



**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

Päämies-agentti-ongelma yrityskaupoissa

Agenttikustannusten hallinta institutionaalisen omistajuuden näkökulmasta

Taloustiede, Taloustieteen laitos

Kandidaatintutkielma

Laatija:

Tuukka Lahtinen

Ohjaaja:

KTT Timo Virtanen

10.12.2025

Turku

Opiskelijan lausunto tekoälyn käytöstä tähän tutkielmaan liittyen:

En ole käyttänyt tekoälyä hyödyntäviä työkaluja tätä tutkielmaa kirjoittaessani.

Olen käyttänyt tekoälyä hyödyntäviä työkaluja tätä tutkielmaa kirjoittaessani. Tämä käyttö on dokumentoitu tutkielman liitteessä. Vakuutan, että tekoälyä käytettiin yliopiston ohjeistuksen mukaisella tavalla.

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Kandidaatintutkielma

Oppiaine: Taloustiede

Tekijä: Tuukka Lahtinen

Otsikko: Päämies-agentti-ongelma yrityskaupoissa: Agenttikustannusten hallinta institutionaalisen omistajuuden näkökulmasta

Ohjaaja: KTT Timo Virtanen

Sivumäärä: 33

Päivämäärä: 10.12.2025

Yrityskauppojen ymmärtäminen on keskeistä yritysten strategisen päätöksenteon ja omistaja-arvon kannalta. Päämies-agentti-teoria kuvaa johdon ja omistajien välistä ristiriitaa intresseissä, joka voi johtaa tehottomiin päätöksiin. Yrityskaupat muodostavat erityisen asetelman, jossa agenttikustannukset korostuvat, sillä päätökset ovat monimutkaisia ja vaikeasti arvioitavia. Tämä tekee niistä otollisen viitekehysten tarkastella, miten omistusrakenteet ja valvontamekanismit vaikuttavat johdon käyttäytymiseen ja päätöksenteon tehokkuuteen. Tutkielman taustalla on ajankohtainen ilmiö institutionaalisten sijoittajien kasvaneesta roolista yritysten omistajina.

Tutkielman tavoitteena on selvittää, miten agenttikustannukset heijastuvat yrityskauppojen kannattavuuteen ja millainen rooli institutionaalisilla omistajilla on niiden hallinnassa. Työ toteutetaan kirjallisuuskatsauksena, joka yhdistää päämies-agentti-ongelman teorian ja yrityskontrollin markkinoita koskevan kirjallisuuden ajankohtaiseen empiiriseen tutkimukseen. Aineistona hyödynnetään kansainvälisiä artikkeleita, joissa tarkastellaan omistajuuden ja hallinnan välistä suhdetta eri markkinaympäristöissä.

Kirjallisuuden perusteella aktiivinen ja pitkäjänteinen institutionaalinen omistajuus vähentää agenttikustannuksia ja parantaa yrityskauppojen onnistumista. Passiivinen ja päällekkäinen omistus voivat heikentää valvontaa erityisesti kehittyneillä markkinoilla. Havainnot korostavat institutionaalisen omistajuuden kaksijakoista luonnetta, sillä se voi tukea tehokasta valvontaa tai toisaalta vääristää kannustimia riippuen markkinoiden rakenteesta. Tulokset osoittavat, että institutionaalisen omistajuuden vaikutus on tilanteeseen sidonnainen ja määräytyy markkinoiden kehitysasteen, omistajien kannustimien ja sijoitusstrategioiden perusteella.

Avainsanat: päämies-agentti-ongelma, yrityskaupat, institutionaalinen omistajuus

SISÄLLYS

1	Johdanto	6
1.1	Tutkimuksen tausta	6
1.2	Tutkielman tavoite	7
1.3	Tutkielman rakenne	7
2	Teoreettinen viitekehys	9
2.1	Päämies-agentti-ongelma	9
2.2	Yrityskaupat ja yrityskontrollin markkinat	11
2.3	Omistusrakenteet ja valvontamekanismit	12
2.4	Institutionaalinen omistajuus ja aktiivinen valvonta	13
2.5	Yhteinen omistajuus yrityskaupoissa	13
3	Empiirinen tutkimus omistajuudesta ja yrityskaupoista	16
3.1	Johdon opportunisti ja hallinnon rooli	16
3.2	Institutionaalisen omistajuuden vaikutukset yrityskauppojen kannattavuuteen	17
3.3	Yhteinen omistajuus Yhdysvaltain markkinoilla	18
3.4	Yhteinen omistajuus Kiinan markkinoilla	19
4	Institutionaalisen omistajuuden dynamiikka	22
4.1	Valvonta ja kannustimet	22
4.2	Aktiivinen ja passiivinen omistajuus	23
4.3	Rajoitteet ja haasteet	25
4.4	Eroavaisuudet markkinaympäristöissä	26
5	Johtopäätökset ja yhteenveto	29
	Lähteet	31
	Liitteet	33
	Liite 1 Generatiivisen tekoälyn käyttö tutkielman teon tukena	33

KUVIOT

Kuvio 1. Omistusosuuden vaikutus agentin optimivalintaan (Jensen & Meckling 1976, 316). 10

TAULUKOT

Taulukko 1. Markkinoiden vertailu 27

1 Johdanto

1.1 Tutkimuksen tausta

Yrityskaupat ovat keskeinen tapa, jolla yritykset hakevat kasvua ja vahvistavat kilpailukykyään nykypäivän markkinaympäristössä. Niiden avulla voidaan saavuttaa strategisia etuja, kuten uusia markkinoita tai mittakaavaetuja, jotka kasvattavat yrityksen arvoa omistajilleen (Gaughan 2015, 145). Näihin järjestelyihin liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta. Osa fuusioista onnistuu tavoitteessaan tuottaa lisäarvoa yrityksen omistajille, kun taas toiset eivät täytä omistajien tuotto-odotuksia tai jopa tuhoavat arvoa (Sirower 1997, 11). Tämä epäjohton mukaisuus johtaa kysymykseen siitä, mitkä tekijät selittävät yritysjärjestelyiden onnistumisia.

Taloustieteen kirjallisuus tarjoaa erilaisia malleja yritysten päätöksenteolle. Yksi merkittävimmistä on päämies-agentti-ongelma, joka tarkastelee omistajien (päämiesten) ja johdon (agenttien) välistä suhdetta. Teorian mukaan yrityksen johdolla on yleensä enemmän tietoa yrityksen toiminnasta kuin omistajilla. Samanaikaisesti heidän kannustimensa voivat olla erilaiset, jolloin syntyy riski niin kutsutuista agenttikustannuksista. Näitä kustannuksia ilmenee, kun johto tekee päätöksiä, jotka palvelevat heidän omia etujaan omistajien kustannuksella (Jensen & Meckling, 1976).

Yrityskaupat tarjoavat kontekstin agentti-päämies-ongelman tarkastelulle, sillä ne ovat usein yrityksen kannalta merkittäviä ja vaikeasti arvioitavia päätöksiä. Epävarmuuden ja toistuvien vuorovaikutusten muodostama toimintaympäristö voi johtaa tilanteeseen, jossa johto saa omistajiin nähden enemmän päätöksenteon kannalta olennaista tietoa. Informaatioetu voi mahdollistaa opportunistisen käyttäytymisen ja johtaa päätöksiin, jotka tuhoavat omistaja-arvoa. Johto saattaa esimerkiksi tehdä ylihintaisia yritysostoja kasvattaakseen omaa vaikutusvaltaansa, vaikka kauppa ei olisi taloudellisesti perusteltavissa. Toisaalta omistajaohjaus ja tehokas yrityksen hallinto voivat lieventää näitä ongelmia ja parantaa järjestelyiden onnistumisen todennäköisyyttä.

Viime vuosikymmeninä erityisesti institutionaaliset sijoittajat, kuten eläke- ja indeksirahastot, ovat nousseet merkittäviksi yritysten omistajiksi kansainvälisillä markkinoilla (Bas ym. 2023, 7). Niiden huomattavat omistusosuudet ja valvontaa tukevat resurssit mahdollistavat johdon valvonnan tehokkaammin kuin yksittäisille piensijoittajille. Institutionaalisen omistajuuden merkitys on kasvanut, ja sen on todettu vaikuttavan myönteisesti yhtiöiden tuottavuuteen (Bas ym. 2023, 17). Ilmiö herättää kysymyksen omistajuuden muodon yhteydestä agenttikustannuksiin ja yrityskauppojen menestykseen.

Teemana agentti-päämies-ongelma yrityskaupoissa on ajankohtainen tiedeyhteisön ja yrityskehityksen kannalta. Yritysjärjestelyt ovat osa talouden dynaamisuutta ja markkinamekanismien tehokkuutta, mutta samalla ne tuovat esiin yhtiöiden sisäisen päätöksenteon haasteet. Järjestelyihin liittyvien agenttikustannusten ja institutionaalisen omistuksen tarkastelu tarjoaa syvällisemmän ymmärryksen siitä, miten omistajaohjaus ja yrityksen hallintorakenteet vaikuttavat taloudellisen arvon luomiseen.

1.2 Tutkielman tavoite

Tutkielman tavoitteena on tarkastella, miten agenttikustannukset heijastuvat yrityskauppojen kannattavuuteen ja mitä roolia institutionaalinen omistajuus näiden kustannusten hallinnassa näyttelee. Työ hyödyntää klassista päämies-agentti-teoriaa (Ross 1973; Jensen & Meckling 1976) ja yritysteoriaa (Tirole 2006; Gaughan 2015) tutkimuksen teoreettisena perustana. Empiirinen tarkastelu keskittyy omistusrakenteen ja hallintokäytäntöjen vaikutuksiin yritysjärjestelyiden kannattavuudessa.

Tutkielma pyrkii vastaamaan seuraaviin tutkimuskysymyksiin:

- Miten agenttikustannukset heijastuvat yrityskauppojen kannattavuuteen?
- Miten institutionaalinen omistajuus vaikuttaa agenttikustannusten muodostumiseen ja hallintaan yrityskauppatilanteissa?

