



Vaasan yliopisto  
UNIVERSITY OF VAASA

Marika Försti

**Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan  
ominaisuuksien vaikutus yrityksen taloudelliseen  
suorituskykyyn**

Laskentatoimen ja rahoituksen  
akateeminen yksikkö  
Laskentatoimen  
maisterintutkielma  
Laskentatoimen ja tilintarkas-  
tuksen maisteriohjelma

Vaasa 2023

---

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

<b>Tekijä:</b>	Marika Försti		
<b>Tutkielman nimi:</b>	Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ominaisuuksien vaikutus yrityksen taloudelliseen suori- tuskykyyn		
<b>Tutkinto:</b>	Kauppätieteiden maisteri		
<b>Oppiaine:</b>	Laskentatoimi ja tilintarkastus		
<b>Työn ohjaaja:</b>	Tuukka Järvinen		
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2023	<b>Sivumäärä:</b>	81

---

**TIIVISTELMÄ:**

Yhteiskunnallisten muutosten myötä vaatimukset yritysten vastuullisuutta ja tasa-arvoisuutta kohtaan ovat kasvaneet. Viime vuosina tutkijat ovat osoittaneet laajaa mielenkiintoa johtohenkilöiden ominaisuuksien merkitystä kohtaan, ja niiden vaikutusta muun muassa yrityksen suori-  
tuskyvyllä on tutkittu laajasti. Tutkimustulokset ovat kuitenkin vaihtelevia, ja yleispäteviä johtopäätöksiä on haastavaa vetää.

Tämän tutkielman tarkoitus on selvittää, miten toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ominaisuudet vaikuttavat yrityksen taloudelliseen suori-  
tuskykyyn. Tutkittavat ominaisuudet ovat johtohenkilön sukupuoli, ikä, kokemus ja laatu sekä kaksoisrooli. Tutkielman alussa määritellään myös aiheen kannalta olennaiset käsitteet liittyen esimerkiksi yrityksen ylimpään joh-  
toon ja suori-  
tuskykyyn.

Tutkielmassa tarkastellaan aikaisempaa tutkimuskirjallisuutta johtohenkilöiden ominaisuuksien ja yrityksen suori-  
tuskyvyn väliseen yhteyteen liittyen. Tutkimustulosten mukaan johtohenkilöiden ominaisuuksilla on yhteys yrityksen suori-  
tuskykyyn, sillä muuttujien väliltä raportoidaan pääsääntöisesti positiivisia tai negatiivisia yhteyksiä. Melko säännönmukaisia tuloksia on rapor-  
toitu erityisesti sukupuolen moninaisuuteen liittyen, mutta muiden ominaisuuksien osalta tutki-  
mustulokset ovat keskenään ristiriitaisempia.

Johtohenkilöiden ominaisuuksien ja yrityksen taloudellisen suori-  
tuskyvyn välistä yhteyttä selvi-  
tetään tässä tutkielmassa lineaarisen regressioanalyysin avulla. Tutkimusaineisto on kerätty yh-  
dysvaltalaisista S&P500 -yhtiöistä vuodelta 2021. Tutkimustulosten perusteella ei voida osoittaa johtohenkilöiden ominaisuuksien vaikuttavan yrityksen suori-  
tuskykyyn. Tulokset ovat osittain ristiriidassa aikaisempien tutkimustulosten kanssa.

---

**AVAINSANAT:** toimitusjohtajat, hallituksen puheenjohtajat, hallitukset, ominaisuudet, moni-  
muotoisuus, suori-  
tuskyky

## Sisällys

1	Johdanto	7
1.1	Tutkielman tarkoitus, päätavoitteet ja aiheen rajaus	9
1.2	Tutkielman rakenne	10
2	Yrityksen ylin johto ja päätöksenteko	13
2.1	Hallitus ja sen toiminta	13
2.2	Hallituksen puheenjohtaja	15
2.3	Toimitusjohtaja	15
2.4	Corporate governance	16
2.5	Agenttiteoria	17
2.6	Stewardship-teoria	18
3	Yrityksen taloudellinen suorituskyky ja sen mittaaminen	20
3.1	Yrityksen suorituskyky	20
3.2	Yrityksen taloudellinen suorituskyky ja sen mittaaminen	21
3.2.1	Kokonaispääoman tuottoaste ROA	23
3.2.2	Tobinin Q	25
4	Ylimmän johdon ominaisuuksien ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välinen yhteys	26
4.1	Sukupuolen moninaisuus ja yrityksen taloudellinen suorituskyky	26
4.2	Ikä ja yrityksen taloudellinen suorituskyky	31
4.3	Kokemus sekä laatu eli kokemuksen ja iän välinen suhde ja yrityksen taloudellinen suorituskyky	35
4.3.1	Kokemus	35
4.3.2	Laatu eli kokemuksen ja iän välinen suhde	37
4.4	Kaksoisrooli ja yrityksen taloudellinen suorituskyky	38
4.5	Yhteenvedo aikaisemmista tutkimustuloksista ja tutkimushypoteesit	42
5	Tutkimuksen aineisto ja menetelmät	46
5.1	Aineiston kuvaus	46
5.2	Regressioanalyysi	47

5.2.1	Selittävät muuttujat	48
5.2.2	Selitettävät muuttujat	49
5.2.3	Kontrollimuuttujat	49
5.2.4	Muuttujien lyhenteet ja niiden kuvaukset	49
6	Tutkimuksen tulokset	51
6.1	Tilastolliset tunnusluvut	51
6.2	Aineiston normaalijakautuneisuus	53
6.3	Muuttujien väliset korrelaatiot	54
6.4	Regressioanalyysin tulokset	57
6.5	Tulosten analysointi	59
6.6	Tutkimuksen rajoitteet ja puutteet	64
7	Yhteenveto ja johtopäätökset	66
	Lähteet	71
	Liitteet	78
	Liite 1. Residuaalit malli 1	78
	Liite 2. Residuaalit malli 2	79
	Liite 3. Residuaalit malli 3	80
	Liite 4. Residuaalit malli 4	81

## Taulukkoluetelo

<b>Taulukko 1.</b> Muuttujien lyhenteet ja kuvaukset.	50
<b>Taulukko 2.</b> Muuttujia kuvastavat tilastolliset tunnusluvut. N = 211.	51
<b>Taulukko 3.</b> Kolmogorov-Smirnovin testin tulokset.	55
<b>Taulukko 4.</b> Korrelaatiomatriisi.	54
<b>Taulukko 5.</b> Regressioanalyysin tulokset, kun selittävä muuttuja on kokonaispääoman tuottoaste (ROA).	58
<b>Taulukko 6.</b> Muuttujien VIF-arvot.	61

**Lyhenteet**

OYL	Osakeyhtiölaki
ROA	Kokonaispääoman tuottoaste
ROE	Oman pääoman tuottoaste
ROIC	Sijoitetun pääoman tuottoaste
RONW	Nettovarallisuuden tuottoaste
ROS	Liikevoittoprosentti

## 1 Johdanto

Yritysten toimintaa ohjaa yhä enenevässä määrin voitontavoittelun lisäksi myös muut arvot, kuten yhteiskunnallinen valveutuneisuus ja tasa-arvo. Yritysten odotetaan toimivan eettisiä ja tasavertaisuuden periaatteita noudattaen, ja tämä näkyy myös yritysten hallituksia muodostettaessa. Yritystoiminnan muutoksen taustalla on laajempi yhteiskunnallinen muutos, jonka myötä esimerkiksi naisten asema työelämässä on parantunut. Yhteiskunnallinen muutos on murtautunut perinteistä johtajakuvaa ja avannut ovia myös monimuotoisemmille hallituskokoonpanoille.

