiminnasta. Esimerkiksi toimintaympäristöllä, kilpailijoilla sekä muuttuvilla teknologioilla voi olla vaikutusta yrityksen tulokseen. (Eisenhardt 1989) Tulokseen perustuvan sopimuksen ongelmana ovat myös erilaiset tuloksen mittaamiseen liittyvät haasteet. Esimerkiksi kirjanpitoon perustuvat mittarit eivät välttämättä anna aina parasta kuvaa agen-

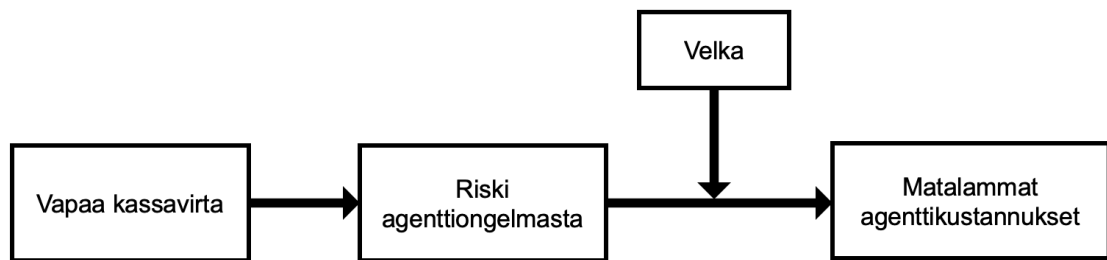
tin saavuttamasta tuloksesta (Brealey et al. 2020, s. 323). Agentin suorituskyvyn mittaamisen lisäksi agentin halukkuus ottaa riskejä on myös yksi sopimuksen tehokkuuteen vaikuttava tekijä. Jos agentti ei kanna mielellään suurta riskiä, on tehokkaampaa valita käytökseen perustuva sopimus, koska agentin näkökulma riskeihin on lähempänä päämiehen näkökulmaa (Eisenhardt 1989). Agentin ja päämiehen välisissä sopimuksissa on usein haasteita, joilta voitaisiin välttyä, jos päämies pystyisi kuvaamaan agentille tarkat vaatimukset hänen toimistaan ennen sopimuksen solmimista. Tämä voi kuitenkin olla haastavaa toteuttaa, sillä toimintaympäristön muutokset voivat muuttaa päämiehen asettamia vaatimuksia ajan kuluessa. (Pepper & Gore 2015)

Vaikka päämiehen ja agentin välistä informaation epäsymmetriaa voidaan vähentää tehokkaan sopimuksen avulla, tarvitaan sen lisäksi muitakin keinoja agenttiongelmien hallitsemiseksi. Tyypillisesti agenttiteoriassa keskitytään agenttiongelmien hallintaan sopimusten lisäksi myös johdon kannustimien ja agentin valvonnan kautta (Pepper & Gore 2015). Agentin ja päämiehen tavoitteita voidaan yhteensovittaa sopimusten lisäksi esimerkiksi johdon osakeoptioilla tai muilla taloudellisilla kannustimilla (Nyberg et al. 2010) Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan johdon omistaessa osuuksia yrityksestä, he toimivat todennäköisemmin muidenkin osakkeenomistajien tavoitteiden mukaisesti. Mitä enemmän johdon palkkaus perustuu yrityksen suorituskykyyn, sitä enemmän johto motivoituu toimimaan tulevaisuudessa muidenkin osakkeenomistajien tavoitteiden mukaan (Nyberg et al. 2010). Johdon palkitsemisen ja erilaisten sopimusten lisäksi johdon toimintaa valvotaan eri osapuolten toimesta. Brealeyn et al. (2020, s. 314–315) mukaan valvonnan avulla voidaan varmistua agentin toimivan vaaditulla tavalla. Agentin valvonta vaatii kuitenkin kustannuksia ja aikaa, eikä valvonta tietyn rajan jälkeen enää laske agenttikustannuksia. Valvontaa voivat suorittaa esimerkiksi yrityksen omistajat, hallitus tai lainanantajat. Suurissa julkisissa yrityksissä valvontaa suorittaa yrityksen hallitus, joka toimii omistajien edustajana. Valvontaa voidaan suorittaa myös lainanantajien toimesta, jolloin lainanantajan tehtävänä on valvoa yrityksen varoja, tulosta sekä kassavirtaa. Suurimmassa vastuussa agentin valvonnasta ovat kuitenkin yrityksen omistajat. (Brealey et al. 2020, s. 314–315)

2.3 Rahoitusrakenteen yhteys agenttiteoriaan

Rahoitusrakenteella tarkoitetaan yrityksen ottaman velan suhdetta omaan pääomaan (Brealey et al. 2020, s. 451). Rahoitusrakenteeseen liittyvät valinnat ovat yksi keskeisimmistä tekijöistä johdon päätöksenteossa. (Kochhar 1996). Eräs ensimmäisistä rahoitusrakennetta kyseenalaistavista teorioista on Modiglianin ja Millerin (1958) esittämä pro-

positio, jonka mukaan tehokkailla markkinoilla rahoitusrakenteella ei ole merkitystä yrityksen arvoon, vaan yrityksen arvo riippuu ainoastaan liiketoiminnan arvosta. Aiheesta on kuitenkin tehty useita tutkimuksia eikä ole olemassa vain yhtä yhtenäistä teoriaa rahoitusrakenteesta ja sen valinnoista, vaan teoriat lähestyvät aihetta eri näkökulmista (Myers 2001). Tässä työssä rahoitusrakennetta lähestytään agenttiteorian näkökulmasta keskittyen velkarahoitukseen ja vapaisiin kassavirtoihin. Kuvassa 2 on esitetty, miten vapaat kassavirrat sekä velkarahoitus vaikuttavat mahdollisiin agenttiongelmien ja -kustannuksiin.



Kuva 2. Agenttiteorian näkökulma rahoitusrakenteeseen (Kochhar 1996 mukailen)

Kochharin (1996) mukaan vapaat kassavirrat mahdollistavat agenttiongelmien syntyminen, sillä yrityksen johdolla on enemmän varoja käytettävissä turhiin käyttökohteisiin. Velkarahoituksen painottaminen rahoitusrakenteessa vähentää vapaaseen kassavirtaan liittyviä agenttikustannuksia, sillä johdon käytettäväksi jää vähemmän varallisuutta. Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan velasta johtuvat agenttikustannukset koostuvat huonoista investointipäätöksistä mahdollisesti aiheutuvista varallisuuden menetyksistä, valvontakustannuksista sekä konkurssikustannuksista. Yrityksen johto on veloitettu huolehtimaan korkomaksuista, minkä takia vapaiden kassavirtojen käyttäminen vähemmän tärkeisiin kohteisiin lisää riskiä velan takaisinmaksuvaikeuksille. Tämä uhka maksuvaikeuksista ja niiden aiheuttamasta mahdollisesta konkurssista motivoi johtoa olemaan tekemättä harkitsemattomia päätöksiä yrityksen varojen suhteen. (Kochhar 1996)

2.4 Hyvä hallintotapa

Erästä agenttiteorian mukaisiin ongelmiin ja kustannuksiin liittyvää teoriaa kutsutaan hyväksi hallintotavaksi (engl. corporate governance). Hyvä hallintotapa liittyy agenttiteoriaan erilaisten agenttiongelmien hallinnan kautta. Kirjallisuudessa hyvälle hallintotavalle on useita erilaisia määritelmiä. Hyvällä hallintotavalla tarkoitetaan niitä organisaation toimia, joilla pyritään parantamaan eri sidosryhmien, kuten sijoittajien, työntekijöiden tai hallituksen välisiä suhteita (Fernando et al. 2018). Larckerin et al. (2007) mukaan hyvä hallintotapa tarkoittaa niitä menetelmiä, joilla on vaikutusta johdon päätöksentekoon, kun

yrittäjien johto ja omistus ovat erillisiä. Hyvä hallintotapa käsittääkin ne menetelmät, joilla pyritään minimoimaan agenttisuhteessa syntyviä agenttiongelmia (Bushman & Smith 2001). Vaikka nämä määritelmät eroavat toisistaan, kaikki ne keskittyvät toimiin tai menetelmiin, joilla yritystä voidaan hallita tehokkaammin. Hyvä hallintotapa keskittyy siis toimiin ja menetelmiin, joilla varmistetaan toimiva organisaatorakenne, hallituksen säännöt, säännöt tietojen luovuttamisesta yrityksen rahoittajille, toiminnan läpinäkyvyys ja onnistunut päätöksenteko sekä johdon valvontaprosessi (Fernando et al. 2018).