Tutkielma analysoi, miten yritysten hallintomekanismit vaikuttavat arvonluontiin yrityskauppojen yhteydessä. Teoreettisesti työ sijoittuu yritysteorian ja päämies-agentti-ongelmaan pohjautuvaan taloustieteelliseen tutkimukseen, jossa päätöksentekoa tarkastellaan strategisina vuorovaikutustilanteina omistajien ja johdon välillä. Tutkielma täydentää aiempaa kirjallisuutta tuomalla empiirisesti jäsenneilyn näkökulman informaatioepäsymmetrian vaikutuksista yritysostojen kannattavuuteen.

1.3 Tutkielman rakenne

Tutkielma on kirjallisuuskatsaus, joka kokoaa ja arvioi olemassa olevaa akateemista tutkimusta päämies-agentti-ongelmasta, agenttikustannuksista ja omistusrakenteiden vaikutuksista yrityskauppoihin. Menetelmänä kirjallisuuskatsaus mahdollistaa aiemman tutkimuksen systemaattisen tarkastelun ja teoreettisesti perusteltujen johtopäätösten muodostamisen ilman omaa empiiristä aineistoa.

Tutkimusaineisto koostuu vertaisarvioituista kansainvälisistä artikkeleista. Erityinen painotus on tuoreessa tutkimuksessa, jossa tarkastellaan institutionaalisen omistuksen vaikutuksia yritysjärjestelyihin eri markkinaympäristöissä. Näin tutkielma jäsentää ajankohtaista tutkimuskirjallisuutta agenttikustannusten ja omistajuuden välisestä suhteesta sekä suhteuttaa havaitut tulokset keskeiseen teoriaan.

Työ etenee seuraavasti. Luvussa 2 muodostetaan teoreettinen viitekehys, jossa käsitellään päämies-agentti-ongelmaa, yrityskauppojen taloustieteellistä taustaa ja omistajuuden roolia agenttikustannusten hallinnassa. Luku 3 esittelee ajankohtaisen empiirisen tutkimuksen institutionaalisen omistuksen ja yritysjärjestelyiden välisestä suhteesta sekä tarkastelee aihetta eri markkinaympäristöissä tehtyjen tutkimusten näkökulmasta. Luvussa 4 analysoidaan institutionaalisen omistajuuden vaikutuksia ja rajoitteita agenttikustannusten näkökulmasta. Päättösluku esittää työn johtopäätökset, arvioi tutkimuksen rajoitteita ja ehdottaa jatkotutkimuksen suuntaviivoja.

Tutkielma tarjoaa kokonaiskuvan siitä, miten agenttikustannukset ja institutionaalinen omistajuus kytkeytyvät yritysjärjestelyiden onnistumiseen. Samalla se korostaa aktiivisen omistajuuden ja tehokkaan omistajaohjauksen merkitystä yritysten kestäväen arvonluonnin kannalta.

2 Teoreettinen viitekehys

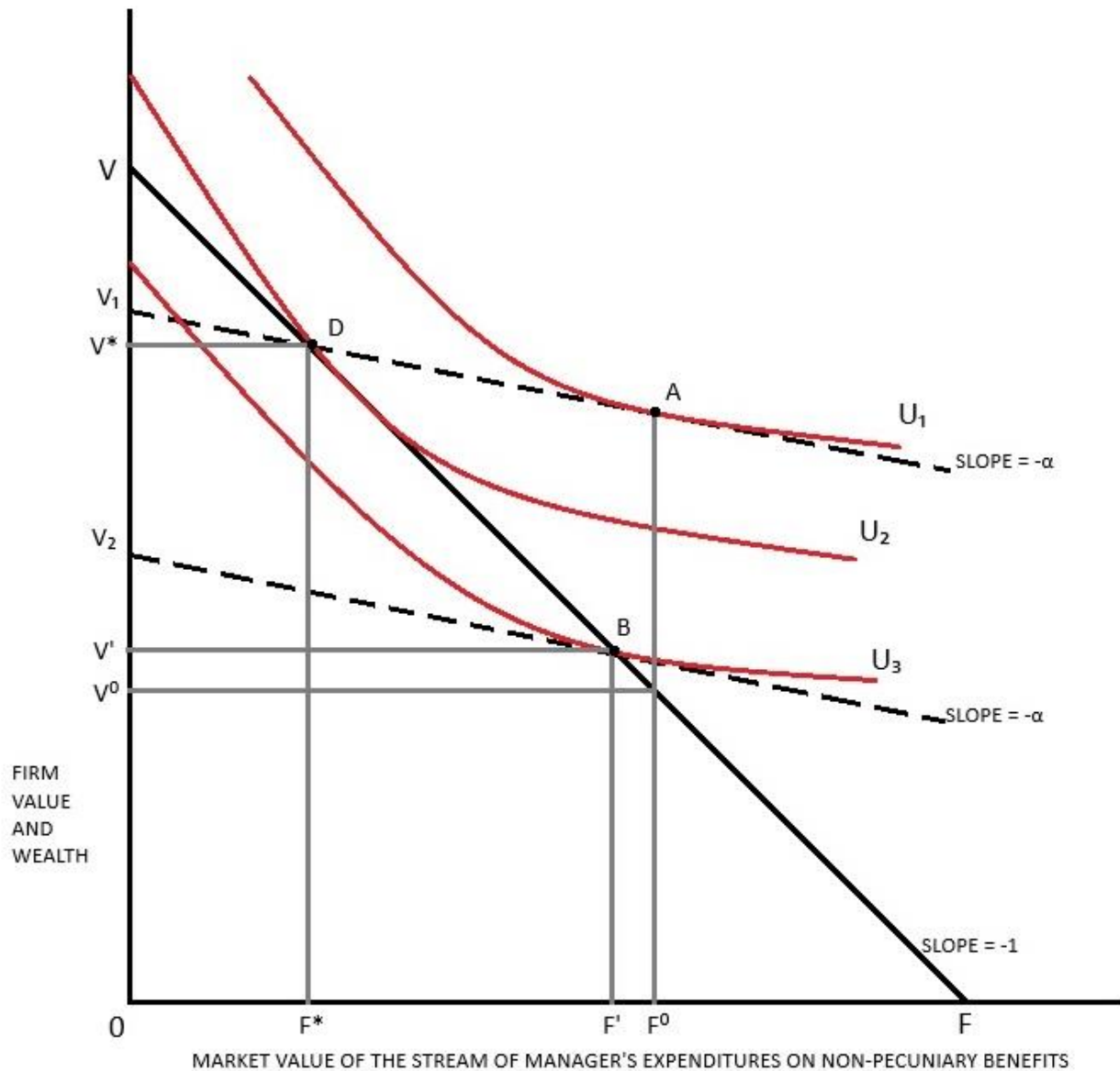
2.1 Päämies-agentti-ongelma

Päämies-agentti-ongelma kuvaa asetelmaa, jossa päätöksenteko siirtyy päämieheltä agentille ja osapuolten tavoitteet sekä informaatio eroavat toisistaan. Ongelma ilmenee tilanteissa, joissa agentti voi toimia etujensa mukaisesti päämiehen kustannuksella. Kyseinen tila korostuu erityisesti silloin, kun agentin toiminnan tuloksia on vaikeaa tarkkailla ja arvioida objektiivisesti (Ross 1973, 138).

Perinteinen agenttiteoria perustuu oletukseen siitä, että molemmat osapuolet pyrkivät maksimoimaan omaa hyötyään epävarmuuden ja epäsymmetrisen informaation vallitessa. Rossin (1973) esittämässä mallissa päämies palkitsee agenttia suoritukseen perustuvalla palkkiojärjestelmällä, mutta epäsymmetria osapuolten välisessä informaatiossa antaa agentille mahdollisuuden opportunistiseen käyttäytymiseen. Tämä johtaa tehokkuuden menetykseen, mikä tunnetaan agenttikustannuksena.

Nämä agentti-päämies-ongelman luomat agenttikustannukset ovat määritelty kolmiosaiseksi kokonaisuudeksi, joka pitää sisällään valvontakustannukset, sitoutumiskustannukset ja jäännöstappion (Jensen & Meckling 1976, 308). Valvontakustannukset kattavat päämiesten panostuksen ja pyrkimykset agenttien toiminnan seurantaan, kuten erilaiset raportointijärjestelmät. Sitoutumiskustannukset ovat agenttien ponnisteluja vakuuttaa toimivansa päämiesten etujen mukaisesti, esimerkiksi erilaiset sopimukselliset rajoitukset. Jäännöstappio viittaa jäljelle jäävään hyvinvoinnin menetykseen, joka muodostuu huolimatta päämiesten valvonnasta ja agenttien sitoutumisesta (Jensen & Meckling 1976, 308).

Jensen & Meckling (1976, 312) esittävät, että agenttikustannukset lisääntyvät omistuksen hajautuessa, koska yksittäisen omistajan kannustimet valvoa johtoa pienenevät. Hajautuneessa omistuksessa kukin omistaja odottaa muiden huolehtivan valvonnasta ja voi johtaa helposti tilanteeseen, jossa johto tekee omaa etuaan palvelevia päätöksiä. Tällaisia päätöksiä voivat olla esimerkiksi liiallisen varovainen käyttäytyminen investointien suhteen tai yksityisten etuuksien kohtuuton kulutus (Jensen & Meckling 1976, 313).



Kuvio 1. Omistusosuuden vaikutus agentin optimivalintaan (Jensen & Meckling 1976, 316).

Omistusrakenteen vaikutusta voidaan konkretisoida Kuviossa 1 esitetyllä mallilla. Mallissa omistajaohjajan preferenssit varallisuuden (V) ja ei-rahallisten etuuksien (F) välillä kuvataan kuperilla indifferenssikäyrillä. Omistusosuus α määrittää agentin valintarajoitteen kulmakertoimen. Täydellä omistuksella budjettirajoitteen kulmakerroin on -1 . Osaomistajan tapauksessa kulmakerroin loivenee arvoon $-\alpha$, koska kyseinen agentti kantaa vain α -osuuden F :n kasvattamisen aiheuttamasta yritysarvon menetyksestä. Tämän seurauksena agentin optimi siirtyy kohti suurempaa ei-rahallisten etuuksien kulutusta ja matalampaa yrityksen arvoa (Jensen & Meckling 1976).