Yhteiskunnalliset asennemuutokset ovat ulottuneet myös sääntelyn tasolle esimerkiksi hallinnointikoodien ja lainsäädännön muutosten muodossa. Suomalaisia pörssilistattuja yhtiöitä koskeva Hallinnointikoodi (2020) suosittaa monimuotoisuutta iän, sukupuolen, ammatti-, koulutus- ja kansainvälisen taustan suhteen. Tätä perustellaan esimerkiksi monipuolisemmalla osaamisella sekä toisiaan täydentävällä kokemuksella. Joissakin maissa suosituksista on siirrytty lainsäädännön tasolle, sillä esimerkiksi Norjassa on vuodesta 2003 lähtien edellytetty 40 % naisedustusta pörssiyritysten hallituksissa (Ahern ja Dittmar, 2012).

Yhteiskunnallisen kiinnostuksen myötä myös tutkimukset johtohenkilöiden henkilökohtaisten ominaisuuksien merkityksestä ovat yleistyneet. Tällaisilla ominaisuuksilla tarkoitetaan demografisia seikkoja kuten ikää ja sukupuolta tai esimerkiksi ammatillista ja koulutuksellista taustaa. Bertrandin ja Schoarin (2003) mukaan johtohenkilön ominaisuudet vaikuttavat yrityksen päätöksentekoon koskien muun muassa yrityskauppatilanteita, osingonmaksupolitiikkaa ja kustannusten alentamista. Hambrickin, Chon ja Chenin (1996) mukaan monimuotoisuus johtaa laajaan tietämykseen sekä rohkeuteen ja luovuuteen päätöksenteossa, mutta samanaikaisesti myös erimielisyyksiin ja päätöksenteon hitauteen.

Koska yritysmaailman keskeisimpinä ajureina yhteiskunnallisista muutoksista huolimatta lienevät edelleen voitontuottaminen ja osakkeenomistajien varallisuuden kasvattaminen,

myös johtohenkilöiden ominaisuuksien ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys on herättänyt kiinnostusta tutkijoiden keskuudessa. Aihetta on tutkittu laajasti useiden eri ominaisuuksien näkökulmasta ja myös tulokset ovat olleet vaihtelevia. Tämän tutkielman edetessä tullaan käsittelemään useita johtohenkilön sukupuoliin (ks. esim. Khan & Vieito 2013; Perryman, Fernando & Triphaty 2016), ikään (ks. esim. Nguyen, Rahman & Zhao 2018), kokemukseen ja laatuun (ks. esim. Sterling & Gilles 2018; Livnat, Smith, Suslava & Tarlie 2021) sekä kaksoisrooliin (ks. esim. Yang & Chao 2014; Chang, Lee & Smith 2019) liittyviä tutkimuksia ja niiden tuloksia.

Tätä tutkielmaa motivoi viime vuosina yleistynyt keskustelu koskien yritysten ylimmän johdon piirteitä ja niiden vaikutusta yritysten toiminnalle. Keskustelu aiheesta on johtanut monipuolisiin tutkimuksiin (ks. esim. Liu, Wei ja Zie, 2014) ja näkyy konkreettisesti esimerkiksi pörssiyritysten hallinnointikoodeissa sekä lainsäädännössä. Tutkimustuloksissa on kuitenkin edelleen keskinäisiä ristiriitaisuuksia ja useissa tutkimuksissa on havaittu kolmansien muuttujien säätelevän ylimmän johdon piirteiden vaikutusta yrityksen taloudelliselle suorituskyvylle.

Joissakin aikaisemmissa tutkimuksissa johtohenkilöiden ominaisuuksien raportoidaan vaikuttavan positiivisesti yritysten suorituskykyyn (ks. esim. Terjesen, Couto & Francisco, 2016; Wang, Holmes Jr, Oh & Zhu, 2016) ja joissakin negatiivisesti (ks. esim. Liu ja Jiang, 2020; Waelchli ja Zeller, 2013). Joissakin tutkimuksissa tilastollisesti merkitseviä lineaarisia yhteyksiä ei havaita lainkaan (ks. esim. Eduardo & Poole, 2016; McClelland, Barker III & Oh, 2012). McClellandin ym. (2012) tutkimus on esimerkki sellaisista tutkimuksista, joissa johtohenkilöiden ominaisuuksien ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä säätelee jokin kolmas muuttuja. Heidän tutkimuksessaan havaittiin, että toimitusjohtajan kokemuksen vaikutus yrityksen suorituskykyyn riippui yrityksen toimialasta, sillä dynaamisilla toimialoilla toimitusjohtajan pitkä kokemus johti heikompaan tulevaan taloudelliseen suorituskykyyn, mutta kypsillä toimialoilla yhteyttä ei havaittu.



Aiheesta tarvitaan lisää tutkimusta tulosten yleistettävyyden parantamiseksi sekä osoittamaan, miten tulokset kehittyvät vuosien saatossa tapahtuvan yhteiskunnallisen muutoksen myötä. Tässä tutkielmassa pyritäänkin toistamaan esikuvatutkimuksen mukainen tutkimus uudemmalla aineistolla sekä vertaamaan saatuja tuloksia aikaisempien tutkimustulosten lisäksi esikuvatutkimuksessa esiteltyihin tuloksiin.

### **1.1 Tutkielman tarkoitus, päätavoitteet ja aiheen rajaus**

Tämän tutkielman tarkoituksena on tutkia toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ominaisuuksien vaikutusta yrityksen taloudelliseen suoriutuskykyyn. Tutkielmassa käytetyt ominaisuudet ovat johtohenkilön ikä, sukupuoli, kokemus ja laatu sekä kaksoisrooli. Tässä tutkielmassa sukupuolen käsite on tyypistetty miehiin ja naisiin saatavilla olevan datan vuoksi. Tutkielman esikuvatutkimuksena käytetään Penin (2014) tutkimusta, jossa Peni selvitti edellä mainittujen toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ominaisuuksien vaikutusta yrityksen suoriutuskykyyn yhdysvaltalaisissa S&P500 -yrityksissä. Peni (2014) määritteli johtohenkilön laadun hänen virkakautensa pituuden ja hänen ikänsä välisenä suhdelukuna. Johtohenkilön kaksoisrooli taas viittaa tilanteisiin, joissa johtohenkilö toimii samanaikaisesti sekä yrityksen toimitusjohtajana ja hallituksen puheenjohtajana. Esikuvatutkimuksessa saatujen tulosten mukaan johtohenkilön sukupuoli, kokemus ja laatu havaittiin vaikuttavan positiivisesti yrityksen suoriutuskykyyn. Johtohenkilön iän sekä kaksoisroolin ja yrityksen suoriutuskyvyn välisestä yhteydestä saadut tulokset olivat epäjohdonmukaisia.