Kuten todettu, hyvän hallintotavan tarkkaa määritelmää on vaikea esittää, minkä takia hyvän hallintotavan mukaiset menetelmät riippuvat myös valitusta näkökulmasta. Menetelmät keskittyvät usein agentin toiminnan valvontaan. Fernando et al. (2018) nimeävät kirjassaan kaksi tärkeintä agenttikustannuksia vähentävää valvonnan menetelmää: oikeudenmukaiset ja tarkat taloudelliset tiedot sekä tehokas ja riippumaton hallitus. Oikeudenmukaiset ja tarkat taloudelliset tiedot liittyvät osakkeenomistajien nimeämien auditoijien keräämään oikeanmukaiseen tietoon, joka selkeyttää kuvaa yrityksestä niin hallitukselle kuin omistajillekin. Tehokas ja riippumaton hallitus sen sijaan edustaa omistajia ja pyrkii valvomaan, että johto toimii eettisin ja laillisin keinoin omistajien edun mukaisesti. (Fernando et al. 2018) Toisaalta, jotta hallitus voisi valvoa johtoa tehokkaasti, tulee heillä olla käytössä muutakin kuin julkisesti saatavilla olevaa informaatiota. (Bushman & Smith 2001). Mainittujen menetelmien lisäksi kirjallisuudessa on käsitelty lukuisia muitakin menetelmiä. Schäuble (2019) jakaa artikkelissaan hyvän hallintotavan menetelmät ulkoisiin ja sisäisiin menetelmiin. Ulkoisilla menetelmillä tarkoitetaan erilaisia ulkoisia tilintarkastuspalveluja. Sisäisillä menetelmillä sen sijaan tarkoitetaan erilaisia johdon palkitsemisjärjestelyjä ja mahdollisia osakeoptioita. (Schäuble 2019) Hyvä hallintotapa ja sen mukaiset menetelmät ovatkin avainasemassa agenttiteoriassa esitettyjen agenttiongelmien ratkaisemiseksi.

Hyvä hallintotapa liittyy myös yrityksen omistuksen ominaisuuksiin, joita voidaan tarkastella esimerkiksi yrityksen omistusrakenteen kautta. Omistusrakenteella tarkoitetaan yrityksen ulkoisten ja sisäisten osapuolten omistusten prosentuaalista osuutta yrityksen omasta pääomasta (Alkurdi 2021). Omistuksen keskittyminen sekä johdon omistajuus ovat yleisiä näkökulmia omistusrakennetta tarkasteltaessa. Näistä näkökulmista omistuksen keskittymistä pidetään tärkeämpänä, sillä johdon omistajuus käsittelee ainoastaan pientä joukkoa yrityksen omistajista. Omistuksen keskittyminen kuvastaakin sitä, kuinka suuri osa yrityksen omistajista on suuria osakkeenomistajia. Suurilla osakkeenomistajilla on myös vaikutusta johdon toimintaan, sillä he osallistuvat yrityksen johtamiseen joko suoraan tai valvonnan kautta. Omistusrakenne ja omistuksen keskittyminen ovatkin tärkeä osa yrityksen hallintorakenteiden määrittelyä. (Qu 2004) Kuten todettu,

agenttiteorian näkökulmasta yrityksen omistajien ja johdon toimintaan vaikuttaa myös hallitus, jonka pyrkimyksenä on valvoa agentin toimintaa (Brealey et al. 2020, s. 314). Hardwickin et al. (2011) mukaan hyvän hallintotavan menetelmien tehokkuutta voidaan mitata hallituksen rakenteen ominaisuuksilla, kuten koolla ja itsenäisyydellä. Hallituksen itsenäisyys liittyy yrityksen toimitusjohtajan rooliin. Toimitusjohtajan roolia tarkasteltaessa tulee ottaa huomioon, toimiiko toimitusjohtaja myös hallituksen puheenjohtajana, jolloin hänellä on suurempi vaikutus yrityksen päätöksentekoon (Hardwick et al. 2011).

Tässä luvussa koottiin yhteen agenttiteorian näkökulmasta työn keskeisimmät käsitteet. Alussa taustoitettiin työtä määrittelemällä agenttiteoria ja sen mukaiset agenttiongelmien ja -kustannukset. Näitä ongelmia ja kustannuksia tulee voida hallita, jotta niiden vaikutus yrityksen suorituskykyyn pysyisi vähäisenä. Tästä syystä niin agenttiteoriassa kuin hyvän hallintotavankin teoriassa on tunnistettu useita erilaisia hallinnan menetelmiä, kuten erilaiset johdon ja omistajien väliset sopimukset, johdon valvonta sekä palkitseminen. Näiden hallinnan menetelmien huomataan liittyvän yrityksen hallinnollisiin valintoihin, kuten valintoihin rahoitus- tai omistusrakenteista. Luvussa taustoitettu teoria mahdollistaa agenttiongelmien ja -kustannusten yhdistämisen suorituskykyyn myöhemmin työn tulososiossa. Seuraavassa luvussa syvennytäänkin tarkemmin suorituskykyyn agenttiteorian näkökulmasta ja määritellään tulososion kannalta keskeisimmät suorituskyvyn mittarit.

3. SUORITUSKYKY AGENTTITEORIAN NÄKÖKULMASTA

Tässä luvussa määritellään suorituskyky ja tulososion kannalta keskeisimmät mittarit. Luvun alussa keskitytään määrittelemään suorituskyky, sen eri näkökulmat ja mahdolliset tarkastelun tasot. Suorituskyvyn määrittelemisen jälkeen keskitytään tarkastelemaan ja vertailemaan erilaisia suorituskyvyn mittareita ja mittarityyppejä. Luvun lopussa kootaan yhteen tulososion kannalta keskeisimmät mittarit ja niiden määritelmät, jotta niiden tulkitseminen on tuloksissa mahdollisimman sujuvaa.

Suorituskyvyn mittaaminen ja hallinta ovat tärkeitä asioita niin yksilötasolla kuin organisaatio- ja yritystasoilla (Bogetoft 2012). Tässä työssä keskitytään tarkastelemaan erityisesti organisaatio- ja yritystason suorituskykyä. Organisaatiotason suorituskyky onkin yksi tärkeimmistä käsitteistä johtamisen tutkimuksessa (Richard et al. 2009). Myös suorituskyvyn mittaamista on tutkittu useilla eri tieteenaloilla, kuten laskentatoimissa, rahoituksessa, toiminnanohjauksessa sekä taloustieteessä. Koska suorituskykyä voidaan tarkastella niin monesta näkökulmasta, on sille vaikeaa antaa yhtä tarkkaa määritelmää. Suorituskyvyllä voidaan esimerkiksi tarkoittaa jonkin toiminnan tulosta, joka on mitattavissa numeroilla. Toisaalta suorituskykyä voidaan tarkastella myös vertailemalla tulosta johonkin valittuun mittariin. (Otley 2002) Johtamisen näkökulmasta organisaatiotason suorituskyky keskittyy tarkemmin kolmeen tekijään: taloudelliseen suorituskykyyn, markkinoiden suorituskykyyn ja osakkeenomistajien tuottoon (Richard et al. 2009). Agenttiteorian kontekstissa suorituskyvyn mittarit keskittyvät usein taloudellisen arvon luontiin (Belghitar et al. 2019). Suorituskyky ja taloudellisen arvon luonti voidaan liittää myös yrityksen kilpailuetuun ja sen säilyttämiseen (Arbelo et al. 2021). Barney ja Hesterlyn (2018, s. 33) mukaan kilpailuedulla tarkoitetaan yrityksen kykyä luoda taloudellista arvoa verrattuna kilpailijoihin. Kilpailuetua voidaan mitata esimerkiksi erilaisilla kirjanpidon ja talouden suorituskyvyn mittareilla. (Barney & Hesterly 2018, s. 33)

Yrityksen suorituskyvyn mittaaminen perustuu usein objektiivisiin mittareihin, joilla tarkoitetaan kirjanpitoon ja markkinoihin liittyviä mittareita. Mittarit voidaan jakaa mittarityyppeihin eri ominaisuuksien mukaan. Ensimmäinen mittarityyppi on kirjanpitoon perustuvat mittarit. (Richard et al. 2009) Kirjanpitoon perustuvia mittareita voidaankin pitää laskennallisen suorituskyvyn mittaamisen kulmakivenä (Otley 2002). Kirjanpitoon perustuvat mittarit saavat informaation yrityksen tuloslaskelmasta sekä taseesta. Vaikka nämä mittarit ovatkin hyvin yleisiä ja helppokäyttöisiä, on niillä myös joitain rajoitteita. Useimmat

mittarit eivät esimerkiksi ota huomioon yrityksen pääomakustannuksia (Barney & Hesterly 2018, s. 38). Rajoitteena on myös se, että kirjanpitoon perustuvat mittarit keskittyvät usein vain historiatietoon eivätkä tulevaisuuden suorituskykyyn. Toisaalta myös pois-toilla, varastoilla ja kulujen kirjaamisella sekä niiden ajoittamisella on vaikutusta kirjanpidollisiin mittareihin. (Richard et al. 2009) Esimerkki tunnetusta kirjanpitoon perustuvasta mittarista on kokonaispääoman tuotto ROA (engl. return on assets). Brealeyn et al. (2020, s. 751) mukaan kokonaispääoman tuotto on yksi käytetyimmistä tuottoa käsittelevistä mittareista. Muiden kirjanpitoon perustuvien mittareiden tapaan, kokonaispääoman tuotto ei ole kaikista paras mittari mitaamaan pitkän aikavälin suorituskykyä (Wibbens & Sibbelkow 2020).