Empiirinen tutkimus puoltaa näitä teoreettisia havaintoja. Ang ym. (2000) osoittavat laajassa pienyritysaineistossa, että tehottomuudet ovat suurempia yrityksissä, joissa omistus on hajautunut ja

johtajilla ei ole merkittävää omistusosuutta. Samassa tutkimuksessa havaittiin kustannusten pienenevän johtajien merkittävän omistusosuuden myötä ja rahoittajien ulkoisen valvonnan vähentävän niitä edelleen. Tutkimus vahvistaa oletusta, jonka mukaan sisäinen ja ulkoinen valvonta voivat toimia tehokkaina mekanismeina ongelman hallinnassa.

2.2 Yrityskaupat ja yrityskontrollin markkinat

Yrityskaupat ovat yksi yritysten uudelleenjärjestelyn keino, jonka kautta omistus ja resurssit kohdentuvat markkinoilla uudelleen. Taloustieteen näkökulmasta yritysjärjestelyt voidaan nähdä osana yrityskontrollin markkinoita, joissa yrityksen omistus siirtyy taholle, joka pystyy hallinnoimaan resursseja ja päätöksentekoa tehokkaammin. Näin yrityskontrollin markkinat toimivat kurinpidollisena järjestelmänä, jossa heikosti suoriutuvat yritykset ovat alttiimpia yritysostoille. Järjestelmä kannustaa johtoa tehostamaan suorituskykyään ja toimimaan omistaja-arvon kasvattamiseksi (Tirole 2006, 656).

Yritysjärjestelyiden motiivit voidaan jakaa arvonluontiin liittyviin ja arvoa tuottamattomiin tekijöihin. Arvonluontiin perustuvia motiiveja ovat esimerkiksi synergia- ja mittakaavaedut sekä pääomarakenteen optimointi ja paremmat johtamiskäytännöt. Näiden tekijöiden avulla yrityskaupat voivat lisätä tehokkuutta ja parantaa kilpailukykyä (Andrade, Mitchell & Stafford 2001, 118). Toisaalta arvoa tuottamattomat motiivit, kuten halu kasvattaa yrityksen kokoa vallan lisäämiseksi tai aseman vahvistamiseksi, voivat heikentää yrityskauppojen taloudellista kannattavuutta (Tirole 2006, 651).

Onnistuneella yrityskaupalla tavoitellaan ennen kaikkea omistaja-arvon kasvattamista luomalla synergiaetuja, joita yksittäiset yrityksen eivät pystyisi saavuttamaan itsenäisesti. Gaughan (2015, 160–161) kuvaa kirjassaan *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* yrityskauppaa onnistuneeksi, kun yhdistymisen tuottamat synergiaedut ylittävät kaupan kustannukset ja maksetun premion. Toisin sanoen järjestely lisää arvoa vasta, kun se johtaa aidosti korkeampaan kokonaistuottavuuteen ja kannattavuuteen

Tirole (2006, 657) huomauttaa lisäksi kirjassaan, että yrityskaupat voivat toimia paitsi tehokkuutta lisäävinä myös tehottomuutta paljastavina mekanismeina. Kauppojen uhan olemassaolo markkinoilla pakottaa johdon toimimaan tehokkaammin, mutta samalla se voi johtaa johdon likinäköisyyteen. Päätöksenteon likinäköisyys vaarantaa pitkän aikavälin arvonluonnin keskittymällä lyhyen aikavälin tulosta parantaviin päätöksiin.

Kokonaisuutena yrityskauppoja voidaan taloustieteessä pitää sekä taloudellisena uudistumismekanismina että riskialttiina prosessina, jossa omistajien ja johdon intressit voivat eriytyä. Fuusiot luovat siten keskeisen kontekstin, jossa agenttikustannukset voivat kasvaa hallitsemattomasti tai tulla hallituiksi.

2.3 Omistusrakenteet ja valvontamekanismit

Omistusrakenteella on olennainen rooli agenttikustannusten hallinnassa, sillä se määrittää osaltaan kenellä on valta ja vastuu yrityksen päätöksenteosta. Fama ja Jensen (1983) esittävät, että modernien yhtiöiden keskeinen piirre on omistuksen ja kontrollin erottaminen. Näiden kahden erottaminen mahdollistaa tehokkaan työnjaon päätöksenteossa, mutta samalla luo riskin opportunistisesta käyttäytymisestä. Heidän mallinsa mukaan yritysten päätöksenteko koostuu neljästä vaiheesta: aloitteiden tekemisestä, hyväksynnästä, toteutuksesta ja valvonnasta. Näiden vaiheiden eriyttäminen johdon ja omistajien kesken on mekanismi, joka vähentää johdon mahdollisuutta käyttää päätösvaltaa omien etujensa ajamiseen (Fama & Jensen 1983, 303–304).

Fama ja Jensen (1983) korostavat, että tehokkaassa organisaatiossa päätöksenteon ja valvonnan erottaminen luo tasapainon erikoistumisen ja kontrollin välille. Yrityksissä, joissa tämä tasapaino on puutteellinen, johdon opportunisti ja tehottomuus lisääntyvät. Tasapaino on erityisen keskeistä yrityskaupoissa, joissa suurten taloudellisten päätösten hyväksyntä ja seuranta vaativat selkeää rakennetta prosessille.

Omistuksen keskittyminen vaikuttaa siihen, kuinka tehokkaasti agenttikustannuksia voidaan hallita. Hajautetussa omistuksessa yksittäiset sijoittajat eivät yleensä omaa tarvittavia resursseja tai kannustimia valvoa johtoa sekä he saattavat olettaa, että valvonnan toteuttavat muut omistajat. Tämän myötä johto saa laajemman päätösvalan ja vähemmän ulkopuolista painetta toimia tehokkaasti. Keskittynyt omistus puolestaan vähentää vapaamatkustajaongelmaa ja antaa suurille omistajille kannustimen valvoa johtoa aktiivisesti (Shleifer & Vishny 1997, 754).

Kuitenkaan keskittynyt omistus ei ole ongelmatonta. Suurilla omistajilla voi olla kannustin hyödyntää asemaansa vähemmistöomistajien kustannuksella esimerkiksi sisäpiirikaupoilla tai resurssien siirroilla lähipiirille. Tämä luo mukanaan uudenlaisen agenttiongelman, jossa enemmistöomistaja toimii omien etujensa mukaisesti muiden sijoittajien kustannuksella. Täten optimaalinen omistusrakenne edellyttää tasapainoa valvonnan tehokkuuden ja vallan väärinkäytön riskin välillä.

Valvontamekanismeihin kuuluvat muun muassa hallituksen riippumattomuus, kannustinjärjestelmät, tilintarkastus, ulkopuolinen valvonta ja markkinaperusteiset kurinpitomekanismit. Nämä mekanismit täydentävät toisiaan ja toimivat yhdessä rajoittaakseen johdon mahdollisuutta toimia omistajien tavoitteiden vastaisesti. (Shleifer & Vishny 1997, 769–770).

2.4 Institutionaalinen omistajuus ja aktiivinen valvonta

Tässä tutkielmassa institutionaalisilla omistajilla tarkoitetaan ammattimaisia sijoittajia, kuten eläke-, sijoitus- ja indeksirahastoja, jotka hallinnoivat suuria pääomia useiden sijoittajien puolesta ja omistavat merkittäviä osuuksia markkinoiden yrityksistä. Suuret omistusosuudet antavat niille suuren vaikutusvallan johdon päätöksiin. Agenttiteorian näkökulmasta tarkasteltuna institutionaaliset sijoittajat voivat toimia tehokkaina valvojina, jotka vähentävät informaatioepäsymmetriasta johtuvaa opportunistia.

Institutionaalisten sijoittajien vaikutus riippuu kuitenkin siitä, kuinka aktiivisesti ne käyttävät omistajina valtaansa. Aktiivinen omistajuus tarkoittaa johdon toimien jatkuvaa seuranta, osallistumista hallitustyöskentelyyn ja vuoropuhelua johdon kanssa strategisista kysymyksistä. Passiivinen omistus, joka on tyypillistä esimerkiksi indeksirahastoille, toimii päinvastoin (Bas ym. 2023). Passiiviset sijoittajat eivät pyri aktiivisesti vaikuttamaan yritysten johtamiseen, jolloin heidän kannustimensa aktiiviseen valvontaan ovat rajalliset.

Shleifer ja Vishny (1997) painottavat, että institutionaalinen omistajuus voi parhaimmillaan yhdistää markkinaperusteisen ja sisäisen valvonnan edut. Suurilla omistajilla on riittävät resurssit ja asiantuntemus seurata johtoa tehokkaasti sääntelyn ja sijoitusstrategioiden puitteissa. Tältä osin institutionaalisen omistajuuden tehokkuus agenttikustannusten hallinnassa riippuu teoriassa omistuksen koosta ja sijoittajan aktiivisuudesta.

2.5 Yhteinen omistajuus yrityskaupoissa

Omistajuutta tarkasteltaessa on tärkeää huomioida sijoittavien tahojen omistusosuuksien laajuus sekä salkussa olevien yhtiöiden omistusosuudet kilpailevien toimijoiden joukosta. Havaintojen perusteella institutionaaliset sijoittajat voivat toimia samanaikaisesti sekä ostavat että myyvän osapuolen omistajina yritysjärjestelyissä. Bebchuk ja Hirst (2019) tuovat artikkelissaan esiin kolme suurta institutionaalista varainhoitajaa: BlackRock, Vanguard ja State Street. Paperin mukaan vuonna 2017 näiden instituutioiden yhteenlaskettu omistusosuus S&P 500-yhtiöistä oli noin 20,5 %

ja niiden äänivallan osuus yli 25 %. Omistusosuuksien ja äänivallan kehityksessä on havaittavissa selkeä kasvava trendi (Bebchuk & Hirst 2019). Kyseiset yhtiöt ovat suurten omistusjärjestelyidensä kautta vaikuttamassa lukuisissa yritysten välisissä järjestelyissä. Kehitys on johtanut siihen, että omistajuuden muodollinen hajautuneisuus on kääntynyt käytännössä keskittyneeksi vallaksi, jota harvat toimijat käyttävät laajasti monien yritysten ylitse.