Johtohenkilön ominaisuuksilla viitataan usein kiinnostuksen kohteena olevan henkilön ominaispiirteisiin, ja taustalla on oletus siitä, että kyseisillä piirteillä saattaa olla vaikutusta hänen toimintaansa. Esimerkiksi Kangin, Chengin ja Grayn (2007) mukaan ominaisuudet voidaan jakaa sen mukaan, kuinka helppoa tai haastavaa ne on havaita ulkoisen tarkastelun perusteella. Helpommin havaittavia ominaisuuksia ovat esimerkiksi ikä, sukupuoli ja etninen tausta, kun taas haastavammin havaittaviin ominaisuuksiin kuuluvat kokemus, hallitusjäsenyyden pituus sekä koulutus ja muu ammatillinen tausta.

Yrityksen suorituskykyä lähestytään perinteisesti taloudellisesta näkökulmasta. Taloudellista suorituskykyä voidaan arvioida esimerkiksi kannattavuuden ja rahoituksen käsitteiden avulla, ja näitä mitata erilaisin tunnusluvuin, kuten oman- ja kokonaispääoman tuottoasteilla sekä quick ratiolla ja omavaraisuusasteella (Leppiniemi ym., 2021).

Tällä tutkielmalla on kaksi päätavoitetta. Ensinnäkin tutkielma pyrkii perehdyttämään lukijalle aiheen kannalta relevantit taustatiedot. Taustatiedoilla tarkoitetaan yrityksen ylimpään johtoon ja päätöksentekoon sekä yrityksen suorituskykyyn liittyviä aiheita, sekä aikaisempien tutkimustulosten esittelyä. Tavoitteena on analysoida laajasti viimeaikaista aiheeseen liittyvää tutkimustietoa sekä sen merkitystä ja mahdollisia käytännön sovellutuksia. Toinen päätavoite on empiirisen aineiston avulla selvittää, millainen vaikutus toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ominaisuuksilla on yrityksen suorituskyvylle. Tähän tavoitteeseen pyritään vastaamaan suorittamalla tutkielman esikuvatutkimusta mukaileva tutkimus uudemmallalla aineistolla.

Tutkielmassa tarkastellaan yhdysvaltalaisia S&P500 -yrityksiä. Havaintoaineisto on kerätty ExecuComp- ja Datastream-tietokannoista vuodelta 2021. Kuten suurimmassa osassa aikaisemmista tutkimuksista, aineiston ulkopuolelle on jätetty rahoitus- ja vakuutusalan yritykset niihin kohdistuvan erityisen sääntelyn vuoksi. Suorituskyvyn mittareina käytetään kokonaispääoman tuottoastetta (ROA) ja Tobinin Q:ta. Analyysimenetelmänä tutkielmassa käytetään regressioanalyysiä.

## **1.2 Tutkielman rakenne**

Tutkielma rakentuu seitsemästä eri pääluvusta, joissa perehdytään tutkielman aiheeseen sekä teoreettisesta, että empiirisestä näkökulmasta. Ensimmäinen luku on johdanto, joka pyrkii johdattelemaan tutkielman aiheeseen. Johdannossa käsitellään lisäksi tutkielman tarkoitusta, tavoitteita ja rakennetta.

Toinen pääluku käsittelee yrityksen ylimmän johdon rakennetta ja toimintaa, sekä esittelee aiheeseen läheisesti liittyviä teoreettisia viitekehyksiä. Luku jakautuu kuuteen alalukuun, joista ensimmäinen perehtyy hallitukseen ja sen toimintaan. Toinen ja kolmas alaluku käsittelevät hallituksen puheenjohtajaa sekä toimitusjohtajaa. Neljäs alaluku määrittelee corporate governancen eli hyvän hallintotavan käsitteen. Viides ja kuudes alaluku esittelevät kaksi aiheeseen liittyvää teoriaa, agenttiteorian ja stewardship-teorian.

Kolmas pääluku lähestyy aihetta yrityksen suorituskyvyn kautta määritellen siihen liittyviä tärkeitä käsitteitä. Luku jakautuu kahteen alalukuun, joista ensimmäinen käsittelee yrityksen suorituskykyä ja siihen liittyviä käsitteitä yleisellä tasolla. Toinen alaluku keskittyy nimenomaan taloudelliseen suorituskykyyn ja sen eri aspekteihin sekä perehtyy tarkemmin kahteen suorituskykyä mittaavaan tunnuslukuun.

Neljäs pääluku linkittää edelliset luvut yhteen esittelemällä aiheesta aikaisemmin saatuja tutkimustuloksia. Luku muodostuu neljästä alaluvusta, joista jokainen käsittelee yhteen ominaisuuteen liittyviä tutkimustuloksia. Ensimmäinen alaluku esittelee ikään, toinen sukupuoleen, kolmas kokemukseen ja laatuun sekä neljäs kiireisyyteen liittyvät tutkimukset ja niiden keskeisimmät löydökset.

Viides pääluku kuvailee tutkielman empiriaosassa käytettävää aineistoa sekä empiiriseen tutkimukseen liittyviä käsitteitä. Luku koostuu kahdesta alaluvusta, joista ensimmäisessä kuvataan aineiston muodostamiseen liittyvät taustatekijät. Toisessa alaluvussa määritellään regressioanalyysin käsite sekä kuvaillaan tarkemmin tutkimuksessa käytettävät muuttujat.

Kuudennessa pääluvussa esitellään empiirisen tutkimuksen tulokset kuudessa eri alaluvussa. Ensimmäinen alaluku käsittelee tutkimusaineistosta laskettuja tunnuslukuja, ja toisessa alaluvussa arvioidaan aineiston normaalijakautuneisuutta. Kolmas luku esittelee muuttujien välisiä korrelaatioita ja neljäs regressioanalyysin tulokset.

Regressioanalyysin tuloksia analysoidaan tarkemmin viidennessä alaluvussa, ja kuudennessa pohditaan mahdollisia tutkimuksen rajoitteita ja puutteita.