Toinen suorituskyvyn mittarityyppi käsittää rahoitusmarkkinoihin perustuvat mittarit. Rahoitusmarkkinoihin perustuvilla mittareilla on muutamia etuja kirjanpidollisiin mittareihin verrattuna, sillä niillä voidaan arvioida menneisyyden lisäksi tulevaisuuden suorituskykyä. Rahoitusmarkkinoihin perustuvat mittarit ottavat myös huomioon aineettomat tekijät kirjanpidollisia mittareita paremmin. Toisaalta mittareiden rajoitteena on se, ettei niillä voida tarkastella yrityksen eri toimintoja, vaan ne mitaavat yrityksen suorituskykyä kokonaisuudessaan. (Richard et al. 2009) Esimerkiksi osakekohtainen tulos EPS (engl. earnings per share) on yksi rahoitusmarkkinoihin perustuvista mittareista. De Wetin (2013) mukaan osakekohtainen tulos on yksi yleisimmistä yrityksen taloudellisen suorituskyvyn mittareista. Osakekohtaisen tuloksen suosio perustuu sen helppoon käytettävyyteen, sillä se on helposti laskettavissa ja ymmärrettävissä. Toisaalta osakekohtaisella tuotolla on joitain rajoitteita. Se ei esimerkiksi ota huomioon pääomankustannuksia, jonka takia mittarin saama arvo voi osoittaa korkeampaa suorituskykyä, jos yrityksellä on enemmän velkaa. (de Wet 2013)

Kolmas suorituskyvyn mittaamisen mittarityyppi yhdistää kirjanpitoon ja rahoitusmarkkinoihin perustuvia mittareita. Näiden mittareiden avulla voidaan saavuttaa molempien aiemmin esiteltyjen mittarityyppien etuja, mikä mahdollistaa riskien, operatiivisen suorituskyvyn sekä tulevaisuuden huomioonottamisen. (Richard et al. 2009) Esimerkki kirjanpitoon ja rahoitusmarkkinoihin perustuvasta mittarista on Tobinin Q. Buttin et al. (2023) mukaan Tobinin Q ottaa historiatiedon lisäksi huomioon sekä riskit että tulevaisuuden näkymät, jotka ovat tärkeitä tekijöitä sijoittajien näkökulmasta. Toisaalta Tobinin Q:n laskeminen on useita mittareita haastavampaa, jonka takia mittarista on luotu erilaisia versioita. (Butt et al. 2023)

Edellä esitettyjen mittareiden lisäksi suorituskykyyn liittyy myös tulosten vertailu. Bogetoftin (2012, s. 1) mukaan yrityksen suorituskykyä voidaan tarkastella vertailuanalyysin (engl. benchmarking) avulla. Vertailuanalyysillä tarkoitetaan johtamisen työkalua,

jonka avulla suorituskykyä mitataan vertailemalla organisaation, prosessin tai tuotteen suorituskykyä kilpailijoiden vastaaviin suorituskykyihin. (Bogetoft 2012, s. 1) Vertailuanalyysiä voidaan hyödyntää objektiivisten mittareiden lisäksi muidenkin mittareiden kanssa. Arbelon et al. (2021) mukaan tavanomaisissa taloudellisissa mittareissa on useita varjopuolia, sillä ne eivät ota huomioon talouden lisäksi muita näkökulmia. Jotta varjopuolilta voitaisiin välttyä, voidaan suorituskyvyn mittaamiseen käyttää esimerkiksi tuoton tehokkuutta (engl. profit efficiency). Tuoton tehokkuus tarkastelee yrityksen kykyä hallita resursseja ja tuottaa siten korkeampia tuloksia ja korkeampaa taloudellista arvoa. Tämä lähestymistapa mahdollistaa yrityksen suorituskyvyn ymmärtämisen paremmin kuin pelkkiä taloudellisia mittareita käyttämällä, sillä se vertaa todellista suorituskykyä sen optimaaliseen arvoon. (Arbelo et al. 2021) Taulukossa 3 on esitetty työn tulososissa tarkastellut mittarit sekä niiden määritelmät.

Taulukko 3. Tulososiossa tarkastellut mittarit ja niiden määritelmät

Mittari	Määritelmä
<i>Kokonaispääoman tuotto (ROA)</i>	<i>Kirjanpitoon perustuva mittari, joka kuvaa yrityksen verojen jälkeisen tuloksen suhdetta yrityksen varoihin (Barney & Hesterly 2018, s. 36).</i>
<i>Osakekohtainen tulos (EPS)</i>	<i>Rahoitusmarkkinoihin perustuva mittari, joka kuvaa tuloksen ja maksettujen etuoikeusosakkeiden osinkojen erotuksen suhdetta kantaosakkeiden määrään (Richard et al. 2009).</i>
<i>Tobinin Q</i>	<i>Kirjanpitoon ja rahoitusmarkkinoihin perustuva mittari, joka kuvaa yrityksen markkina-arvon suhdetta yrityksen omaisuuden uusimisarvoon (Richard et al. 2009).</i>
<i>Tuoton tehokkuus</i>	<i>Yrityksen resurssien hallintaan perustuva mittari, joka kuvastaa todellisen tuoton suhdetta maksimituottoon (Bogetoft 2012, s. 38).</i>

Tässä luvussa määriteltiin suorituskyky sekä työn tulososion kannalta keskeisimmät suorituskyvyn mittarit. Agenttiteorian kontekstissa keskitytään erityisesti organisaatio ja -yrittäjätason suorituskykyyn, jota voidaan tarkastella erilaisten taloudellisten mittareiden avulla. Luvussa mittarit jaettiin eri tyyppisiin niiden ominaisuuksien mukaan. Lopussa tulososion kannalta keskeisimmät mittarit koottiin ja määriteltiin taulukkoon 3. Seuraavassa luvussa käsitelläänkin työn varsinaisia tuloksia esitettyjä teorialukuja yhdistäen.

4. AGENTTIONGELMIEN JA -KUSTANNUSTEN VAIKUTUKSET YRITYKSEN SUORITUSKYKYYN

Tässä luvussa käsitellään varsinaisen kirjallisuuskatsauksen tuloksia johdannossa esitetyn lähdeaineiston pohjalta. Luvussa pyritään selvittämään agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutuksia yrityksen suorituskykyyn. Vaikutuksia selvittäessä pyritään vastaamaan esitettyihin tutkimuskysymyksiin siitä, miten agenttiongelmien ja -kustannukset vaikuttavat yrityksen suorituskykyyn ja miten näitä ongelmia sekä kustannuksia voidaan hallita. Johdannossa esitelty lähdeaineisto voidaan jakaa havaintojen mukaan kolmeen eri kategoriaan: hallinnan menetelmiin, omistusrakenteeseen sekä rahoitusrakenteeseen. Luku jakautuu tarkemmin kolmeen alalukuun edellä mainittujen havaintojen mukaisesti. Ensimmäinen alaluku keskittyy tarkastelemaan tutkimuksia, joissa on tutkittu useampaa hallinnan menetelmää yleisemmällä tasolla. Toinen alaluku keskittyy tarkemmin omistusrakenteen ja suorituskyvyn väliseen yhteyteen agenttiteorian näkökulmasta. Kolmas ja viimeinen alaluku tarkastelee rahoitusrakennetta ja yrityksen suorituskykyä suhteessa agenttiteoriaan. Taulukkoon 4 on jaettu lähdeaineisto havaintojen mukaan eri kategorioihin.

Taulukko 4. *Lähdeaineistossa havaitut yhteydet agenttiteorian ja yrityksen suorituskyvyn välillä.*

Havainnot	Artikkelit
<i>Hallinnan menetelmät</i>	Agrawal & Knoeber (1996), Core et al. (1999), Lin et al. (2011), Tran et al. (2021)
<i>Omistusrakenne</i>	Ang et al. (2000), Demsetz & Villalonga (2001), Gaur et al. (2015), Rashid Khan et al. (2020)
<i>Rahoitusrakenne</i>	Ahmed et al. (2023), Berger & Bonaccorsi di Patti (2006), Margaritis & Psillaki (2010), Jiraporn et al. (2012)

4.1 Hallinnan menetelmien vaikutus yrityksen suorituskykyyn

Tässä alaluvussa tarkastellaan tutkimuksia, jotka ovat keskittyneet useampiin agenttiongelmien ja -kustannusten hallinnan menetelmiin sekä hyvän hallintotavan menetelmiin yleisellä tasolla. Tarkasteltavia tutkimuksia yhdistää se, että ne käsittelevät useampia eri menetelmiä keskittymättä ainoastaan yhteen tiettyyn menetelmään. Taulukkoon 5 on koottu alaluvussa käsitellyt artikkelit, kuvaus niiden sisällöstä sekä tutkimuksissa käytetyt suorituskyvyn mittarit.