Rakennetta kutsutaan yhteiseksi institutionaaliseksi omistajuudeksi ja se on olennainen osa nykypäivän pääomamarkkinoiden rakennetta. Yhteistä omistajuutta on mieleistä tarkastella päämies-agentti-ongelman kontekstissa, sillä se haastaa perinteisen teorian oletuksen omistajien ja johdon välisestä suhteesta. Klassinen teoria (Jensen & Meckling, 1976) kuvaa omistajien ja johdon välistä suhdetta erillisten toimijoiden välisenä, jossa agenttikustannukset syntyvät epäsymmetrisestä informaatiosta ja valvonnan rajoitteista. Bebchuk ja Hirst (2019, 741) kuitenkin osoittavat, että yhteinen institutionaalinen omistus muuttaa tätä asetelmaa, koska omistajilla on samanaikaisia taloudellisia intressejä useissa toimialan yrityksissä. Tämä tuo esille tarpeen tarkastella, vähentääkö asetelma omistajien halua valvoa yrityksen johtoa, koska yrityskohtainen arvon maksimointi voi heikentää muiden samaan salkkuun kuuluvien yhtiöiden tuottoja.

Yhteinen omistajuus kytkeytyy vahvasti myös passiiviseen sijoitusstrategiaan indeksirahastojen salkunhoitajien osalta. Passiiviset omistajat, eivät yleensä käytä merkittäviä resursseja yrityskohtaisen hallinnoinnin tehostamiseen, vaan niiden vaikutusvalta rajoittuu suurelta osin äänestyskäyttäytymiseen (Bebchuk & Hirst 2019). Hallinnollinen passiivisuus luo olosuhteet, joissa johdon toimia ei ohjata tehokkaasti omistajien intressien mukaisesti, mikä voi kasvattaa agenttikustannusten riskiä. Tällaisessa ympäristössä johdolla voi olla laajempi harkintavalta esimerkiksi yrityskauppojen toteuttamisessa, mikä kasvattaa mahdollisuutta opportunistiselle käyttäytymiselle.

Teoria institutionaalisten omistajien valvonnan heikkenemisen osalta saa tukea Antón ym. (2023) tutkimuksesta. Yhteinen omistus muuttaa institutionaalisten omistajien valvontaa siten, että johdon tulos pohjaisia kannustimia saatetaan heikentää toimialan vakauden ylläpitämiseksi. Kun omistajilla on osuuksia useista saman toimialan yrityksistä, heidän intressinsä kohdistuvat koko salkun tuottoon yksittäisten yritysten menestyksen sijaan (Antón ym. 2023). Tämä luo johdolle kannustimen ylläpitää tilannetta, jossa tuottavuus ja kilpailuintensiteetti jäävät alhaisemmiksi, mutta salkun kokonaistuotto pysyy vakaampana.

Siten mekanismi kytkee yhteisen omistajuuden suoraan agenttikustannusten muodostumiseen, kun johdon valvonta heikkenee, palkitsemisen tehokkuus pienenee ja resurssien kohdentaminen muuttuu

vähemmän optimaaliseksi. Mikäli samat institutionaaliset sijoittajat omistavat osuuksia sekä ostavasta että kohdeyrityksestä, heidän kannustimensa ohjata yrityskaupan päätöksiä yrityskohtaisen arvon maksimoimiseksi heikkenevät. Yhteinen omistajuus voi heikentää johdon suoritusperusteisuutta ja kilpailullisuutta markkinoilla, mikä voi ilmetä yritysjärjestelyissä vähemmän aggressiivisina tarjouskilpailuina, alhaisempina preemioina ja synergiaetujen jäämisinä toissijaisiksi suhteessa toimialan vakauden ylläpitämiseen.

3 Empiirinen tutkimus omistajuudesta ja yrityskaupoista

3.1 Johdon opportunistisuus ja hallinnon rooli

Johdon opportunistisuus on yksi ratkaisevista agenttikustannusten lähteistä yrityskaupoissa. Ferris ym. (2013) tarkastelevat ilmiötä kansainvälisessä tutkimuksessa *CEO Overconfidence and International Merger and Acquisition Activity*, jossa analysoitiin yritysostoja Fortune Global 500 -yhtiöistä vuosilta 2000–2006. Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, miten toimitusjohtajien liiallinen itsevarmuus vaikuttaa kauppojen määrään ja tuloksiin.

Liiallista itsevarmuutta mitattiin toimitusjohtajiin liittyvien kansainvälisten lehtiartikkelien sävyllä, erityisesti sen perusteella, kuinka usein toimitusjohtajaa kuvattiin esimerkiksi sanoin ”itsevarma” tai ”optimistinen” verrattuna varovaisempiin luonnehdintoihin. Tätä mittaria verrattiin yritysostotoiminnan ominaisuuksiin, kuten tehtyjen ostotarjousten määrään, luonteeseen sekä rahoitusmuotoon. Tulokset osoittavat, että yli-itsevarmat johtajat tekevät todennäköisemmin riskialttiita ostoja, erityisesti yhtiön toimialan ulkopuolelta rahoittaen ne yhtiön käteisvaroilla (Ferris ym., 2013).

Tulokset tukevat behavioraalista näkökulmaa agenttiteoriaan. Ferris ym. (2013) mukaan toimitusjohtajien liiallinen itseluottamus voi vääristää riskin ja arvonmuodostuksen arvioita. Tutkimus tuo esiin, että johdon käyttäytymiseen liittyvät tekijät ovat merkittävä osa yrityksen päätöksentekoa, minkä vuoksi sen valvonta on tärkeää opportunistisen toiminnan ehkäisemiseksi. Tosin menetelmä on altis tulkinnanvaraisuudelle, sillä median esittämät kuvat eivät välttämättä vastaa johtajan todellista käyttäytymistä.

Hallinnollisen ulottuvuuden merkitystä tarkastelevat Aktas ym. (2016) artikkelissaan *Corporate Governance and Takeover Outcomes*. Kyseinen kirjallisuuskatsaus yhdistää empiiriset tutkimukset siitä, miten erilaiset yrityshallinnon mekanismit vaikuttavat yritysostojen arvoon ja tehokkuuteen. Heidän katsauksensa kokoaa laajan joukon aiempia tutkimuksia, joissa on tutkittu hallituksen rakenteen, omistuksen ja ulkoisten valvontajärjestelmien vaikutusta ostojen lopputuloksiin. Katsauksen mukaan vahvat hallintomekanismit voivat vähentää arvoa tuhoavien yrityskauppojen todennäköisyyttä ja tukevat omistaja-arvon kasvua. Toisaalta heikot valvontarakenteet, sisäpiirivoittoinen hallitus ja hajautunut omistus heikentävät johdon vastuullisuutta ja voivat lisätä opportunistisia ja agenttikustannuksia, mikä näkyy tehottomina tai ylimitoitettuina yritysostopäätöksiä (Aktas ym. 2016).

Yhdessä Ferris ym. (2013) ja Aktas ym. (2016) tulokset osoittavat, että agenttikustannukset yritysjärjestelyissä eivät johdu yksinomaan päämiesten valvonta- ja kannustinrakenteista. Kustannuksiin vaikuttavat myös psykologiset ja organisatoriset tekijät. Tämä avaa näkökulmaa siihen, miten hallintomekanismit tulisi suunnitella käytännössä omistaja-arvon tuottamiseen kohdistuen.

3.2 Institutionaalisen omistajuuden vaikutukset yrityskauppojen kannattavuuteen

Institutionaaliset omistajat voivat toimia keskeisinä agenttikustannuksia hillitsevinä mekanismeina, koska heillä on resursseja ja kannustimia valvoa johdon toimintaa. Andriosopoulos ja Yang (2015) tutkivat artikkelissaan institutionaalisen omistajuuden vaikutusta yrityskauppojen kannattavuuteen. Aineisto koostui Iso-Britanniassa tehdyistä yritysjärjestelyistä vuosilta 2000–2010 ja niitä analysoitiin kumulatiivisten poikkeavien tuottojen avulla (*eng. Cumulative Abnormal Return, CAR*), jotka kuvastavat lyhyen aikavälin markkinareaktioita.

Tutkimuksessa havaittiin, että aktiivinen omistajuus oli yhteydessä positiivisempiin markkinareaktioihin kaupan julkistamisen yhteydessä (Andriosopoulos & Yang 2015). Artikkelissä kannattaa näkemystä, että instituutiot voivat omistajana toimia tehokkaana valvojana kauppatilanteissa. Andriosopoulos & Yangin (2015) mukaan institutionaaliset omistajat ovat sitoutuneempia edistämään omistaja-arvon kannalta parempaa päätöksentekoa ja rajoittamaan johdon opportunistisia päätöksiä. Tämä puoltaa laajempaa kuvaa siitä, että institutionaalisten omistajien valvonta vahvistaa markkinakuria ja vähentää agenttikustannuksia.

Pääomarakenteen ja institutionaalisen ympäristön vaikutuksia laajemmassa kansainvälisessä kontekstissa tarkastelevat Lindner ym. (2025) artikkelissaan *Ownership, Institutions and the Agency of M&A Completion*. Tutkimuksessa omistajuutta tarkastellaan pääomamarkkinoiden näkökulmasta ja se perustuu 55 722 yrityskauppaan 57 maassa vuosina 2000–2017. Paperissa osoitetaan, että yritysostojen onnistumiseen vaikuttavat yritysten rahoitusrakenteen lisäksi myös markkinoiden institutionaalinen laatu. Tulosten mukaan kaupat toteutuvat todennäköisemmin maissa, joissa pääomamarkkinoita hallitsevat institutionaaliset sijoittajat. Päätelmä perustuu siihen, että kyseisissä maissa ympäristö tarjoaa tehokkaammat valvontamekanismit, paremman tiedonkulun ja vahvemmat instituutiot omistajavetoisen hallintomallin tueksi. Näin ollen institutionaalinen omistajuus ei vaikuta ainoastaan yksittäisten yhtiöiden valvontaan vaan, myös koko markkinaympäristön tasolla siihen, kuinka tehokkaasti pääomaa kohdennetaan ja yrityskauppoja viedään päätökseen (Lindner ym. 2025).