Seitsemännessä luvussa on yhteenveto aikaisemmista pääluvuista. Luvussa esitellään lisäksi tutkimuksen tuloksista vedetyt johtopäätökset sekä mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

## 2 Yrityksen ylin johto ja päätöksenteko

Tässä luvussa käsitellään yrityksen ylimpään johtoon liittyviä komponentteja eli hallitusta, hallituksen puheenjohtajaa ja toimitusjohtajaa sekä heidän tehtäviään ja velvoitteitaan. Lisäksi tarkastellaan corporate governancen käsitettä sekä yrityksen omistuksen ja johdon välistä dynamiikkaa kuvastavia teorioita, agenttiteoriaa ja stewardship-teoriaa. Tässä tutkielmassa ylimmän johdon toimintaa on päätetty käsitellä suomalaisesta näkökulmasta, koska osakeyhtiötä koskeva sääntely on kansainvälisesti verraten sisällöltään melko samankaltaista.

### 2.1 Hallitus ja sen toiminta

Yhtiöllä tulee olla hallitus, ja se onkin osakeyhtiön ainoa pakollinen toimielin. Hallituksen valitsee yhtiökokous, ellei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä. Hallituksen tehtäviin kuuluu yhtiön hallinnosta ja toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä huolehtiminen. Hallitus vastaa myös siitä, että yhtiön kirjanpidon ja varainhoidon valvonta on järjestetty asianmukaisesti. Hallitus voi valita yhtiölle toimitusjohtajan hoitamaan yhtiön juoksevaa hallintoa ohjeidensa ja määräystensä mukaisesti. (OYL 624/2006.) Toimitusjohtajaa käsitellään tarkemmin alaluvussa 2.3.

Hallituksen käytännön toimintaan kuuluvia tehtäviä ovat esimerkiksi strategisten tavoitteiden hyväksyminen, riskienhallintaan liittyvät periaatteet sekä johtamisjärjestelmän toiminnan varmistaminen. Tämä tarkoittaa toimitusjohtajan nimittämisen ja mahdollisen erottamisen lisäksi toimitusjohtajan ja muun johdon toimien valvomista sekä ohjaimista. (Keskuskauppakamari, 2019.) Hallituksen toimintaan kuuluvat myös tärkeimpien liiketoimintapäätösten, kuten yrityskauppojen, merkittävien sopimusten, investointien ja rahoitusjärjestelyiden tekemisestä päättäminen (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020). Hallituksen tehtävien ja toiminnan taustalla on pyrkimys edistää yhtiön ja sen osakkeenomistajien etua (Keskuskauppakamari, 2019).

Hallituksen työskentely on yhä enemmän ammattitaitoa vaativaa. Ammattimaisuudesta kertovat esimerkiksi asioiden huolellinen valmistelu sekä se, että valmisteluun käytetään tarpeeksi aikaa ja asiantuntemusta. Kansainvälisten sijoittajien kiinnostuksen herättämiseksi hallituksen toiminnan tulee olla uskottavaa. (Ikäheimo, Malmi & Walden, 2019, s. 199.) Colesin ja Hesterlyn (2000) mukaan hallituksen tulee täyttää kaksi tärkeää vaatimusta onnistuakseen valvomaan johdon toimintaa tehokkaasti. Ensinnäkin hallituksella tulee olla pääsy yritystä, sen kilpailuympäristöä ja markkinoita koskevaan tietoon. Lisäksi hallitusjäsenten täytyy kyetä objektiivisuuteen arvioidessaan saamaansa tietoa ja toimiessaan saatua tietoa hyödyntäen. Tehokkaasti toimiva hallitus tuottaa lisäarvoa osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien lisäksi myös koko talousjärjestelmän kehitykselle (De Andres & Vallelado, 2008).

Hallituksen monimuotoisuudella tarkoitetaan yleensä monipuolisuutta jäsenten ominaisuuksissa. Monimuotoisuutta voidaan lähestyä monella tavalla, ja esimerkiksi Kang ym. (2007) jakavat sen kahteen kategoriaan: helpommin ja haastavammin havaittaviin ominaisuuksiin. Helpommin havaittavia ominaisuuksia ovat esimerkiksi ikä, sukupuoli ja etninen tausta, kun taas haastavammin havaittaviin ominaisuuksiin kuuluvat kokemus, hallitusjäsenyyden pituus sekä koulutus ja muu ammatillinen tausta. Monimuotoisuuden merkityksestä yrityksille on saatu vaihtelevia tutkimustuloksia. Bertrandin ja Schoarin (2003) mukaan johtohenkilön ominaisuuksilla on merkittäviä vaikutuksia yritysten päätöksentekoon koskien esimerkiksi yrityskauppatilanteita, osingonmaksupolitiikkaa ja kustannusten alentamista. Hambrick ym. (1996) raportoivat, että monimuotoisuus johtaa laajaan tietämykseen sekä rohkeuteen ja luovuuteen päätöksenteossa, mutta samanaikaisesti myös erimielisyyksiin ja päätöksenteon hitauteen. Monimuotoisuuden ja yrityksen suorituskyvyn väliltä on raportoitu löytyneen sekä positiivisia (ks. esim. Terjesen ym., 2016; Liu ym., 2014), että negatiivisia yhteyksiä (ks. esim. Ahern ja Dittmar, 2012; Liu ja Jiang, 2020).

## 2.2 Hallituksen puheenjohtaja

Mikäli hallituksessa on enemmän kuin yksi jäsen, tulee hallitukselle valita puheenjohtaja. Puheenjohtajan valinnan tekee hallitus, ellei hallitusta valittaessa tai yhtiöjärjestyksessä ole päätetty toisin. Puheenjohtajalla on muihin hallituksen jäseniin verrattuna erityinen asema, sillä hän esimerkiksi vastaa hallituksen kokoon kutsumisesta, allekirjoittaa kokouksesta laaditun pöytäkirjan ja antaa ratkaisevan äänen päätöksiä tehtäessä silloin, jos jäsenten äänet menevät tasan. (OYL 624/2006.)

Osakeyhtiölaissa määritellyt puheenjohtajan vastuut eivät ole tyhjentävä listaus hänen tehtävistään, ja puheenjohtajan käytännön työssä voi olla yhtiökohtaista vaihtelua. Vaikka puheenjohtajan rooli ja valtuudet eroavat osakeyhtiölain nojalla muista hallitusjäsenistä vain edellä mainituilla tavoilla, käytännössä hänellä on kuitenkin huomattavasti muita jäseniä laajempi ja vastuullisempi asema. Puheenjohtajan vastuulla on esimerkiksi hallitustyön organisointi, toimitusjohtajan tukeminen sekä usein yhtiön edustaminen suhteessa merkittäviin sidosryhmiin. Puheenjohtajalla voi yhtiöstä riippuen olla tärkeä rooli myös strategisesti merkittävässä yritysjärjestelyissä. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020.)