Taulukko 5. *Hallinnan menetelmiä yleisemmällä tasolla käsittelevät artikkelit ja niissä käytetyt mittarit.*

Artikkeli	Sisältö	Mittarit
<i>Agrawal & Knoeber (1996)</i>	<i>Sisäinen osakkeenomistus, institutionaaliset sijoittajat, ulkopuoliset hallituksen jäsenet, velk-rahoitus, johtajien työmarkkinat ja yrityksen suorituskyky</i>	<i>Tobinin Q</i>
<i>Core et al. (1999)</i>	<i>Hyvä hallintotapa, johdon palkitseminen ja yrityksen suorituskyky</i>	<i>ROA</i>
<i>Lin et al. (2011)</i>	<i>Institutionaaliset sijoittajat, yrityksen hallitus, johdon palkitseminen ja yrityksen suorituskyky</i>	<i>ROA, Tobinin Q, EPS</i>
<i>Tran et al. (2021)</i>	<i>Hallituksen monimuotoisuus ja koko, johdon rooli, omistuksen keskittyminen sekä yrityksen suorituskyky</i>	<i>ROA, Tobinin Q</i>

Agenttiongelmia ja niiden aiheuttamia agenttikustannuksia voidaan hallita useilla erilaisilla menetelmillä (Bushman & Smith 2001; Schäuble 2019). Tran et al. (2021) käsittelevät tutkimuksessaan hyvän hallintotavan menetelmien vaikutusta yrityksen suorituskykyyn. Nämä tutkimuksen menetelmät voidaan jakaa kahteen kategoriaan: yrityksen hallituksen monimuotoisuuteen sekä johdon vallan keskittymiseen. Yrityksen hallituksen monimuotoisuus käsittelee hallituksen koon ja sukupuolen monimuotoisuutta. Sen sijaan johdon vallan keskittyminen käsittelee yrityksen toimitusjohtajan roolia ja omistuksen keskittymistä. (Tran et al. 2021) Tarkastellussa kirjallisuudessa esiintyy muitakin näkökulmia hallinnan menetelmien yhteydestä yrityksen suorituskykyyn. Kuten todettu, agenttiongelmien ja -kustannusten hallinnan menetelmät liittyvätkin usein agentin valvontaan (Brealey et al. 2020, s. 314). Agrawal ja Knoeber (1996) tutkivat artikkelissaan

useiden eri menetelmien yhteyttä yrityksen suorituskykyyn. Artikkelin mukaan institutionaaliset osakkeenomistajat lisäävät johdon valvontaa, mikä nostaa yrityksen suorituskykyä. Vastaavalla tavalla myös ulkopuoliset hallituksen edustajat lisäävät valvontaa ja siten parantavat yrityksen suorituskykyä. Velkarahoituksen vaikutus yrityksen suorituskykyyn perustuu myös valvontaan, sillä velanantajatkin valvovat yrityksen toimintaa. Sen sijaan johtajien työmarkkinat hallinnan menetelmänä motivoivat yrityksen johtoa suoriutumaan paremmin, jotta heitä ei korvattaisi. (Agrawal & Knoeber 1996)

Agrawal ja Knoeber (1996) havaitsivat tutkimuksessaan useita tilastollisesti merkittäviä suhteita eri menetelmien ja Tobinin Q:lla mitatun suorituskyvyn välillä. Tulosten perusteella yrityksen suorituskykyyn vaikuttavia menetelmiä ovat sisäinen omistus, hallituksen ulkopuoliset edustajat, velkarahoitus ja yrityksen hallinnollinen toiminta. Toisaalta toisessa testissä sisäisen omistuksen yhteys suorituskykyyn katoaa, mutta muut menetelmät säilyvät. (Agrawal & Knoeber 1996) Huomataan, että tutkimuksessa yrityksen suorituskykyyn vaikuttaneet menetelmät liittyivät kaikki johdon valvontaan. Tranin et al. (2021) tutkimuksessa sen sijaan havaitaan eriäviä yhteyksiä menetelmien ja suorituskyvyn mittareiden välillä. Tuloksista havaittiin, että sukupuolen monimuotoisuus johti parempaan ROA:lla mitattuun suorituskykyyn, jos toimitusjohtaja ei toiminut hallituksen puheenjohtajana, omistuksen keskittyneisyys oli vähäistä ja hallitus oli kooltaan suuri. Markkinoinin perustuvalla Tobinin Q:lla tehdyssä mittauksessa ei sen sijaan havaittu yhteyttä yrityksen suorituskykyyn ja hallituksen koon välillä. (Tran et al. 2021)

Hallinnan menetelmien ja yrityksen suorituskyvyn yhteyttä tarkasteltaessa esiin nousee myös yrityksen johdon palkitseminen. Coren et al. (1999) tutkivat artikkelissaan johdon palkitsemisen ja hyvän hallintotavan yhteyttä sekä yritysten hallintorakenteen vaikutusta tulevaisuuden suorituskykyyn. Tätä johdon palkitsemisen yhteyttä yrityksen suorituskykyyn voidaan tarkastella myös toisesta näkökulmasta. Linin et al. (2011) tutkimus keskittyikin selvittämään institutionaalisten sijoittajien sekä yrityksen hallituksen yhteyttä johdon palkitsemiseen korkean teknologian yrityksissä. Aiemmat tutkimukset uskovat, että johdon palkitsemisen ja yrityksen suorituskyvyn yhteys ratkaisee agentin ja päämiehen väliset agenttiongelmia. Tämän ajatuksen ongelmana on se, että agenttikustannukset nousevat huomattavasti johdon palkitsemisen myötä. Riskinä on myös se, että yrityksen johto saattaa keskittyä ainoastaan lyhyen aikavälin suorituskykyyn. (Lin et al. 2011) Tästä syystä on hyödyllistä keskittyä tarkastelemaan johdon palkitsemisen yhteyttä myös muihin hallinnan menetelmiin.

Johdon palkitseminen liittyy myös agentin ja päämiehen välisen sopimuksen laatuun. Kuten aiemmin todettu, tulokseen perustuva sopimus vähentää agenttiongelmia omistajien ja johdon välillä, sillä sopimus vähentää osapuolten ristiriitaisia tavoitteita ja siten

rajoittaa johdon mahdollista opportunismia (Eisenhardt 1989; Nyberg et al. 2010). Linin et al. (2011) tutkimuksen tulokset tukevat tätä väitettä. Tutkimuksen tulosten mukaan johdon palkitsemisella on merkittävä positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn mittarista riippumatta, mikä osoittaa, että tulokseen perustuva palkitseminen on tehokas tapa vähentää agenttiongelmien vaikutuksia tarkastelluissa yrityksissä. (Lin et al. 2011) Tämä johdon ja omistajien välinen sopimuksen laatu ei kuitenkaan ole ainoa johdon palkitsemista ja yrityksen suorituskykyä yhdistävä tekijä. Coren et al. (1999) tutkimuksessa havaitaan, että sekä hallituksen jäsenten ominaisuudet että yrityksen omistusrakenne vaikuttavat merkittävästi johdon palkitsemisen tasoon. Johdon palkitsemisen tasoon vaikuttaa myös johdon rooli hallituksessa, hallituksen koko sekä hallituksen ulkopuolisten jäsenten osuus. (Core et al. 1999) Kirjallisuudessa havaitaan myös muita johdon palkitsemisen tasoon vaikuttavia tekijöitä. Linin et al. (2011) mukaan johdon palkitsemiseen vaikuttaa myös institutionaalisten sijoittajien valvonta. Institutionaalisten sijoittajien irtaantumisen riski johtaa siihen, ettei johto välttämättä vaadi enempää kompensatiota työstään. Institutionaalisten sijoittajien valvonnan onnistuessa johdon palkitseminen on myös vähäisempää. (Lin et al. 2011)

Useampia agenttiongelmien ja -kustannusten hallinnan menetelmiä käsitelleistä tutkimuksista huomataan, että eri menetelmillä havaitaan selkeitä vaikutuksia yrityksen suorituskykyyn. Johdon valvontaan liittyvät menetelmät vaikuttivat selkeästi parantavan yrityksen suorituskykyä ja samalla vähentävän agentin ja päämiehen välisiä agenttiongelmia. Toisaalta myös yrityksen hallituksen ja omistuksen eri ominaisuuksilla huomataan olevan selkeitä suorituskykyä parantavia vaikutuksia. Coren et al. (1999) tutkimuksen tulosten perusteella voidaan päätellä, että heikommin hallinnoiduilla yrityksillä on enemmän agenttiongelmia. Toisaalta johdon palkkiot ovat myös suurempia yrityksissä, joissa agenttiongelmia on enemmän. Lopulta paljon agenttiongelmia sisältävät yritykset saavuttavat kuitenkin heikomman suorituskyvyn. (Core et al. 1999) Tarkastellun kirjallisuuden perusteella havaitaan myös, että johdon palkitsemisella on positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn ja samalla se vähentää yrityksen johdon sekä omistuksen välisiä agenttiongelmia. Toisaalta johdon palkitsemiseen vaikuttaa useita muita hallinnan menetelmiä, kuten institutionaaliset sijoittajat, omistuksen ja hallinnon rakenne sekä johdon rooli yrityksen päätöksenteossa, joilla voi olla eriäviä vaikutuksia suorituskykyyn. Tarkastelluista tutkimuksista huomataan myös, että uudemmissa tutkimuksissa käytetään useampaa suorituskyvyn mittaria, kun taas vanhemmissa keskitytään tarkastelemaan yrityksen suorituskykyä yhden tietyn mittarin ja näkökulman puitteissa.