Vaikka tutkimukset lähestyvät asiaa eri näkökulmista, niiden johtopäätökset täydentävät toisiaan. Lyhyellä aikavälillä institutionaalinen omistajuus näyttää markkinapsykologian näkökulmasta tukevan tehokkaampaa päätöksentekoa yritysjärjestelyiden yhteydessä. Pitkällä aikavälillä puolestaan markkinoiden tehokkuus ja päätöksenteon läpinäkyvyys määrittävät, kuinka kestäväällä tavalla yrityskauppoja voidaan toteuttaa.

3.3 Yhteinen omistajuus Yhdysvaltain markkinoilla

Yhdysvaltojen markkinat tarjoavat pitkän aikavälin näkökulman institutionaalisten sijoittajien ja yhteisen omistajuuden kehitykseen sekä sen vaikutuksiin yrityskaupoissa. Institutionaalisten sijoittajien omistusosuudet ovat kasvaneet merkittävästi viime vuosikymmeninä ja suurimmat tahot omistavat osuuksia useissa kilpailevissa yrityksissä. Goranova ym. (2010) osoittavat, että tällaiset päällekkäiset omistussuhteet ovat yleisiä Yhdysvalloissa. Heidän aineistossaan 41,7 prosentissa vuosien 1998–2004 välillä toteutetuissa 2688 julkisesti noteerattujen yhtiöiden yrityskaupoista esiintyi yhteisiä omistajia ostajan ja kohdeyrityksen välillä.

Tutkimuksessa Goranova ym. (2010) analysoivat, miten omistusten päällekkäisyys vaikuttaa ostajayrityksen arvonmuodostukseen yrityskauppojen yhteydessä. Tutkimus perustuu Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomission vaatimiin institutionaalisten varainhoitajien osakeomistusten raportteihin ja siinä käytettiin kolmen päivän tapahtumaikkunaa lyhyen aikavälin markkinareaktioiden (*CAR*) laskemiseen. Tulosten mukaan päällekkäinen institutionaalinen omistus liittyy negatiivisesti ostajayrityksen osaketuottoihin. Tämä viittaa siihen, että kaupan osapuolten yhteisten omistajien osuus on yhteydessä arvonmenetyksen riskiin (Goranova ym. 2010). Asian tulkitaan johtuvan siitä, että päällekkäiset omistajat eivät ole kiinnostuneita yksittäisen yrityksen arvon maksimoinnista, vaan koko sijoitussalkkunsaa arvon kasvattamisesta.

Paperi tuo esiin myös hallinnointirakenteiden merkityksen tässä asiayhteydessä. Goranova ym. (2010) osoittavat, että vahva hallituksen riippumattomuus ja pienempi hallituksen koko voivat lieventää päällekkäisen omistuksen haitallisia vaikutuksia omistaja-arvon muodostukseen. Näiden tekijöiden tulkitaan parantavan valvonnan tehokkuutta ja hillitsevän arvoa tuhoavia yritysostoja. Tulkinta vahvistaa käsitystä, että omistajien heterogeeniset intressit voivat heikentää johdon kurinalaisuutta, mutta vahvat hallintomekanismit voivat osittain kompensoida tämän vaikutusta.

Yhteistä institutionaalista omistajuutta ja sen vaikutuksia Yhdysvaltain markkinoilla käsitellään myös Antón ym. (2022) tutkimuksessa *Beyond the target: M&A decisions and rival ownership*. He tarkastelevat, miten institutionaalisten sijoittajien omistus toimialan kilpailijoissa vaikuttaa

yrityskauppojen toteutumisen todennäköisyyteen, arvoon ja markkinavaikutuksiin. Aineisto kattaa 1800 yrityskauppaa vuosilta 1988–2016 ja tutkimus hyödyntää Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomission vaatimia institutionaalisten varainhoitajien osakeomistusten raportteja. Tulosten mukaan yrityksillä, joiden kilpailijoilla on samat keskeiset institutionaaliset omistajat, on suurempi todennäköisyys toteuttaa järjestelyitä, mutta kauppojen arvo ostajayrityksen osakkeenomistajille on keskimäärin matalampi (Antón ym. 2022). Löydös viittaa siihen, että instituution päällekkäinen omistajuus kaupan osapuolissa voi heikentää yksittäisten yritysten kannustimia parantaa kilpailuasemaansa ja ohjata sen sijaan edistämään koko sijoitussalkun etua markkinoilla.

Antón ym. (2022) havaitsivat myös, että yhteinen omistajuus johtaa pienempiin tarjouspreemioihin ja vähemmän aggressiivisiin yrityskauppastrategioihin. Ilmiö selittyy omistajien portfoliotasoisella ajattelulla. He eivät vastusta uusia kauppvoja, vaikka ne heikentäisivät ostajayrityksen arvoa, sillä kohdeyrityksen tai muiden saman toimialan yritysten arvonnousu kompensoi tappiot koko portfolion tasolla. Tästä näkökulmasta yhteinen omistajuus ei suoranaisesti aiheuta päämies-agentti-ongelmaa johdon ja omistajien välillä, vaan pikemminkin omistajien kesken syntyvää ristiriitaa intresseissä. Tulosten perusteella voidaan kysyä, onko ongelma vain omistajien kannustimien yhteensovittamattomuudessa.

Goranova ym. (2010) ja Antón ym. (2022) tuovat esiin saman keskeisen johtopäätöksen, jonka mukaan Yhdysvaltain markkinoilla yhteinen institutionaalinen omistajuus voi heikentää omistajaohjauksen kurinalaisuutta ja siten lisätä agenttikustannuksia kauppatilanteissa. Tulkinnoissa on kuitenkin myös eroja, sillä Goranova ym. (2010) analyysi korostaa hallitusrakenteiden roolia, mutta Antón ym. (2022) painottaa portfoliotason kannustimia. Siinä missä institutionaaliset sijoittajat voivat perinteisesti toimia tehokkaina valvojina, omistusten päällekkäisyys ja salkkukohtainen ajattelu voivat muuttaa heidän roolinsa passiiviseksi tai jopa opportunistiseksi. Päätelemät korostavat, että institutionaalisen omistajuuden vaikutus yrityskauppojen kannattavuuteen ei ole yksiselitteinen, vaan riippuu omistajien kannustimien ja sijoitusstrategian rakenteesta.

3.4 Yhteinen omistajuus Kiinan markkinoilla

Kiinan markkinat muodostavat kentän, jossa instituutiot pääomasijoittajina ovat verrattain uusi ja nopeasti kehittyvä ilmiö. Zhu ym. (2024) tuovat esiin paperissaan, että institutionaalisen omistajuuden kasvu on tapahtunut osana maan pääomamarkkinoiden asteittaista vapautumista ja sääntelyjärjestelmän vahvistumista. Kehitys on tehnyt Kiinasta antoisan ympäristön tarkastella omistajuuden hallinnollisia vaikutuksia. Muutos on kuitenkin tapahtunut suhteellisen lyhyessä

ajassa. Kiinan markkinat eroavat rakenteellisesti länsimaista siinä, että sääntely- ja oikeudellinen infrastruktuuri on edelleen kehittymässä (Allen ym. 2005)

Zhu ym. (2024) analysoivat kiinalaisten pörssiyhtiöiden 8 918 yrityskauppaa vuosilta 2008–2020 tutkiakseen yhteisen institutionaalisen omistuksen vaikutusta yritysjärjestelyiden onnistumiseen. Tutkimus hyödyntää Kiinan A-share-markkinoiden dataa ja soveltaa logistista regressioanalyysiä selittämään arvoa tuhoavien yritysostojen todennäköisyyttä. Arvon muodostusta mitataan lyhyen ajan markkinareaktioilla (CAR) kolmen päivän tapahtumaikkunassa. Tulokset osoittavat, että yhteinen institutionaalinen omistajuus vähentää merkittävästi arvoa tuhoavien kauppajen todennäköisyyttä (Zhu ym. 2024). Tapauksissa, joissa instituutiolla oli suurempi osuus omistuksesta ostajan ja kohteen välillä, havaittiin positiivisempi markkinareaktio ja pienempi todennäköisyys negatiiviseen arvokehitykseen.

Samassa paperissaan he toivat esiin kolme keskeistä yhteisen institutionaalisen omistajuuden piirrettä (Zhu ym. 2024). Ensimmäisenä kannustin maksimoida koko sijoitussalkun arvoa yksittäisen yrityksen arvon sijaan. Toisena etu informaatioissa, jonka ne saavat osallistumalla useiden saman toimialan yritysten liiketoimintaan. Kolmantena mittakaavaetu, jonka ne saavat yhtenäistämällä omistamiensa yhtiöiden toimintamallit, joka vähentää niiden valvonnan kustannuksia. Yleisesti ottaen nämä piirteet voivat joko edesauttaa pyrkimystä maksimoida koko sijoitussalkun tuottoa tai luoda tehokkaamman hallintovaikutuksen alan tietojen ja valvonnan etujen kautta (Zhu ym. 2024). Lisäksi kyseinen tutkimus tuo esiin valtiollisen sijoittajatyypin merkityksen. Kiinan institutionaalisilla sijoittajilla on usein läheinen suhde valtiollisiin toimijoihin, mikä luo epävirallisen sisäisen sääntelyn muodon markkinoille täydentäen virallista valtion sääntely- ja oikeusjärjestelmää.

Zhou ym. (2025) laajentavat tätä näkökulmaa Kiinan markkinoista artikkelissaan, jossa he analysoivat 37 525 havaintoa Kiinan A-share-markkinoilta vuosilta 2010–2021. Tutkimuksessa havaittiin, että yhteinen omistus pienentää tehottomien yrityskauppojen toteutumisen todennäköisyyttä, mutta toteutuneiden yritysjärjestelyiden osalta parantaa sekä lyhyen aikavälin markkinareaktiota että pidemmän aikavälin operatiivista kannattavuutta (Zhou ym. 2025).