Hallituksen puheenjohtaja on tyypillisesti hyvin kokenut, korkeasti koulutettu ja vaikutusvaltainen yrityksen hallinnon jäsen, mutta puheenjohtajan vaikutusta yrityksen suorituskykyyn ei ole tutkittu vielä kovin paljoa (Peni, 2014). Hallitusjäsenten ominaisuuksien ja suorituskyvyn välistä yhteyttä tutkittaessa puheenjohtajat rinnastetaan usein muihin jäseniin (ks. esim. Adams & Ferreira, 2009; Adams & Flynn, 2005; Brammer, Millington & Pavelin, 2007; Campbell & Minguéz-Vera, 2010).

## 2.3 Toimitusjohtaja

Hallitus valitsee yritykselle toimitusjohtajan hoitamaan yhtiön juoksevaa hallintoa ohjeidensa ja määräystensä mukaisesti. Toimitusjohtaja vastaa yhtiön kirjanpidon ja

varainhoidon järjestämisestä sekä raportoi hallituksen jäsenille heidän tehtäviensä hoitamiseen tarvittavat tiedot. (OYL 624/2006.) Päivittäisen hallinnollisen työn lisäksi hallituksessa tehtävät päätökset tapahtuvat usein toimitusjohtajan esityksestä, ja hän myös vastaa näiden päätösten täytäntöönpanosta. Toimitusjohtajan vastuulla on käytännössä koko yrityksen toiminnan organisointi, merkittävien järjestelyiden neuvottelu ja toteutus sekä yhtiön edustaminen ulospäin. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020.)

Toimitusjohtajan tehtäviin soveltuvat ammattitaitoiset johtajat ovat harvassa, ja parhaiden osaajien löytäminen sekä yritykseen houkutteleminen vaatii hallitukselta taitoa (Veranen, 1988, s. 62). Toimitusjohtajalta odotetaan esimerkiksi kyvykkyyttä, ammattitaitoa, resursseja, motivaatiota ja auktoriteettia johtaa yritystä siten, että alati muuttuvassa liiketoimintaympäristössä vain muutoksesta selviämisen sijaan hän ohjaisi yrityksen hyötymään muutoksista (Monks & Minow, 2011, s. 354). Toimitusjohtajan valinnassa tulee ottaa huomioon myös yrityksen tarpeet, sillä esimerkiksi innovatiivisuutta ja ketteryyttä edellyttävässä kehittyvän toimialan kasvuyrityksessä on hyvin erilaiset vaatimukset toimitusjohtajalle kuin kypsän toimialan yrityksessä, jossa kilpailukyvyllä keskeistä on toiminnan tehokkuuden kehittäminen (Ikäheimo ym., 2019, s. 200).

## **2.4 Corporate governance**

Corporate governancen käsitteelle ei ole yksiselitteistä määritelmää, saati suomenkielistä vastinetta. Suomenkielisessä kirjallisuudessa corporate governanceen saatetaan viitata esimerkiksi sanavalinnoilla omistajaohjaus, yrityksen hallinnointi tai yritysjohton valvonta (Ikäheimo ym., 2019, s. 194). MOT-Sanakirja (2021) antaa corporate governancelle käännökseen hyvä hallintotapa. Osa määritelmistä keskittyy korostamaan corporate governancen merkitystä osakkeenomistajille ja muille sidosryhmille, siinä missä jotkin määritelmät näkevät sen myös itse yritystä palvelevana mekanismina (Uhlener, Wright, & Huse, 2007). Esimerkiksi Fombrum (2006) määrittelee corporate governancen olevan rakenteellista, menettelyllistä ja kulttuurista turvaa sisältävä systeemi, jonka tarkoitus on varmistaa osakkeenomistajien pitkän tähtäimen tavoitteita palveleva yritystoiminta.



Myös Shleifer ja Vishny (1997) alleviivaavat osakkeenomistajien merkitystä määrittelemällä corporate governancen tarkoituksiksi varmistaa pääomansijoittajien tuotot. Ikäheimo ym. (2019) liittävät corporate governanceen myös yrityksen resurssien tarkoituksenmukaisen ja tehokkaan käytön.

Suomalaisia pörssiyrityksiä koskeva Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2020) hallinnointikoodi täydentää suosituksillaan lainsäädännöllisiä velvoitteita. Hallinnointikoodi pyrkii ylläpitämään ja edistämään korkealaatuisia hallinnointikäytäntöjä, kansainvälistä vertailukelpoisuutta sekä hallinnointiin ja palkitsemiseen liittyvää avoimuutta. Hallinnointikoodi sisältää esimerkiksi hallituksen toimintaan, valiokuntiin, toimitusjohtajaan ja palkitsemiseen liittyviä suosituksia. Hallinnointikoodiin liittyy niin sanottu noudata tai selitä -periaate, jonka mukaan yhtiö oletusarvoisesti noudattaa suosituksia. Yritys voi poiketa suosituksista perustelluista syistä, ja tällöin sen tulee selittää syyt poikkeamiselle. Noudata tai selitä -periaate mahdollistaa suositusten sopivuuden yhtiökohtaisen arvioinnin ja niistä poikkeamisen, mikäli se on yrityksen lähtökohdista arvioituna tarkoituksenmukaista (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020.)

## 2.5 Agenttiteoria

Agenttiteoria on yksi käytetyimpiä yrityksen ylimmän johdon ja osakkeenomistajien välistä dynamiikkaa kuvastavia teorioita ja erään varhaisimmista agenttiteoriaa käsittelevistä julkaisuista ovat kirjoittaneet Jensen ja Meckling (1976). Heidän mukaansa agenttisuhte muodostuu, kun yksi tai useampi päämies (osakkeenomistajat) valtuuttavat agentin (yrityksen johto) toimimaan edustajanaan. Agenttisuhteen haasteena on se, että mikäli molemmat osapuolet pyrkivät maksimoimaan omaa hyötyään, heidän intressinsä eivät välttämättä ole yhteneväisiä. Päämies voi pyrkiä vaikuttamaan agentin toimintaan erilaisten kannustimien ja valvonnan avulla, ja tästä syntyy kustannuksia, joita kutsutaan agenttikustannuksiksi. Jensen ja Meckling (1976) jakavat agenttikustannukset kolmeen kategoriaan, jotka ovat valvontakustannukset, sitouttamiskustannukset ja residuaalitapit. Valvonta- ja sitouttamiskustannukset aiheutuvat nimensä mukaisesti agentin

valvontaan ja sitouttamiseen liittyvistä toimista. Residuaalitappioita taas syntyy, kun agentti ei valvonnasta tai kannustimista huolimattakaan toimi päämiesten intressien mukaisella tavalla.