4.2 Omistusrakenteen vaikutus yrityksen suorituskykyyn

Tässä alaluvussa keskitytään tarkastelemaan agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutuksia yrityksen suorituskykyyn omistusrakenteen näkökulmasta. Alaluku etenee siten, että alussa esitellään tarkasteltavat artikkelit ja niiden näkökulmat, jonka jälkeen keskitytään tarkastelemaan ja vertailemaan tutkimusten tuloksia. Alaluvun lopussa löydetty havainnot kootaan yhteen. Valittuja artikkeleja on yhteensä neljä, jotka kaikki tarkastelevat omistusrakennetta ja agenttiteoriaa eri näkökulmista. Taulukkoon 6 on koottu omistusrakennetta käsittelevät artikkelit, niiden sisältö sekä tutkimuksissa käytetyt mittarit.

Taulukko 6. *Omistusrakennetta käsittelevät artikkelit, niiden sisältö ja käytetyt mittarit*

Artikkeli	Sisältö	Mittarit
<i>Ang et al. (2000)</i>	<i>Agenttikustannukset ja omistusrakenne</i>	-
<i>Demsetz & Villalonga (2001)</i>	<i>Omistusrakenne ja yrityksen suorituskyky</i>	<i>Tobinin Q</i>
<i>Gaur et al. (2015)</i>	<i>Omistusrakenne, hallituksen rakenne ja yrityksen suorituskyky</i>	<i>ROA</i>
<i>Rashid Khan et al. (2020)</i>	<i>Hyvän hallintotavan laatu, omistusrakenne, agenttikustannukset ja yrityksen suorituskyky</i>	<i>ROA, EPS</i>

Eräs kirjallisuudessa usein esiintynyt agenttiongelmien ja -kustannusten yhteys yrityksen suorituskykyyn liittyy omistusrakenteisiin. Demsetz ja Villalonga (2001) käsittelevät artikkelissaan tätä omistusrakenteen ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Kuten muitakin hallinnan menetelmiä tarkasteltaessa, voidaan omistusrakenteen vaikutusta yrityksen suorituskykyyn tarkastella eri näkökulmista ja eri ympäristöissä. Rashid Khan et al. (2020) tutkivat artikkelissaan hyvän hallintotavan laadun sekä omistusrakenteen yhteyttä agenttikustannuksiin ja yrityksen suorituskykyyn Kiinan listatuissa yrityksissä. Tutkimuksessa tarkastellaan omistusrakennetta etenkin omistuksen keskittymisen kautta. Omistuksen keskittymisen yhteydestä yrityksen suorituskykyyn onkin löydetty tuloksia aiemmissa tutkimuksissa (Rashid Khan et al. 2020)

Kuten todettu, omistusrakenne on tärkeä osa yrityksen hallintaa, mutta huomioon voidaan ottaa myös hallituksen rakenne. Gaur et al. (2015) tutkivat artikkelissaan omistusrakenteen, hallituksen rakenteen ja yrityksen suorituskyvyn yhteyttä. Hallituksen rakennetta voidaan tarkastella hallituksen itsenäisyyden avulla eli tilanteella, jossa enemmistö

hallituksen jäsenistöstä on yrityksen ulkopuolisia toimijoita eikä toimitusjohtaja toimi hallituksen puheenjohtajana. Artikkelin mukaan agenttiteorian näkökulmasta on kuitenkin keskeisempää tarkastella omistuksen keskittymistä. (Gaur et al. 2015) Tätä agenttiteorian näkökulmaa voidaan tarkastella paremmin keskittymällä agenttikustannusten ja omistusrakenteiden yhteyteen. Ang et al. (2000) keskittyvätkin tutkimuksessaan nimenomaan agenttikustannuksiin yritysten eri omistusrakenteissa. Tutkimus ei itsessään tarkastele yrityksen suorituskykyä, mutta se tukee muiden tutkimusten käsittelyä ja helpottaa ymmärtämään omistusrakenteen merkitystä agenttiteorian kontekstissa.

Omistusrakenteen ja suorituskyvyn yhteyttä tutkiessa on syytä kiinnittää huomiota myös toimintaympäristöön. Ang et al. (2000) tutkivat artikkelissaan agenttikustannusten suhdetta yrityksen omistusrakenteisiin pienissä yrityksissä. Pienissä yrityksissä johdon omistuksen osuus vaihtelee suuresti, mikä mahdollistaa agenttikustannusten tarkastelun erilaisilla hallinnon ja omistuksen rakenteilla. (Ang et al. 2000) Rashid Khanin et al. (2020) tutkimus sen sijaan tarkastelee Kiinan kehittyvien markkinoiden yrityksiä. Kehittyvillä markkinoilla johdolla on taipumus hallita yrityksen varoja tehottomammin, millä havaitaan olevan vaikutusta yrityksen suorituskykyyn. (Rashid Khan et al. 2020) Tarkasteltavan toimintaympäristön ymmärtäminen mahdollistaakin tutkimusten tulosten kriittisen tulkinnan. Demstet ja Villalonga (2001) havaitsivat tutkimuksessaan, että markkinat tuovat esiin niin hajautuneita kuin keskittyneitäkin omistusrakenteita, jotka ovat sopivia tarkasteltavalle yritykselle. Tämä tarkoittaa sitä, että omistusrakenteet eroavat yritysten välillä olosuhteiden, skaalaetujen, erilaisten säädösten ja toimintaympäristön vakauden myötä. (Demstet & Villalonga 2001)

Angin et al. (2000) tutkimus agenttikustannusten ja omistusrakenteen yhteydestä tukee Jensenin ja Mecklingin (1976) esittämää teoriaa omistusrakenteesta, organisaation rakenteesta sekä johtajien ja osakkeenomistajien etujen yhteensovittamisesta. Tutkimuksessa havaitaan, että agenttikustannukset ovat suurempia, jos yritystä johtaa ulkopuolinen taho. Agenttikustannusten huomataan vähenevän, kun johdon omistusosuus kasvaa. Toisaalta agenttikustannukset kasvavat, kun johtoon kuulumattomien omistajien määrä yrityksessä kasvaa. (Ang et al. 2000) Näitä omistusrakenteen ominaisuuksia voidaan tarkastella omistuksen keskittymisen kautta. Rashid Khanin et al. (2020) mukaan omistuksen keskittymistä ja yrityksen suorituskykyä koskevat tutkimukset jakautuvat kahteen osaan. Ensimmäisen näkökulman mukaan, kun yrityksillä on heikommat hallinnan menetelmät, niin enemmistöosakkeenomistajat auttavat vähentämään agenttiongelmia. Toisen näkökulman mukaan vähemmistöosakkeenomistajat joutuvat hyväksikäytetyksi, kun yrityksen hallinta on enemmistön hallussa. Tutkimuksen tuloksista havaitaankin, että omistuksen ollessa keskittyneempää niin yrityksen ROA:lla ja EPS:llä mitattu

suorituskyky paranee ja samalla myös agenttikustannukset vähenevät. (Rashid Khan et al. 2020)

Gaur et al. (2015) saivat tutkimuksessaan vastaavia tuloksia kuin edellä. Tutkimuksen tulosten perusteella omistuksen hajautuminen johtaa agenttiongelmiiin ja siten myös yrityksen heikompaan ROA:lla mitattuun suorituskykyyn. Tuloksista havaitaan myös, että hallituksen itsenäisyyden vaikutus yrityksen kirjanpitoon perustuvaan suorituskykyyn heikkenee, kun yritysten omistus on hyvin keskittynyttä. (Gaur et al. 2015) Omistusrakenteen ja yrityksen suorituskyvyn yhteyttä ei ole kuitenkaan vahvistettu kaikissa tutkimuksissa. Demstezin ja Villalongan (2001) tutkimuksessa ei havaita tilastollisesti merkittävää suhdetta yrityksen omistusrakenteen ja markkinapohjaisella Tobinin Q:lla mitatun suorituskyvyn välillä. Tutkimuksen tulos on linjassa aiempien näkemysten kanssa, joiden mukaan yrityksen omistajuuden hajautuneisuus voi lisätä agenttiongelmia, mutta samalla myös tuoda yritykseen muita etuja, jotka kompensoivat agenttiongelmien vaikutusta. (Demstez & Villalonga 2001)

Tarkastellussa kirjallisuudessa havaitaan niin samoja kuin eriäviäkin havaintoja omistusrakenteen vaikutuksista yrityksen suorituskykyyn. Agenttiongelmien ja -kustannusten yhteys yrityksen omistusrakenteeseen ja suorituskykyyn on kuitenkin tunnistettu tarkastellussa kirjallisuudessa. Huomataan, että tutkimuksissa käsiteltyjen yritysten toimintaympäristöllä ja siten myös käytetyillä suorituskyvyn mittareilla on eriäviä vaikutuksia tutkimusten tuloksiin. Omistuksen keskittymisen huomataan nostavan yrityksen ROA:lla ja EPS:llä mitattua suorituskykyä ja vähentävän agenttikustannuksia. Toisaalta hajaantuneemman omistuksen havaittiin johtavan agenttiongelmiiin. Havaintojen perusteella voidaan todeta, että tutkimuksissa löydettiin yhteys omistusrakenteen ja yrityksen suorituskyvyn välillä, kun käytettiin yrityksen kokonaispääoman tuottoa ja osakekohtaista tuottoa suorituskyvyn mittareita, mutta Tobinin Q:lla ei löydetty vastaavaa yhteyttä. Kokonaisuudessaan agenttiongelmilla ja niiden aiheuttamilla agenttikustannuksilla havaitaan olevan vaikutuksia yrityksen suorituskykyyn.