Tulokset ovat linjassa Zhu ym. (2024) havaintojen kanssa ja osoittavat, että yhteinen institutionaalinen omistajuus ei toimi kilpailua rajoittavan rakenteena vaan markkinakuria vahvistavana hallintamekanismina. Mekanismeista he tunnistavat keskeisiksi instituutioiden vaikutuskanaviksi tehokkaan tiedonvälityksen informaatioasymmetrian kitkemisessä sekä johtajien nimittämisen opportunismien hillitsemiseksi (Zhou ym. 2025). Näiden kanavien kautta yhteinen

omistajuus toimii yksityistä sektoria valvovana järjestelmänä vielä kehittyvässä markkinaympäristössä. On kuitenkin syytä huomioida, että mahdollinen valtiollinen omistus ja vaikutusvalta voi vääristää tulkintaa valvonnasta, sillä se ei välttämättä perustu markkinamekanismeihin vaan poliittisiin intresseihin.

4 Institutionaalisen omistajuuden dynamiikka

4.1 Valvonta ja kannustimet

Päämies-agentti-ongelma kuvaa tilannetta, jossa yrityksen omistajien ja johdon tavoitteet eivät kohtaa. Tavoitteiden erkaantuminen johtaa tehottomuuteen päätöksenteossa ja synnyttää agenttikustannuksia (Jensen & Meckling, 1976). Ilmiön ytimessä on vallan ja vastuun epäsuhta. Päätöksenteko on siirtynyt johdolle, mutta riskit jäävät omistajien kannettaviksi. Fama ja Jensen (1983) tarkentavat tätä vuorovaikutusta nelivaiheisella hallintomallilla, jossa päätöksenteon aloitteet, hyväksyntä, toimeenpano ja valvonta erotetaan toisistaan. Juuri tällä tavoin eriyttäminen luo edellytykset tehokkuudelle ja uskottavalle valvonnalle. Instituutiot asettuvat tähän kehykseen erityiseen asemaan. Heidän resurssinsa antavat mahdollisuuden kaventaa johdon ja omistajien välistä informaatiokuilua. Samalla he voivat toimia tehokkaana vastavoimana johdon opportunistisille pyrkimyksille.

Empiirinen tutkimus tukee teoreettista näkemystä valvonnan merkityksestä. Aktas ym. (2016) osoittivat, että riippumaton hallitus ja hallinnollinen valvonta tekevät päätöksenteosta johdonmukaisempaa. Tulokset vahvistavat Fama ja Jensenin (1983) käsitystä siitä, että valvontakyvyn kasvu ja omistuksen keskittyminen pienentävät agenttikustannuksia ja parantavat yritysten strategista laatua.

Tirole (2006) laajentaa tätä näkökulmaa korostamalla yrityskontrollin markkinoita, joka ulkoisena kurinpitomekanismina täydentää sisäistä hallintoa. Samaa näkemystä tukevat myös Andriosopoulos ja Yang (2015), joiden mukaan sitoutunut institutionaalinen omistus on yhteydessä yritystojen parempaan tuottokehitykseen. Valvonta ei tällöin ole yksittäisiin transaktioihin rajattua, vaan jatkuvaa vuorovaikutusta osapuolten välillä.

Institutionaalisten omistajien kannustimet valvoa johtoa nousevat keskeiseksi tekijäksi agenttikustannusten hallinnassa. Toisin kuin yksittäisillä osakkeenomistajilla, instituutioilla on usein sekä taloudelliset että organisatoriset kannustimet seurata ja ohjata johdon toimintaa. Suuret omistusosuudet lisäävät altistumista yrityksen riskeille, mikä vahvistaa halukkuutta osallistua aktiivisesti hallintoon ja strategiseen päätöksentekoon. Tämä yhdistelmä korostaa heidän merkitystensä prosessissa, jossa informaatioasymmetria on suuri ja perinteinen omistajaohjaus ei yksin riitä varmistamaan tehokasta päätöksentekoa.

Omistajien sijoitushorisontilla on myös merkitystä heidän halukkuuteensa valvoa yrityksen johtoa. Pitkäaikaisilla omistajilla on vahvemmat intressit varmistaa, että yrityksen strategiset päätökset tukevat kestäväää pitkän aikavälin arvonluontia. Koska heidän sijoituksensa tuotto realisoituu pidemmällä aikavälillä, heillä on enemmän syitä ja mahdollisuuksia osallistua johdon arviointiin koko omistusjakson ajan. Lyhyen aikavälin sijoittajat taas tarkastelevat yrityksen päätöksiä markkinareaktioiden ja likviditeetin kautta, jolloin heidän kannustimensa valvontaan jäävät heikommiksi. Drobetz ym. (2025, 1026) nostavat artikkelissaan esiin, että institutionaaliset sijoittavat eroavat toisistaan juuri sijoitushorisonttinsa perusteella. Pitkäjänteinen omistus luo jatkuvuutta ja sitoutumista, kun taas lyhyt sijoitusperspektiivi johtaa usein reagoitiperusteiseen päätöksentekoon ja lyhytjänteiseen ohjaukseen.

Empirian näyttö selittää myös, miksi omistajien valvonta ja kannustimet eivät aina tuota optimaalista tulosta. Ang ym. (2000) osoittavat, että hajautuneessa omistuksessa valvontakustannukset kasvavat, sillä yksittäisen omistajan hyöty valvonnasta jää vähäiseksi. Tämä tukee Shleiferin ja Vishnyn (1986) näkemystä siitä, että valvonta on tehokkainta, kun omistus on keskittynyt ja omistajilla on kannustin sisäistää valvonnan kustannukset ja hyödyt. Institutionaaliset sijoittajat voivat kuitenkin lieventää tätä ongelmaa. Heidän mittakaavaetunsa ja ammatillinen infrastruktuurinsa mahdollistavat tehokkaan valvonnan myös hajautuneissa omistusrakenteissa. Näin he erottuvat ainutlaatuisina toimijoina agenttikustannusten hallinnassa verrattuna piensijoittäjiin.

Tällä tavoin teoria ja empiria täydentävä toisiaan. Teoreettinen malli määrittää valvonnan ja kannustimien periaatteet, kun taas empiirinen tutkimus osoittaa, miten institutionaalinen omistus konkretisoi nämä mekanismit käytännössä. Erityisesti silloin, kun instituutioilla on sekä taloudellisia kannustimia ja pitkäjänteinen sijoitusstrategia, heidän valvontaroolinsa täydentää yrityksen sisäisiä hallinta mekanismeja ja pienentää agenttikustannuksia.

4.2 Aktiivinen ja passiivinen omistajuus

Aktiivisen ja passiivisen omistajuuden erottelu havainnollistaa, kuinka päämies-agentti-suhteen hallinta voi toteutua monin eri tavoin. Rossin (1973) varhaisessa päämies-agentti-mallissa agentin toiminnan valvonta perustuu kannustimiin ja informaatio-signaaleihin, joiden ylläpito voi olla kallista ja vaikeasti mitattavaa. Sama logiikka pätee omistajatasolla, jossa aktiiviset institutionaaliset omistajat ovat valmiita kantamaan valvontakustannuksia, koska he pystyvät hyödyntämään informaatiota tehokkaammin ja saavat siitä suhteellisesti suuremman hyödyn.

Passiiviset sijoittajat sen sijaan luottavat markkinoiden kurinalaisuuteen ja muiden omistajien toimintaan, jolloin heidän roolinsa jää enemmän rakenteelliseksi kuin osallistuvaksi.

Empiirinen tutkimus vahvistaa tämän jaottelun. Andriosopoulos ja Yang (2015) havaitsivat, että sitoutunut ja aktiivinen omistajuus liittyy positiivisempiin markkinareaktioihin yritysostojen julkistamisen yhteydessä Iso-Britannian markkinoilla. Aktiiviset sijoittajat onnistuivat hillitsemään arvoa tuhoavia päätöksiä seuraamalla johdon toimintaa ja osallistumalla strategiseen keskusteluun. Tulokset tukevat myös Tirolen (2006) näkemystä siitä, että tehokas valvonta ei ole kertaluonteinen toimi, vaan jatkuvaa informaation keruuta ja vuorovaikutusta päämies-agentti-suhteen ylläpitämiseksi.

Aktiivisen omistajuuden vaikutukset eivät kuitenkaan ole yksiselitteisesti myönteisiä. Fama ja Jensen (1983) huomauttavat, että liiallinen valvonta voi johtaa päätöksenteon jäykkyyteen ja tukahduttaa johdon mahdollisuuden toteuttaa innovatiivisia liiketoimintastrategioita. Kyseinen näkemys viittaa siihen, että optimaalinen hallinta edellyttää tasapainoa. Aktiiviset omistajat voivat vähentää opportunistia, mutta liiallinen puuttuminen voi heikentää organisaation joustavuutta ja riskinottoa. Passiivisilla sijoittajilla on tässä suhteessa taustavaikuttajan rooli, sillä heidän vaikutuksensa välittyy markkinasignaalien ja pääomamarkkinoiden kurinalaisuuden kautta.

Bebchuk ja Hirst (2019) tarkastelevat tätä asetelmaa Yhdysvaltain kontekstissa ja tuovat esiin suurten varainhoitajien kasvavan vaikutusvallan. Nämä varainhoitajat omistavat merkittäviä osuuksia lukuisista yrityksistä, mutta heidän liiketoimintamallinsa rajoittaa aktiivista osallistumista yritysjohtamisen valvontaan. Seurauksena on huomattava ristiriita, sillä omistusrakenne keskittyy samalla, kun valvontamekanismit eivät vahvistu. Johdon toiminta voi jäädä ilman riittävää valvontaa, mikä voi kasvattaa agenttikustannuksia huolimatta näennäisestä omistuksen keskittymisestä.

Havaintojen perusteella aktiivinen institutionaalinen omistajuus toimii tehokkaasti agenttikustannusten hillitsemisessä, koska se mahdollistaa informoidun ja jatkuvan valvonnan johdon päätöksenteosta. Passiivinen omistus taas ylläpitää markkinoiden vakautta ja tukee kurinalaisuutta, mutta sen vaikutus jää epäsuoraksi. Yritysjärjestelyissä ero korostuu ja kyse ei ole siitä kumpi omistajuuden muoto on parempi, vaan siitä, millaisissa puitteissa kumpikin tuottaa toivottuja tuloksia.