Agenttisuhteessa voi muodostua useita erilaisia käytännön haasteita liittyen esimerkiksi yhtiön operatiiviseen toimintaan, investointeihin ja rahoituksellisiin seikkoihin. Byrd, Parrino ja Pritsch (1998) jakavat agenttiongelmien neljään eri kategoriaan, jotka ovat vaivannäkö, aikajänne, riskitaso ja varojen käyttö. Vaivannäön ongelma tarkoittaa sitä, että yrityksen johto ei ole motivoitunut ponnistelemaan osakkeenomistajien odottamalla tavalla. Aikajänne ongelma taas muodostuu, kun yrityksen johdon ja osakkeenomistajien toimintaa ohjaavat erilaiset aikavälit. Yritysten oletetaan jatkavan toimintaansa ikuisesti, joten osakkeenomistajat pyrkivät turvaamaan yrityksen toimintaa mahdollisimman pitkällä aikavälillä. Yrityksen johto hyötyy kuitenkin vain oman työpanoksensa aikaisesta menestyksestä, ja keskittyy maksimoimaan sen aikavälin suorituskykyä. Riskitason ongelmia syntyy, kun yrityksen johdon ja osakkeenomistajien kantamat riskit eivät kohtaa. Johdon taloudellinen menestys on usein täysin riippuvaista yrityksen menestyksestä, kun taas osakkeenomistajat voivat hajauttaa riskiään omistamalla osakkeita useista yhtiöistä. Tämän myötä johdon ja osakkeenomistajien näkemykset riskitasosta voivat eriytyä. Varojen käyttöön liittyvät ongelmat tarkoittavat tilanteita, joissa johto käyttää yrityksen varoja henkilökohtaisiin tarkoituksiinsa tai muulla tavoin väärin. Tämä heikentää osakkeenomistajien saamaa arvoa, kun yrityksen varat siirtyvät tuottavista käyttötarkoituksista tuottamattomiin tarkoituksiin.

## **2.6 Stewardship-teoria**

Stewardship-teoria tarjoaa edellä esitellystä agenttiteoriasta poikkeavan näkemyksen yritysjohdon toiminnan taustamotiiveille. Talousteoreettisista lähtökohdista kehitettyä agenttiteoriaa on kritisoitu siksi, että se yksinkertaistaa organisaatioiden kompleksista toimintaa eikä sitä voida yleistää koskemaan kaikkia johtajia. Stewardship-teorian

tarkoitus ei ole korvata agenttiteoriaa, vaan täydentää sitä selventämällä, miksi ja milloin agentin ja päämiehen intressit ovatkin yhteneväiset. (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997.)

Stewardship-teorian juuret ovat psykologian ja sosiologian aloilla. Teorian taustalla on ajatus, jonka mukaan stewardit eli teorian mukaisesti toimivat johtajat ovat motivoituneita toimimaan päämiestensä eduksi ja näkevät, että päämiehiä hyödyttävä toiminta hyödyttää myös heitä itseään. Stewardit siis valitsevat mieluummin koko organisaatiota hyödyttävän toimintatavan itsekeskeisen käyttäytymisen sijaan ja kokevat hyötyvänsä tästä itsekin. Tällä tavalla toimiva johtaja valitsee päämiehiään hyödyttävän toimintatavan silloinkin, kun hänen henkilökohtaiset intressinsä ovat ristiriidassa päämiesten etujen kanssa. (Davis ym., 1997.)

Stewardship-teorian ja agenttiteorian perustavanlaatuiset eroavaisuudet liittyvät niiden ihmiskäsityksiin. Agenttiteorian perustana on ajatus taloudellisesta rationaalisesti toimivasta ihmisestä, joka motivoituu ulkoisista, mitattavissa olevista palkkioista. Stewardship-teorian keskiössä on ihminen, jota motivoivat myös aineettomat palkkiot, kuten henkilökohtainen kehitys, saavutukset ja itsensä toteuttaminen. (Davis ym., 1997.) Stewardien uskotaan olevan sisäisesti motivoituneita tekemäänsä työtä kohtaan ja motivoituvan esimerkiksi luottamuksesta, vastavuoroisesta suhteesta päämiehiinsä, vastuusta, työtyytyväisyydestä, vakaudesta ja työn merkityksellisyydestä (Van Slyke, 2007).

### 3 Yrityksen taloudellinen suorituskyky ja sen mittaaminen

Tämän kappaleen tarkoitus on käsitellä yrityksen taloudellista suorituskykyä tutkielman tulevan empiriaosan kannalta oleellisella tavalla. Aluksi käydään läpi yrityksen suorituskyvyn käsitettä yleisellä tasolla ja siitä edetään taloudellisen suorituskyvyn määrittelyyn. Luvun loppupuolella käsitellään taloudellisen suorituskyvyn mittaamista sekä esitellään kaksi suorituskyvyn mittaamiseen soveltuvaa tunnuslukua, kokonaispääoman tuottoaste (ROA) ja Tobinin Q.

#### 3.1 Yrityksen suorituskyky

Erkki K. Laitinen (1998, s. 279) määrittelee yrityksen suorituskyvyn ”sen kyvyksi saada aikaan tuotoksia asetetuilla ulottuvuuksilla suhteessa asetettuihin tavoitteisiin”. Mainituilla ulottuvuuksilla viitataan yrityksen kykyyn tuottaa hyötyä omistajilleen ja samanaikaisesti tyydyttää myös muiden sidosryhmien tarpeita. Suorituskykyä voidaan lähestyä ainakin kahdesta näkökulmasta, joista ensimmäinen painottuu tehtyjen suoritusten onnistuneisuuteen ja saavutuksiin. Onnistuneisuutta voidaan kuvailla ja jäsentää erilaisten mittareiden ja järjestelmien avulla. Toisaalta suorituskykyä voidaan lähestyä yrityksen kykyjen kautta ja arvioida, miten kykenevä yritys on toimimaan sekä saavuttamaan sille asetetut tavoitteet. Tällöin arvioidaan yrityksen käytössä olevia resursseja ja kyvykkyyksiä sekä niiden käyttömahdollisuuksia. (Ukko, Karhu, Pekkola, Rantanen & Tenhunen, 2007, s. 3.)

Kokonaisuutta, joka muodostuu suorituskyvyn mittaamisesta, analysoinnista, työvälineiden ja -menetelmien kehittämistä sekä käytöstä, voidaan kutsua suorituskyvyn johtamiseksi. Tavanomainen näkökulma suorituskyvyn johtamiseen on yleensä taloudellinen, ja se juontaa juurensa osakeyhtiöiden voitontuottamistarkoitukseen. Taloudelliset mittarit ovatkin yleisimmin käytettyjä, mutta niiden lisäksi käytetään yhä enemmän esimerkiksi tuotannon tehokkuutta, tuottavuutta sekä laatua mittaavia mittareita. (Ukko ym., 2007, s. 1–4.)