4.3 Rahoitusrakenteen vaikutus yrityksen suorituskykyyn

Tässä alaluvussa käsitellään agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutusta yrityksen suorituskykyyn rahoitusrakenteen kautta. Alaluvussa käsitellään yhteensä neljää tutkimusta, jotka käsittelevät rahoitusrakennetta ja etenkin velkarahoitusta agenttiteorian näkökulmasta. Kuten omistusrakenteitakin käsiteltäessä, tämä alaluku rakentuu siten, että aluksi esitellään tarkasteltujen tutkimusten näkökulmat ja lähtökohdat, jonka jälkeisissä

kappaleissa paneudutaan tarkemmin tutkimusten tuloksiin. Taulukkoon 7 on koottu rahoitusrakennetta käsittelevät artikkelit, niiden sisältö sekä niissä käytetyt suorituskyvyn mittarit.

Taulukko 7. *Rahoitusrakennetta käsittelevät artikkelit, niiden sisältö ja käytetyt mittarit*

Artikkeli	Sisältö	Mittarit
<i>Ahmed et al. (2023)</i>	<i>Rahoitusrakenne, agenttikustannukset ja rahoitusrakenne</i>	<i>ROA, EPS</i>
<i>Berger & Bonaccorsi di Patti (2006)</i>	<i>Velkarahoitus, agenttiongelmien ja yrityksen suorituskyky</i>	<i>Tuoton tehokkuus</i>
<i>Margaritis & Psillaki (2010)</i>	<i>Rahoitusrakenne, omistusrakenne ja yrityksen suorituskyky</i>	<i>Vertailuanalyysi</i>
<i>Jiraporn et al. (2012)</i>	<i>Johdon rooli ja rahoitusrakenne</i>	<i>ROA, EPS, Tobinin Q</i>

Hyvän hallintotavan sekä agenttiteorian mukaan velkarahoituksella on vaikutus johdon ja omistajien välisiin agenttikustannuksiin (Jensen & Meckling 1989; Berger & Bonaccorsi di Patti 2006; Ahmed et al. 2023). Tästä syystä yrityksen rahoitusrakenne ja sen suhde yrityksen suorituskykyyn esiintyy tarkasteltavassa kirjallisuudessa useasti. Berger ja Bonaccorsi di Patti (2006) tutkivatkin artikkelissaan velkarahoituksen vaikutusta agenttikustannuksiin ja yrityksen suorituskykyyn Yhdysvaltojen pankkialan organisaatioissa. Artikkelin mukaan yrityksen rahoitusrakenteen valinnalla voidaan lieventää agenttikustannuksia. (Berger & Bonaccorsi di Patti 2006) Vastaava lähestymistapa rahoitusrakenteen ja yrityksen suorituskyvyn välillä esiintyy myös muissa alan tutkimuksissa. Margaritis ja Psillakin (2010) artikkeli tutkii rahoitusrakenteen, omistusrakenteen ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä Ranskan valmistavan teollisuuden yrityksissä. Tarkemmin tutkimus keskittyy tarkastelemaan tehokkaiden yritysten suhtautumista velkarahoitukseen. (Margaritis & Psillaki 2010)

Velkarahoitus osoittautuikin varsin keskeiseksi osaksi tarkasteltavassa kirjallisuudessa esitettyä agenttiongelmien ja -kustannusten hallintaa rahoitusrakenteen avulla. Myös Ahmed et al. (2023) tutkivat artikkelissaan agenttikustannusten vaikutusta yrityksen rahoitusrakenteeseen ja suorituskykyyn. Artikkelin mukaan aiemmissa tutkimuksissa on havaittu, että kun yrityksen rahoitusrakenne lisää velkaantumistaan, agenttiongelmien ja niiden mukaiset kustannukset vähenevät, jolloin yrityksen suorituskyky paranee. (Ahmed

et al. 2023) Yrityksen rahoitusrakennetta voidaan tarkastella myös johdon näkökulmasta. Jiraporn et al. (2012) tutkivatkin artikkelissaan yrityksen johdon roolin vaikutusta rahoitusrakenteeseen. Agenttiongelmien takia yrityksen johtajat eivät välttämättä tavoittele velkarahoitukseen liittyviä mahdollisuuksia, vaikka ne ajaisivat yrityksen omistajien etua. Tämä voi johtua esimerkiksi velkarahoituksen aiheuttamasta korkeamman suorituskyvyn paineesta tai oman työpaikan menettämisen pelosta. (Jiraporn et al. 2012)

Bergerin ja Bonaccorsi di Pattiin (2006) mukaan korkea velan määrä rahoitusrakenteessa vähentää ulkoisen omanpääoman agenttikustannuksia ja lisää yrityksen arvoa kannustamalla johtoa toimimaan enemmän omistajien etujen mukaisesti. Toisaalta, kun korkeampi velan määrä laskee ulkoisen pääoman agenttikustannuksia, niin vastaavasti ulkoisen velkarahoituksen agenttikustannukset nousevat velanantajien ja yrityksen omistajien välillä. Tutkimusten tulokset tukevat väitettä siitä, että velkarahoitus vaikuttaa agenttikustannuksiin ja siten myös tuoton tehokkuudella mitattuun yrityksen suorituskykyyn. Tulokset ovat kuitenkin ristiriidassa pankkialan kirjallisuuden kanssa, mikä voi johtua käytetystä suorituskyvyn mittarista. (Berger & Bonaccorsi di Patti 2006) Agenttikustannusten, velkarahoituksen ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys havaitaan useammassa alan tutkimuksessa. Ahmedin et al. (2023) artikkelissa esitetään, että velan määrän lisääminen voi vähentää agenttikustannuksia ja siten parantaa yrityksen suorituskykyä. Tutkimuksen tulokset tukevat agenttiteorian oletuksia, joiden mukaan rahoitusrakenteen ja yrityksen suorituskyvyn välillä on yhteys. (Ahmed et al. 2023)

Agenttikustannusten lisäksi kirjallisuudessa havaitaan eri omistusrakenteen ominaisuuksilla olevan vaikutusta rahoitusrakenteeseen ja yrityksen suorituskykyyn. Margaritis ja Psillaki (2010) havaitsivat tutkimuksessaan, että korkeampi omistuksen keskittyneisyys johtaa usein korkeampaan velan määrään. Tulokset tukevat esitettyä väitettä siitä, että korkeampi velan määrä rahoitusrakenteessa johtaa korkeampaan suorituskykyyn. (Margaritis & Psillaki 2010) Käsitellyissä tutkimuksissa havaitaan muitakin rahoitusrakenteeseen vaikuttavia tekijöitä. Jirapornin et al. (2012) tutkimuksen tulokset vahvistavat agenttiteorian mukaisen väitteen, jonka mukaan yrityksen johdon roolin ollessa suurempi yritys todennäköisemmin päätyy matalampaan velkaantumisasasteeseen, jotta erilaisilta valvontaan liittyviltä menetelmiltä vältyttäisiin. Tässä tilanteessa myös yrityksen velkaantumistasteen muutos vaikuttaa yrityksen suorituskykyyn enemmän kuin tilanteessa, jossa johdolla on pienempi rooli päätöksenteossa. (Jiraporn et al. 2012)

Käsitellyissä tutkimuksissa löydetään useita yhtäläisyyksiä, mutta myös toisiaan täydentäviä havaintoja. Huomataan, että tarkastellussa aineistossa käytettiin keskenään erilaisia suorituskyvyn mittareita, mikä ei kuitenkaan johtanut selkeästi tutkimusten tulosten

eroavuuteen. Tutkimusten tuloksista voidaan päätellä, että agenttiongelmilla ja kustannuksilla on vaikutusta yrityksen rahoitusrakenteeseen ja siten myös suorituskykyyn. Tämä vaikutus perustuu velkarahoituksen painottamiseen rahoitusrakenteessa. Tarkastellussa kirjallisuudessa esitetään, että korkeampi velan määrä laskee agenttikustannuksia sekä -ongelmia ja siten myös parantaa yrityksen suorituskykyä. Nämä havainnot ovat agenttiteorian näkökulmasta työn kannalta kaikista keskeisimpiä. Toisaalta kirjallisuudessa havaittiin myös aiemmin käsiteltyihin hallinnan menetelmiin liittyviä näkökulmia. Omistuksen keskittymisellä ja yrityksen johdon roolilla on merkitystä velan ottamiseen ja rahoitusrakennetta koskeviin päätöksiin.