4.3 Rajoitteet ja haasteet

Päämies-agentti-ongelman teorian mukaan omistuksen keskittyminen tehostaa valvontaa, mutta samalle se altistaa vallan liialliselle keskittymiselle ja eturistiriidoille (Shleifer & Vishny 1997). Tehokas hallinta edellyttää, että päätösvalta ja valvonta pysyvät selkeästi erillään (Fama & Jensen, 1983). Kun nämä rajat hämärtyvät, valvontamekanismit voivat kääntyä itseään vastaan. Vaaran onkin tilanne, jossa kontrolli ei enää perustu vastuullisuuteen vaan vallankäyttöön.

Päällekkäinen omistajuus luo uuden ulottuvuuden, jota klassinen agenttiteoria ei varsinaisesti käsittele. Kun samat instituutiot omistavat osuuksia useista kilpailevista yrityksistä, heidän tavoitteensa voivat siirtyä yrityskohtaisesta arvon maksimoinnista koko sijoitussalkun tuoton optimointiin. Tällainen omistusrakenne voi heikentää markkinoiden kilpailua ja muuttaa perinteiset valvontamekanismit koordinoitikanaviksi, joissa yhtiöiden päätöksenteko riippuu omistajien välisestä yhteystyöstä enemmän kuin markkinakurin ohjausvaikutuksesta.

Sisäisesti tarkasteltuna institutionaalisten omistajien rajoitteet liittyvät erityisesti kannustinrakenteiden monimutkaisuuteen ja eturistiriitoihin. Goranova ym. (2010) osoittavat, että kun samat institutionaaliset yhtiöt omistavat osuuksia ostajasta ja kohdeyrityksestä, valvontamekanismit menettävät tehokkuuttaan. Tällöin päätöksenteossa painottuu arvon siirtäminen yritysten välillä sen sijaan, että keskityttäisiin yksittäisen yhtiön omistaja-arvon maksimointiin. Ilmiö paljastaa, että institutionaaliseen omistajuuteen sisältyy kannustimia, jotka voivat heikentää agenttisuhteen kurinalaisuutta.

Ulkoisista rajoitteista keskeisimpiä ovat vallan keskittyminen ja sääntelyn rajallisuus. Drobotz ym. (2025) tuovat esiin, että instituutioilla on omistajina kaksijakoinen rooli. He toimivat toisaalta valvojina, mutta samalla niiden omat strategiset ja poliittiset tavoitteet voivat ohjata päätöksentekoa. Institutionaalisen omistajuuden tehokkuus riippuu siten paitsi omistajien aktiivisuudesta myös siitä, millaisessa hallinnollisessa ja sääntelyllisessä ympäristössä ne toimivat. Bebchuk ja Hirst (2019) täydentävät tätä näkökulmaa tarkastelemalla suurten indeksivarainhoitajien kasvavaa vaikutusvaltaa. Heidän mukaansa passiivisten sijoittajien keskittynyt omistus lisää markkinavaltaa, mutta ei välttämättä johda tehokkaampaan valvontaan. Syntyy niin sanottu valvontavaje, jossa omistusvalta kasvaa nopeammin kuin siihen liittyvä vastuu.

Antón ym. (2022) havainnollistavat, että yhteinen omistus Yhdysvalloissa voi entisestään monimutkaistaa tätä rakennetta. Kun samat instituutiot omistavat osuuksia yritysjärjestelyiden molemmista osapuolista, päätöksenteko alkaa ohjautua kilpailullisen tehokkuuden sijasta portfolion

optimointiin. Tällainen kehitys heikentää markkinakuria ja lisää koordinaatio-ongelmia, erityisesti silloin kun sääntely ei kykene vastaamaan omistajuuden rakenteellisiin muutoksiin.

Toisaalta, kuten Zhu ym. (2024) ja Zhou ym. (2025) osoittavat, yhteinen omistus voi kehittyvillä markkinoilla toimia myös päinvastaisesti markkinakuria vahvistavana ja hallintoa tukevana mekanismina. Heikommin säädellyissä ympäristöissä institutionaaliset sijoittajat voivat täydentää virallisia valvontarakenteita ja vähentää opportunistia. Kehittyneillä markkinoilla taas institutionaalisen omistuksen keskittyminen voi kääntyä itseään vastaan, sillä se kaventaa kilpailua ja muuttaa päätöksenteon dynamiikkaa. Näin ollen omistajuuden vaikutus riippuu markkinoiden kypsyydestä ja hallinnollisesta kapasiteetista.

Teorian ja empirian rinnakkaistarkastelu osoittaa, että institutionaalisen omistuksen tehokkuus on vahvasti kontekstisidonnainen. Fama ja Jensenin (1983) valvontamalli toimii parhaiten ympäristössä, joissa vastuu ja päätösvalta ovat selkeästi eriytettyjä. Yhteinen ja passiivinen omistus voi kuitenkin hämärtää näitä rajoja, jolloin markkinakilpailun heikentyessä omistajien ja johdon väliset kannustimet menettävät merkitystään. Tästä näkökulmasta institutionaalisen omistajuuden haaste ei liity pelkästään valvonnan tehokkuuteen, vaan myös vallan ja vastuun tasapainon säilyttämiseen.

Vallan keskittyminen ja kasvu herättää myös eettisiä kysymyksiä. Kehitys haastaa ajatuksen markkinoiden itsekorjautuvuudesta eikä ole selvää kuka valvoo valvoja, jos valta on keskittynyt kapealle joukolla. Herääkin kysymys millaisissa olosuhteissa institutionaalinen omistus voi toimia hallinnollisesti kestäväällä tavalla ilman, että se kaventaa markkinoiden kurinpidollisia mekanismeja.

4.4 Eroavaisuudet markkinaympäristöissä

Institutionaalisen omistajuuden ja agenttikustannusten välinen suhde rakentuu useiden toisiinsa kytkeytyvien tekijöiden varaan. Näiden tekijöiden vaikutukset eivät kuitenkaan ole yhtenäisiä eri markkinaympäristöissä. Esimerkiksi markkinoiden kehitysaste, kilpailun rakenne ja sääntelyn laatu muokkaavat sitä, miten institutionaalinen omistajuus toteutuu käytännössä ja millaisena sen valvontakyky ilmenee.

Tämä ero konkretisoituu Taulukossa 1, jossa on koottu kirjallisuuskatsauksessa käsiteltyjen lähteiden perusteella keskeiset erot Yhdysvaltojen ja Kiinan markkinoiden välillä. Taulukko havainnollistaa, miten omistajuuden rooli ja sen vaikutus agenttikustannuksiin yritysjärjestelyissä vaihtelevat markkinoiden rakenteen ja institutionaalisten puitteiden mukaan.

Taulukko 1. Markkinoiden vertailu

	Yhdysvaltain markkinat	Kiinan markkinat
Valvonnan perusta ja omistajuuden luonne	Valvonta nojaa vakiintuneisiin sääntely- ja raportointijärjestelmiin. Suurten, usein passiivisten sijoittajien vaikutus on rajallinen (Fama & Jensen 1983; Bebchuk & Hirst 2019).	Heikko sääntely lisää omistajavetoisen valvonnan merkitystä. Institutionaaliset sijoittajat täydentävät virallista hallintoa aktiivisen omistajuuden kautta (Allen ym. 2005; Zhu ym. 2024).
Kilpailu ja yhteinen omistajuus	Päällekkäiset omistukset voivat vähentää kilpailua ja siirtää painopisteen portfoliotason optimointiin yksittäisten yritysten kustannuksella (Antón ym. 2022; Goranova ym. 2010).	Yhteinen omistus voi tehostaa tiedonvälitystä ja resurssien kohdentamista, mikä vähentää arvoa tuhoavien yrityskauppojen riskiä (Zhu ym. 2024; Zhou ym. 2025).
Sijoitushorisontti ja kannustimet	Lyhyen aikavälin tulospainotteisuus ja hajanaiset omistajaintressit voivat heikentää strategista pitkäjänteisyyttä (Drobetz ym. 2025).	Pitkäjänteinen omistajuus ja sijoittajien koordinointi tukevat kestäväää arvonluontia ja hillitsevät opportunismia (Zhou ym. 2025).
Haasteet	Omistajien passiivisuus ja intressien hajanaisuus voivat heikentää valvonnan uskottavuutta ja tehdä hallinnasta muodollista.	Institutionaaliset heikkoudet ja sääntelyn epävakaas korostavat omistajavalvonnan tarvetta ja altistavat valvonnan yksittäisten toimijoiden aktiivisuuden varaan.

Taulukossa 1 esitetty vertailu tiivistää luvun keskeisen johtopäätöksen: institutionaalisen omistajuuden vaikutukset agenttikustannuksiin ovat rakenteellisesti ehdollisia. Valvonnan ja kannustimien toimivuus määräytyy sen mukaan, millaiseen institutionaaliseen ympäristöön omistus kytkeytyy. Toimivissa markkinainstituutioissa hallinta perustuu muodollisiin rakenteisiin ja

säätelyyn. Kehittyvillä markkinoilla omistajien toteuttama valvonta muodostaa keskeisen osan yrityskontrollia.

Erot eivät siten rajoitu yksittäisiin mekanismeihin, vaan heijastelevat koko hallintajärjestelmän rakennetta. Kokonaisuus määrittää sen, missä määrin yhtiöiden päätöksenteko nojaa viralliseen valvontaan ja missä määrin omistajien aktiiviseen ohjaukseen.

5 Johtopäätökset ja yhteenveto

Tutkielman perusteella päämies-agentti-ongelma tarjoaa laaja-alaisen viitekehyksen yrityskauppojen päätöksenteon ja kannattavuuden tarkastelulle. Yritysjärjestelyissä kiteytyy päämies-agentti-suhteen kitka, joka johtuu omistajien ja johdon eriytyneistä intresseistä.

Teoreettinen kirjallisuus (Jensen & Meckling 1976; Fama & Jensen 1983) selittää tätä asetelmaa agenttiteorian avulla. Empiirinen tutkimus puolestaan osoittaa johdonmukaisesti, että valvontakyky ja omistusrakenteen ominaisuudet vaikuttavat ratkaisevasti päätöksenteon laatuun ja omistaja-arvon kehitykseen. Havaintojen perusteella agenttikustannukset heijastuvat yrityskauppojen kannattavuuteen erityisesti johdon opportunismin ja heikkojen valvontamekanismien kautta.