Suorituskykyä kuvailtaessa käytetään usein monia hieman päällekkäisiä ja toisiinsa rinnastettavia käsitteitä, kuten tuottavuus, taloudellisuus, tuloksellisuus ja tehokkuus. Termeille ei ole olemassa täsmällisiä määritelmiä, mutta niiden välille voidaan kuitenkin tehdä eroja. Tuottavuudella tarkoitetaan yleensä tuotoksen ja panoksen välistä suhdetta ja sen avulla voidaan kuvailla, kuinka onnistuneesti yritys luo lisäarvoa tuotannontekijämarkkinoilta hankkimillaan panoksilla. Tuottavuuden avulla voidaan siis arvioida yrityksen reaali-prosessin toimintaa. Taloudellisuuden käsitteellä on yhtymäkohtia myös tuottavuuteen, sillä taloudellisuus viittaa tuotannon edullisuuteen. Taloudellisuus voi kuvaata yrityksen kykyä luoda tuotoksia mahdollisimman vähillä kustannuksilla, tai toisaalta kykyä tuottaa aikaisempaa suurempi tuotos nykyisillä kustannuksilla. (Ukko ym., 2007. s. 4–5.)

Tuloksellisuuden käsitteen avulla voidaan suhteuttaa saadut tulokset niille ennalta asetettuihin tavoitteisiin. Toiminnan tuloksellisuus määräytyy sen mukaan, kuinka lähellä tai kaukana asetetusta tavoitteesta ollaan. Tavoitteiden asetanta on olennainen osa tuloksellisuuden arviointia. Tavoitteet ovat aina jossakin määrin subjektiivisia, mutta siitä huolimatta niiden tulisi olla mielekkäitä, konkreettisesti mitattavia sekä sellaisia, että niiden saavuttaminen edellyttää ponnistelua. Tehokkuus on käsitteenä melko samankaltainen tuloksellisuuden kanssa, mutta tehokkuuteen voidaan liittää myös jokin aikarajoite. Tällöin tehokkuus viittaa yrityksen tuloksellisuuteen tietyllä aikavälillä. (Ukko ym., 2007, s. 5–6.)

### **3.2 Yrityksen taloudellinen suorituskyky ja sen mittaaminen**

Tilinpäätös on yksi yrityksen keskeisimmistä tavoista viestiä ulkomaille taloudellisesta tilanteestaan. Tilinpäätös on tärkeä tietolähde monille yrityksen ulkoisille sidosryhmille, kuten rahoittajille, tavarantoimittajille, asiakkaille, kilpailijoille ja lehdistölle. Tilinpäätöstä voidaan hyödyntää lukemalla sitä sellaisenaan tai laskemalla sekä tulkitsemalla taloudellisia tunnuslukuja. (Leppiniemi ym., 2021.) Tilinpäätöksen käyttökelpoisuutta

tietolähteenä parantaa sen määrämuotoisuus ja sisältöön kohdistuva sääntely (Leppiniemi & Kyykkänen, 2019, s. 171).

Yrityksen taloudellinen toimintakyky jaetaan perinteisesti kahteen dimensioon, kannattavuuteen ja rahoitukseen. Näistä rahoitus jaetaan edelleen kahtia, maksuvalmiuteen ja vakavaraisuuteen. Yrityksen taloudellista toimintakykyä voidaan kuvata ja analysoida tunnuslukujen avulla. Tunnuslukujen avulla voidaan kuvata yrityksen historiaa ja havaita toimintaan liittyviä kehityslinjoja. Myös yritysten välinen vertailu on mahdollista tunnuslukujen avulla, sillä tunnusluvuilla voidaan eliminoida yritysten välisiä kokoeroja, rahan arvossa tapahtuneita muutoksia ja muita vertailua vaikeuttavia seikkoja. Tilinpäätösanalyysiin luettavat tunnusluvut lasketaan lähtökohtaisesti tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen tietojen perusteella. Näiden rinnalla käytetään yleensä osittain tai kokonaan markkinapohjaisia tunnuslukuja, joissa poiketaan ainakin joltain osin tilinpäätöksessä käytetyistä arvostuksista ja korvataan niitä markkinoilta saatavilla tiedoilla. (Leppiniemi ym., 2021.)

Kannattavuutta mittaavia tunnuslukuja voidaan laskea kahdella eri periaatteella, joissa yrityksen 12 kuukauden aikana kerryttämää tulosta verrataan joko liikevaihtoon tai pääomaan. Liikevaihtoon perustuva lähestymistapa kuvastaa yrityksen myynnistään saamaa katetta, ja pääomaan perustuva taas pääomalle ansaittua vuosikorkoa. Liikevaihtoon perustuvia tunnuslukuja ovat esimerkiksi liikevoittoprosentti ja käyttökateprosentti, ja pääomaan perustuvia esimerkiksi sijoitetun pääoman tuottoaste ja kokonaispääoman tuottoaste. (Leppiniemi & Kyykkänen, 2019, s. 160–162.) Näistä viimeisimpään perehdytään tarkemmin alaluvussa 3.2.1.

Maksuvalmiutta kutsutaan toiselta nimeltään likviditeetiksi ja sillä viitataan yrityksen kykyihin selviytyä toimintaansa kuuluvista maksuvelvoitteista (Leppiniemi ym., 2021). Kun yrityksen maksuvalmius on hyvä, se kykenee selviytymään maksuistaan ja voi toteuttaa ostojaan edullisemmin esimerkiksi käteisalennuksia hyödyntämällä. Tilinpäätös ei ole paras lähde maksuvalmiuden arviointiin, sillä taseen luvut edustavat vain tilikauden

päättämispäivää, joka ei välttämättä kuvaa edustavasti koko tilikautta. Tilinpäätöksen avulla voidaan kuitenkin laskea joitakin maksuvalmiutta kuvastavia tunnuslukuja, kuten quick ratio ja current ratio. Nämä tunnusluvut kuvaavat yrityksen likvideimpien omaisuuserien suhdetta sen lyhytaikaisiin velkoihin ja kertovat yrityksen kyvystä selvitä juoksevista maksuistaan. (Leppiniemi & Kyykkänen, 2019, s. 164–165.)

Päinvastoin kuin maksuvalmius, vakavaraisuus kuvastaa yrityksen kykyä suoriutua velvoitteistaan pitkällä aikavälillä. Yrityksen vakavaraisuus viittaa suoraan sen rahoitusriskiin: alhainen vakavaraisuus tarkoittaa korkeaa rahoitusriskiä ja päinvastoin. Näin ollen yrityksen vakavaraisuus vaikuttaa sen mahdollisuuksiin saada uutta vierasta pääomaa tarvittaessa. Vakavaraisuutta voidaan tarkastella rahoitusriskin lisäksi myös yrityksen toimintaan liittyvästä näkökulmasta. Tällöin arvioidaan yrityksen kykyä luoda toiminnallaan rahavirtaa, jonka avulla vieraaseen pääomaan liittyvät velvoitteet voidaan hoitaa. Toimintaan liittyvän rahavirran niukkuus suhteessa vieraan pääoman hoitovaatimukseen tekee yrityksen toiminnasta joustamatonta ja rahoituksesta riippuvaista. (Leppiniemi ym., 2019.) Vakavaraisuutta voidaan mitata esimerkiksi taseen oman pääoman ja koko pääoman välistä suhdetta mittaavalla omavaraisuusasteella tai yrityksen velkoja liikevaihtoon vertaavalla suhteellisella velkaantuneisuudella (Leppiniemi & Kyykkänen, 2019, s. 163–164).