Tämä luku kokosi yhteen työssä tarkastellun lähdeaineiston tulokset kolmen eri alaluvun ja näkökulman kautta. Käsiteltyjä näkökulmia olivat hallinnan menetelmät, omistusrakenne sekä rahoitusrakenne. Koska luku oli jaettu kolmeen eri näkökulmaan alalukujen avulla, tulee saatuja tuloksia koota yhteen vielä tarkemmin. Tulosten tarkempi yhteenveto ja työn lopullisten päätelmien kokoaminen tapahtuu seuraavassa ja viimeisessä luvussa eli päätelmissä.

5. PÄÄTELMÄT

Tässä luvussa kootaan yhteen työn teoria- ja tulososioissa havaitut löydökset. Havaittujen löydösten avulla vastataan johdannossa esitettyihin tutkimuskysymyksiin sekä arvioidaan, päästiinkö työssä asetettuun tavoitteeseen. Luku jakautuu kahteen alalukuun, joista ensimmäisessä käsitellään tutkimusaineistoon perustuvia päätelmiä ja toisessa tulosten arviointia sekä jatkotutkimusehdotuksia.

5.1 Tutkimusaineistoon perustuvat päätelmät

Työn alussa esitettiin kaksi tutkimuskysymystä, joiden avulla pyrittiin pääsemään työn tavoitteeseen eli selvittämään agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutukset yrityksen suorituskykyyn. Tavoitetta tukevan alatutkimuskysymyksen tarkoituksena oli selvittää, miten agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutusta yrityksen suorituskykyyn voidaan hallita. Kuten teoriassa esitettiin, agenttiteorian mukaisia agenttiongelmia ja -kustannuksia pyritään hallitsemaan erilaisten menetelmien avulla. Erilaisiksi hallinnan menetelmiksi tunnistettiin esimerkiksi johdon valvonta, palkitseminen ja erilaiset sopimukset (Eisenhardt 1989; Pepper & Gore 2015). Teoriaosion lisäksi työn tulososiossa perehdyttiin tarkemmin erilaisiin menetelmiin kolmesta valitusta näkökulmasta. Ensimmäinen näkökulma tarkasteli hallinnan menetelmiä sekä hyvää hallintotapaa yleisemmällä tasolla. Toinen näkökulma tarkasteli agenttiongelmien ja -kustannusten hallintaa omistusrakenteen kautta etenkin omistuksen keskittymistä silmällä pitäen. Kolmas ja viimeinen näkökulma tarkasteli hallinnan menetelmiä rahoitusrakenteen kautta keskittyen etenkin velkarahoitukseen. Teoria- ja tulososiossa onnistuttiin siis kattavasti vastaamaan johdannossa asetettuun alatutkimuskysymykseen ja siten tunnistamaan erilaisia hallinnan menetelmiä.

Alatutkimuskysymys osoittautuikin antamaan työlle tärkeän näkökulman tulosten analysoinnille. Tulososio lähti nimittäin tarkastelemaan hallinnan menetelmiä tarkemmin pyrkien samalla vastaamaan esitettyyn päätutkimuskysymykseen, miten agenttiongelmien ja niiden aiheuttamat agenttikustannukset vaikuttavat yrityksen suorituskykyyn. Agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutus yrityksen suorituskykyyn oli mahdollista selvittää apukysymyksen mukaisten hallinnan menetelmien avulla. Tuloksissa havaittiin, että eri menetelmiä käyttämällä agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutusta yrityksen suorituskykyyn voidaan hallita. Yhdistävä tekijä tutkimuksissa oli se, että korkeat agenttiongelmien ja -kustannukset johtivat matalampaan suorituskykyyn. Vastaavasti myös oikein hallinnoitujen agenttiongelmien ja -kustannusten mahdollistivat korkeamman suorituskykyyn.

Nämä agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutukset yrityksen suorituskykyyn, kun niitä hallitaan eri menetelmillä, on esitetty tarkemmin kuvassa 3. Kuvassa menetelmien mukaiset tekijät on jaettu tulososion mukaan hallinnan menetelmiin, omistusrakenteeseen ja rahoitusrakenteeseen.

	Hallinnan menetelmät	Omistusrakenne	Rahoitusrakenne	
Vähän	Johdon valvonta ja palkitseminen	Keskittynyt omistus	Velkarahoitus	Korkea
Agenttiongelmien ja -kustannukset				Yrityksen suorituskyky
Paljon	Heikko hallintotapa	Hajautunut omistus	Velan agenttikustannukset	Matala

Kuva 3. Tulososiossa löydetty agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutukset yrityksen suorituskykyyn

Kuvassa 3 nähdään työn tulosten keskeisimmät löydökset agenttiongelmia ja -kustannuksia vähentävistä ja yrityksen suorituskykyä nostavista menetelmistä. Kuvassa on esitetty myös agenttiongelmia ja -kustannuksia lisääviä tekijöitä, jotka tulosten pohjalta ohjaavat yritystä heikompaan suoriutumiseen. Yleisemmästä hallinnan menetelmien näkökulmasta johdon valvontaan ja palkitsemiseen liittyvillä menetelmillä havaittiin olevan agenttiongelmia ja -kustannuksia laskevia vaikutuksia sekä yrityksen suorituskykyä nostavia vaikutuksia (Agrawal & Kneober 1996; Lin et al. 2011). Tuloksista havaittiin myös, että heikommin hallinnoiduilla yrityksillä oli enemmän agenttiongelmia ja -kustannuksia, mikä vastaavasti laskee suorituskykyä (Core et al. 1999). Omistusrakenteen näkökulmasta tuloksista nousi yksi havainto ylitse muiden, joka liittyi omistuksen keskittymiseen. Keskittyneemmän omistuksen havaittiin vähentävän agenttiongelmia ja -kustannuksia ja siten nostavan yrityksen suorituskykyä (Rashid Khan et al. 2020). Sen sijaan hajautuneen omistuksen huomattiin kasvattavan agenttiongelmia ja siten johtavan heikompaan suorituskykyyn (Gaur et al. 2015). Toisaalta hajautuneesta omistuksesta voidaan mahdollisesti saada muita etuja, jotka kompensoivat aiheutuneita ongelmia (Demstev & Villalonga 2001). Rahoitusrakenteen näkökulmasta lisäämällä velan määrää yrityksen rahoitusrakenteeseen, voidaan agenttia valvoa ja motivoida tehokkaammin, mikä vähentää

ulkoisen pääoman agenttikustannuksia. Tulosten mukaan velan lisääminen rahoitusrakenteessa vähentäisi agenttiongelmia ja -kustannuksia sekä siten mahdollistaisi korkeamman suorituskyvyn (Berger & Bonaccorsi di Patti 2006; Margaritis & Psillaki 2010; Ahmed et al. 2023). Toisaalta tulee ottaa huomioon myös korkeamman velan määrän myötä velanantajien ja omistajien välille muodostuvat agenttikustannukset (Berger & Bonaccorsi di Patti 2006). Näiden havaintojen perusteella voidaan todeta, että päätutkimuskysymykseen onnistuttiin vastaamaan ja siten löytämään agenttiongelmien ja -kustannusten vaikutuksia yrityksen suorituskykyyn. Tavoitteen täyttymistä, tulosten arviointia ja mahdollisia jatkotutkimusehdotuksia tarkastellaan seuraavassa alaluvussa.

5.2 Tulosten arviointi ja jatkotutkimusehdotukset

Työn tavoitteena oli selvittää, miten agenttiongelmien ja -kustannukset vaikuttavat yrityksen suorituskykyyn. Tavoite pyrittiin saavuttamaan vastaamalla asetettuihin pää ja -ala-tutkimuskysymyksiin. Työssä käytettiin lähdemateriaalina Julkaisufoorumin JUFO-luokituksestaan vähintään perustason journaaleja, mutta suuri osa aineistosta ylsi myös johdavalle sekä korkeimmalle tasolle, mikä mahdollisti aiheen laadukkaan tarkastelun. Tutkimuksen näkökulman ansiosta aihetta oli mahdollista käsitellä laajasti, minkä avulla saatiin varsin kattava yleiskuva agenttiteorian yhteydestä yrityksen suorituskykyyn. Toisaalta laajan näkökulman valitseminen asetti rajalliset mahdollisuudet aiheen yksityiskohtaisemmalle tarkastelulle. Aiheen laajuuden haasteena oli myös materiaalin looginen jaottelu tulososioon, jossa onnistuttiin kuitenkin johdonmukaisesti. Toisaalta vastaavaan työhön olisi mahdollista valita muitakin jaotteluja ja näkökulmia. Kuten aiemmassa alaluvussa esitettiin, sekä alatutkimuskysymykseen että päätutkimuskysymykseen vastattiin onnistuneesti. Voidaan myös todeta, että työn tavoite saavutettiin johdonmukaisen tulosten läpikäynnin avulla käyttäen laadukasta kirjallisuutta.