Institutionaalisilla omistajilla on kirjallisuuden mukaan olennainen asema agenttikustannusten hallinnassa. Aktiivinen ja pitkäjänteinen omistajuus tukee tehokasta valvontaa hyödyntämällä omistajien resursseja ja asiantuntemusta (Andriosopoulos & Yang 2015; Drobetz ym. 2025). Hajautuneissa rakenteissa valvonta jää heikommaksi, sillä yksittäisillä sijoittajilla ei ole riittäviä kannustimia seurata johdon toimintaa (Ang ym. 2000). Institutionaalinen omistajuus voi tällä tavoin parantaa päätöksenteon tehokkuutta ja pienentää arvoa heikentävien yrityskauppojen riskiä.

Vaikutusten suunta ei kuitenkaan ole kiistaton. Markkinoiden rakenteet ja sääntely-ympäristö määrittävät, ilmeneekö omistajuus valvontaa vahvistavana vai rajoittavana tekijänä. Kehittyneillä markkinoilla päällekkäinen omistus ja passiivisuus voivat siirtää huomion yrityskohtaisesta arvonluonnista koko portfolion tuottoihin, mikä heikentää valvontaa ja kilpailua (Bebchuk & Hirst 2019; Antón ym. 2022, 2023). Kehittyvissä talouksissa, kuten Kiinassa, instituutiot voivat sijoittajina puolestaan täydentää heikkoa sääntelyä ja vahvistaa markkinakuria (Zhu ym. 2024; Zhou ym. 2025). Institutionaalisen omistajuuden vaikutus on siten riippuvainen ympäristöstään.

Teoreettisen ja empiirisen kirjallisuuden vertailu osoittaa, että päämies-agentti-teorian oletukset pätevät vain rajallisesti. Keskittynyt ja aktiivinen omistus tukee valvontaa ja vähentää agenttikustannuksia. Sen sijaan passiivinen omistajuus sekä omistusten päällekkäisyys voivat joissakin olosuhteissa heikentää valvonnan kannustimia ja johtaa korkeampiin agenttikustannuksiin. Tästä syystä institutionaalisen omistajuuden vaikutuksia ei voida pitää pysyvinä lainalaisuuksina, vaan ne ovat oikeastaan dynaamisia ja ympäristön ehdoilla muuttuvia piirteitä.

Tutkimuskirjallisuuden rajoitteet osoittavat tarvetta aiheen perusteellisemmalle tarkastelulle. Valtaosa empiirisestä tutkimuksesta keskittyy länsimaisiin markkinoihin, jolloin tulosten yleistettävyyden kehittyviin talouksiin on rajallista. Lisäksi useat tutkimukset painottuvat lyhyen

aikavälin markkinareaktioihin, vaikka omistajuuden vaikutukset yrityskauppojen onnistumiseen voivat ilmetä vasta pitkällä aikavälillä. Päätöksentekoon vaikuttavat myös muut sidosryhmät ja ulkoiset tekijät, mikä vaikeuttaa syy-seuraussuhteiden erottamista.

Jatkotutkimuksessa olisi hyödyllistä laajentaa käsitystä institutionaalisten sijoittajien eroavaisuuksista. Aktiivisten ja passiivisten sijoittajien erot, sijoitushorisontti ja omistajien koordinaatio voisivat osaltaan selittää omistajuuden vaihtelevia vaikutuksia eri markkinoilla. Lisäksi digitaalisen raportoinnin ja data-analytiikan kehitys tarjoaa uusia mahdollisuuksia tutkia, miten teknologiat voivat vähentää informaatioepäsymmetriaa ja tukea omistajien toteuttamaa valvontaa.

Kokonaisuutena institutionaalinen omistajuus on olennainen, mutta toimintaympäristöstä riippuvainen tekijä yritysjärjestelyiden onnistumisessa. Agenttikustannukset ilmenevät erityisesti johdon päätöksenteon laadussa ja kyvyssä luoda omistaja-arvoa. Heikko valvonta ja epäselvät kannustimet lisäävät arvoa tuhoavien kauppojen riskiä. Aktiivinen ja pitkäjänteinen omistajuus tukee tehokkaampaa päätöksentekoa ja pienentää agenttikustannuksia. Passiivinen ja päällekkäinen omistajuus voi puolestaan heikentää valvontaa ja mahdollistaa opportunistisen toiminnan. Institutionaalisen omistajuuden vaikutus määräytyy lopulta markkinaympäristön, omistajien kannustimien ja valvontakyvyn keskinäisestä dynamiikasta.

Lähteet

- Aktas, N., Croci, E. & Simsir, S. (2016). Corporate governance and takeover outcomes. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 242-252.
- Allen, F., Qian, J. & Qian, M. (2005). Law, finance, and economic growth in China. *Journal of Financial Economics*, 77(1), 57-116.
- Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120.
- Andriosopoulos, D. & Yang, S. (2015). The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom. *Journal of Banking & Finance*, 50, 547-561.
- Ang, J., Cole, R. & Lin, J. (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance (New York)*, 55(1), 81-106.
- Antón, M., Azar, J., Gine, M. & Lin, L. (2022). Beyond the target: M&A decisions and rival ownership. *Journal of Financial Economics*. 144(1), 44-66.
- Antón, M., Ederer, F., Giné, M. & Schmalz, M. (2023). Common ownership, competition, and top management incentives. *The Journal of Political Economy*, 131(5), 1294-1355.
- Bas, M., Demmou, L., Franco, G. & Garcia-Bernando, J. (2023). Institutional shareholding, common ownership and productivity: A cross-country analysis. *OECD Economics Department Working Papers*, 1769.
- Bebchuk, L. & Hirst, S. (2019) The specter of the giant three. *Boston University Law Review*, 99(2), 721-741.
- Drobetz, W., El Ghouli, S., Guedhami, O. & Yu, X. (2025). Beyond ownership: The role of institutional investors in international corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 33(5), 1024-1038.
- Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law & economics*, 26(2), 301-325.
- Ferris, S., Jayaraman, N. & Sabherwal, S. (2013). CEO Overconfidence and international merger and acquisition Activity. *Journal Of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 137-164.
- Gaughan, P.A (2015). Mergers, acquisitions, and corporate restructurings (Sixth edition.). Wiley.
- Goranova, M., Dharwadkar, R. & Brandes, P. (2010). Owners on both sides of the deal: mergers and acquisitions and overlapping institutional ownership. *Academy of Management Proceedings*, 31(10),1114-1135.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360

- Lindner, T., Müllner, J. & Pühr, H. (2025). Ownership, institutions and the agency of M&A completion. *Global Strategy Journal*, 15(1), 153-183.
- Ross, S. (1973). The Economic Theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 62(2), 134-139.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *The journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of Finance (New York)*, 52(2), 737-783.
- Sirower, M. (1997). The synergy trap: how companies lose the acquisition game. *New York: Free Press*.
- Tirole, J. (2006). The theory of corporate finance. *Princeton University Press*.
- Zhou, F., Chen, L., Chao, L. & Fu, X. (2025). Governance of collusion? The M&A effects of common institutional ownership. *Humanities & Social Sciences Communications*, 12(1), Article 855.
- Zhu, S., Lu, R., Xu, T., Wu, W. & Chen, Y. (2024). Can common institutional owners inhibit bad mergers & acquisitions? Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 89, 246-266.

Liitteet

Liite 1 Generatiivisen tekoälyn käyttö tutkielman teon tukena

Ilmoitus tekoälyn käytöstä

Tämän kandidaatintutkielman laatimisessa on hyödynnetty generatiivista tekoälyä erilaissa tukitehtävissä. Käytetyt työkalut, niiden käyttötarkoitukset ja varmistustoimet on kuvattu alla. Vakuutan, että olen käyttänyt kaikkia tekoälytyökaluja huolellisesti ja varoen, ilmoittanut niiden käytöstä täysin yliopiston ohjeiden mukaisesti, sekä otan täyden vastuun kaikesta tässä työssä esitetystä sisällöstä.

1. Työkalu: OpenAI:n ChatGPT (GPT-5-versio)

- **Käyttövaihe:** Kirjallisuushaku
- **Käyttötarkoitus:** Käytin ChatGPT:tä hakusanojen kartoittamiseen, kun etsin aiheeseeni liittyvää tutkimuskirjallisuutta.
- **Esimerkkikehote (2.10.2025):** ”Mitkä asiat kuvaavat yrityskaupan kannattavuutta lyhyellä aikavälillä?”
- **Varmistus:** Tekoäly ehdotti, että lyhyellä aikavälillä yrityskaupan tuotto-odotukset heijastuvat osakkeen hintoihin, joka kuvastaa markkinoiden reaktiota kaupan ilmoitukseen. Varmistin asian hakemalla tutkimuskirjallisuutta EBSCO ja JSTOR tietokannoista (hakusanat ”market reaction” AND ”M&A”). Tällä tavoin varmistin, että tutkimuskirjallisuudessa tarkastellaan markkinareaktioita yrityskauppojen kannattavuuden arvioinnissa. Tämän takia viittasin tutkielmassani tutkimuksiin, joissa tarkastellaan yrityskauppojen kannattavuutta markkinareaktioiden avulla. Itse tekstiin en käyttänyt tekoälyn tuottamaa sisältöä, vaan hyödynsin sitä kirjallisuuden kartoittamiseen.

2. Työkalut Microsoft Editor ja DeepL

- **Käyttövaihe:** Tekstin kirjoittaminen
- **Käyttötarkoitus:** Hyödynsin tekoälypohjaisia kääntäjä-, kielentarkistus- ja tyylityökaluja kirjoitusprosessin aikana, jonka tavoitteena oli tehdä tekstistä selkeä ja parantaa sen luettavuutta.
- **Varmistus:** Tarkistin tekoälyn ehdottamat muutokset ja hyväksyin ne vain, jos ne eivät vääristäneet alkuperäistä argumenttia tai empiiristä tietopohjaa. Säilytin täyden päätösvallan lopullisen tekstin suhteen.