Työ onnistui luomaan kattavan yleiskuvan agenttiongelmien ja -kustannusten yhteydestä yrityksen suorituskykyyn. Löydökset voivat olla tärkeitä eri kohderyhmille, kuten yritysten päätöksentekijöille tai tutkijoille. Päätöksentekijöillä tulee olla tiedossa mahdolliset omistajan ja johdon väliset konfliktit, niistä aiheutuvat kustannukset sekä vaikutukset yrityksen suorituskykyyn. Kattava kuvaus erilaisista agenttiongelmista ja -kustannuksista vähentävistä menetelmistä auttaa päätöksentekijöitä tunnistamaan erilaisia ongelmatilanteita ja niiden vaikutuksia yrityksen suorituskykyyn. Toisaalta aiheen käsittely on tärkeää myös johtamisen tutkimuksessa. Koska monilla yrityksen hallinnan ja johtamisen kannalta tärkeillä elementeillä on yhteys agenttiteoriaan, on niitä hyvä pystyä ymmärtämään myös osana yrityksen suorituskykyä. Esimerkiksi omistus- ja rahoitusrakenteen tutkimuksessa agenttiteorian yhteys suorituskykyyn avaa tutkijoille uuden polun tarkastella

aiheita. Toisaalta tutkijan kannalta keskeistä on myös se, että tässä työssä käsiteltyjä aiheita on mahdollista tutkia paljon syvemmin ja eri näkökulmista, minkä takia seuraavaksi pohditaan tarkemmin erilaisia jatkotutkimusehdotuksia.

Vaikka työn tavoite saavutettiin ja tutkimuskysymyksiin vastattiin onnistuneesti, havaittiin työn edetessä muutamia puutteita aiheen tutkimuksessa. Agenttiteoria sekä yrityksen suorituskyky ovat erikseen paljon tutkittuja aiheita, mutta niitä kattavasti yhdistävää kirjallisuutta oli hankalaa löytää. Toisaalta agenttiongelmien ja -kustannusten hallinnan menetelmiä on lukuisia, eikä kaikkia niistä käsitelty tässä tutkimuksessa. Tässä työssä ei myöskään keskitytty hallinnan menetelmien yksityiskohtaisiin vaikutuksiin tai niiden painoarvoon kaikkien menetelmien joukossa. Mielenkiintoinen jatkotutkimus voisi esimerkiksi tarkastella laajemmalla skaalalla eri menetelmien vaikutusta agenttiongelmiin ja -kustannuksiin sekä keskittyä syvällisemmin eri menetelmien vaikutuksiin ja painoarvoon yrityksen suorituskyvyssä. Tässä tapauksessa olisi mahdollista saada parempi kuva siitä, mitkä menetelmät vaikuttavat tehokkaimmin agenttiongelmien ja -kustannusten hallintaan sekä vastaavasti myös yrityksen suorituskykyyn. Toinen mahdollisuus jatkotutkimukselle olisi tarkastella agenttiongelmien yhteyttä yrityksen suorituskykyyn muidenkin kuin taloudellisten mittareiden kautta. Esimerkiksi yritysten sosiaalisen kestävyuden ja suorituskyvyn näkökulmat voisivat tuoda uuden näkökulman nykyisen taloudellisen suorituskyvyn lisäksi.

LÄHTEET

Agrawal, A. & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanism to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31(3), pp. 377–397.

Ahmed, A. M., Nugraha, D. P. & Hågen, I. (2023). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: The Moderating Role of Agency Cost. *Risks*, Vol.11(6), pp. 1–17.

Alkurdi, A., hamad, A., Thneibat, H. & Elmarzouky, M. (2021). Ownership structure's effect on financial performance: An empirical analysis of Jordanian listed firms. *Cogent Business & Management*, Vol.8(1), pp. 1–21.

Ang, J. S., Cole, R. A. & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol.55(1), pp. 81–106.

Arbelo, A., Arbelo-Pérez, M. & Pérez-Gómez, P. (2021). Profit Efficiency as a Measure of Performance and Frontier Models: A Resource-Based View. *BRQ Business Research Quarterly*, Vol.24(2), pp. 143–159.

Barney, J. B. & Hesterly, W. S. (2018). *Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts and Cases*, Global Edition, 6th ed. Pearson International Content. pp. 33–38

Belghitar, Y., Clark, E. & Kassimatis, K. (2019). A measure of total firm performance: New insights for the corporate objective. *Annals of Operations Research*, Vol.281(1–2), pp. 121–141.

Berger, A. N. & Bonaccorsi di Patti, E. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, Vol.30(4), pp. 1065–1102.

Bogetoft, Peter. (2012). *Performance Benchmarking Measuring and Managing Performance*, 1st ed. Springer US. pp. 1–38.

Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance*, 13th ed. McGraw-Hill Education. pp. 12–751.

Bushman, R. M. & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, Vol.32(1), pp. 237–333.

Butt, M. N., Baig, A. S. & Seyyed, F. J. (2023). Tobin's Q approximation as a metric of firm performance: An empirical evaluation. *Journal of Strategic Marketing*, Vol.31(3), pp. 532–548.

Core, J. E., Holthausen, R. W. & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, Vol.51(3), pp. 371–406.

de Wet, J. (2013). Earnings Per Share as a Measure of Financial Performance: Does it Obscure More than it Reveals? *Corporate Ownership & Control*, Vol.10, pp. 265–275.

- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, Vol.7, pp. 209–233.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment And Review. *Academy of Management. The Academy of Management Review*, Vol.14(1), pp. 57–74.
- Fernando, A. C., Muraleedharan, K. P. & Sathees, E. K. (2018). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, 3rd ed. Pearson India.
- Gaur, S. S., Bathula, H. & Singh, D. (2015). Ownership concentration, board characteristics and firm performance: A contingency framework. *Management Decision*, Vol.53(5), pp. 911–931.
- Hardwick, P., Adams, M. & Zou, H. (2011). Board Characteristics and Profit Efficiency in the United Kingdom Life Insurance Industry. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.38(7–8), pp. 987–1015.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.3(4), pp. 305–360.
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P. & Liu, Y. (2012). Capital Structure, CEO Dominance, and Corporate Performance. *Journal of Financial Services Research*, Vol.42(3), pp. 139–158.
- Kochhar, R. (1996). Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory Vs. Transaction Cost Economics. *Strategic Management Journal*, Vol.17(9), pp. 713–728.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A. & Tuna, I. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The Accounting Review*, Vol.82(4), pp. 963–1008.
- Lin, Y. F., Liao, Y. C. & Chang, K. C. (2011). Firm performance, corporate governance and executive compensation in high-tech businesses. *Total Quality Management & Business Excellence*, Vol.22(2), pp. 159–172.
- Margaritis, D. & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, Vol.34(3), pp. 621–632.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol.48(3), pp. 261–297.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.15(2), pp. 81–102.
- Otley, D. (2002). Measuring performance: The accounting perspective. In A. Neely (Eds.). *Business performance measurement: Theory and practice*: Cambridge University Press, pp. 3-21.
- Nyberg, A. J., Fulmer, I. S., Gerhart, B. & Carpenter, M. A. (2010). Agency Theory Revisited: Ceo Return and Shareholder Interest Alignment. *Academy of Management Journal*, Vol.53(5), pp. 1029–1049.
- Pepper, A. & Gore, J. (2015). Behavioral Agency Theory: New Foundations for Theorizing About Executive Compensation. *Journal of Management*, Vol.41(4), pp. 1045–1068.

Qu, B. (2004) WHAT DETERMINES CORPORATE OWNERSHIP CONCENTRATION AROUND THE WORLD? In M. Hirschey, K. John and, & A. K. Makhija (Eds.). *Corporate Governance*. Emerald Group Publishing Limited. pp. 221–246.

Rashid Khan, H. U., Khidmat, W. B., Hares, O. A., Muhammad, N. & Saleem, K. (2020). Corporate Governance Quality, Ownership Structure, Agency Costs and Firm Performance. Evidence from an Emerging Economy. *Journal of Risk and Financial Management*, Vol.13(7), pp. 1–33.

Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S. & Johnson, G. (2009). Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice. *Journal of Management*, Vol.35(3), pp. 718–804.

Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, Vol.63(2), pp. 134–139.

Schlosser, R. W., Wendt, O., Bhavnani, S. & Nail-Chiwetalu, B. (2006). Use of information-seeking strategies for developing systematic reviews and engaging in evidence-based practice: The application of traditional and comprehensive Pearl Growing. A review. *International Journal of Language & Communication Disorders*, Vol.41(5), pp. 567–582.

Schäuble, J. (2019). The impact of external and internal corporate governance mechanisms on agency costs. *Corporate Governance*, Vol.19(1), pp. 1–22.

Stremitzer, A. (2018). *Agency Theory: Methodology, Analysis: A Structured Approach to Writing Contracts*. Peter Lang International Academic Publishing Group.

Tran, C. D., Nguyen, T. T. & Wang, J.-Y. (2021). Revisiting the interconnection between governance mechanisms and firm performance: Evidence from Vietnamese listed firms. *Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy*, Vol.16(1), pp. 146–167.

Wibbens, P. D. & Siggelkow, N. (2020). Introducing LIVA to measure long-term firm performance. *Strategic Management Journal*, Vol.41(5), pp. 867–890.