### **3.2.1 Kokonaispääoman tuottoaste ROA**

Kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) voidaan mitata yrityksen kannattavuutta, ja siinä verrataan tulosta ennen rahoituskuluja ja veroja koko pääomaan, joka yritystoimintaan on sitoutunut. Kokonaispääoman tuottoaste siis mittaa kykyä tuottaa tulosta kaikelle toimintaan sitoutuneelle pääomalle. Koska maksetut verot huomioidaan laskukaavassa, yrityksen veronmaksupolitiikka tai yhtiömuodosta johtuvat erot verotustekniikassa eivät vaikuta kokonaispääoman tuottoasteeseen. Tunnusluku on oman pääoman tuottoasteeseen (ROE) verrattuna käyttökelpoisempi silloin, kun korollista ja korotonta pääomaa ei voida yksiselitteisesti erottaa toisistaan. (Yritystutkimus ry, 2017, 66–67.)

Kokonaispääoman tuottoaste lasketaan kaavalla:

$$(1) \quad \frac{\text{Nettotulos + rahoituskulut + verot (12 kk)}}{\text{Oikaistun taseen loppusumma keski-  
määrin tilikaudella}}$$

Tunnuslukua laskettaessa tase-erät lasketaan tilikauden alun ja lopun keskiarvoina. Mikäli tilikausi poikkeaa 12 kuukaudesta, tuottoprosentti muunnetaan vuositasoiseksi siten, että osoittaja jaetaan tilikauden pituudella (kk) ja saatu luku kerrotaan kahdellatoista. (Yritystutkimus ry, 2017, 66–67.)

Yritystutkimus ry (2017, 67) määrittelee kokonaispääoman tuottoosentille myös seuraavat ohjearvot:

yli 10 %	hyvä
5–10 %	tydyttävä
alle 5 %	heikko.

Kokonaispääoman tuottoasteen lisäksi useissa yrityksen suorituskykyä mittaavissa tutkimuksissa käytetään kannattavuuden mittarina oman pääoman tuottoastetta (ROE). Oman pääoman tuottoaste lasketaan jakamalla yrityksen nettotulos sen tilikauden keskimääräisellä oikaistulla omalla pääomalla ja kertomalla tulos sadalla, jolloin vastaukseksi saadaan prosenttiluku. Oman pääoman tuottoaste kuvastaa yrityksen kykyä tuottaa lisäarvoa osakkeenomistajien yhtiöön sijoittamalle pääomalle, ja sitä voidaan verrata osakkeenomistajien sijoitukselleen vaatimaan tuottoon. (Yritystutkimus ry, 2017, 68)



### 3.2.2 Tobinin Q

Tobinin Q on yleisesti käytetty markkinapohjainen tunnusluku, ja se kuvastaa yrityksen kykyä luoda lisäarvoa osakkeenomistajille (Rose, 2007). Siinä missä kirjanpito pohjaiset tunnusluvut kuvastavat jo mennyttä tilannetta, Tobinin Q ennustaa suorituskykyä tulevaisuudessa (Campbell & Minguez-Vera, 2008). Tobinin Q saadaan vertaamalla yrityksen markkina-arvoa sen kirjanpitoarvoon. (Peni, 2014).

Tobinin Q lasketaan kaavalla:

$$(2) \quad \frac{\text{oman pääoman markkina-arvo} + \text{velkojen kirjanpitoarvo}}{\text{taseen kirjanpitoarvo}} \quad (\text{Rose 2007})$$

Kaavan osoittaja kuvastaa yrityksen varojen jälleenhankinta-arvoa ja nimittäjä yrityksen kirjanpidollista arvoa. Tobinin Q:n arvo kertoo siis yrityksen arvostuksesta markkinoiden silmissä. Jos Tobinin Q on yli 1, osakkeenomistajat uskovat yrityksen luovan lisäarvoa käyttämällä resurssejaan tehokkaasti. Yrityksen markkina-arvo on tällöin tasearvoa suurempi. Jos Tobinin Q on alle 1, se viittaa osakkeenomistajien uskomukseen siitä, että yritys ei hyödynnä resurssejaan riittävän tehokkaasti luodakseen lisäarvoa. Tällöin yrityksen tasearvo on markkina-arvoa suurempi. (Campbell & Minguez-Vera, 2008.)

## **4 Ylimmän johdon ominaisuuksien ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välinen yhteys**

Tämä luku sisältää katsauksen tutkimusaiheen kannalta keskeiseen aikaisempaan tutkimustietoon ja sen merkitykseen. Kirjallisuuskatsaus on jaoteltu neljään alalukuun, joista jokainen käsittelee ylimmän johdon ominaisuuksien ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä omasta näkökulmastaan. Ensimmäinen alaluku esittelee sukupuolen moninaisuuteen liittyviä tutkimustuloksia. Toisessa alaluvussa käsitellään johtohenkilön iän ja kolmannessa koulutuksen ja laadun merkitystä. Neljäs luku käsittelee toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisroolia.

### **4.1 Sukupuolen moninaisuus ja yrityksen taloudellinen suorituskyky**

Terjesenin ym. (2016) tutkimuksessa selvitettiin naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Vuodelta 2010 kerätty havaintoaineisto muodostui 47 eri maassa sijaitsevista 3876 pörssiyhtiöstä. Naisten hallitusjäsenyys määriteltiin naisten suhteellisenä osuutena koko hallituksen jäsenmäärästä ja yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin Tobinin Q:lla sekä kokonaispääoman tuottoasteella (ROA). Tulokset osoittivat positiivisen yhteyden naisten suhteellisen osuuden ja suorituskyvyn välille molemmilla tunnusluvuilla mitattuna. Tutkimuksessa selvitettiin myös hallitusjäsenten riippumattomuuden yhteyttä yrityksen suorituskykyyn ja tulosten mukaan myös riippumattomuudella on yhteys suorituskykyyn, mutta vain silloin, kun hallituksessa on myös naisia. Johtopäätöksissä todettiin, että tutkimustulokset tulee ottaa huomioon yritysten hallinnointikoodeja suunniteltaessa, sillä riippumattomuutta korostetaan niissä usein enemmän kuin sukupuolen moninaisuutta. Terjesenin ym. (2016) mukaan hallituksen naisedustuksen suosittaminen tulisi nostaa vähintään samalle tasolle riippumattomuuden kanssa. Tämä ei tällä hetkellä toteudu, sillä globaalisti vain muutamissa hallinnointikoodeissa otetaan kantaa hallitusten sukupuolirakenteeseen, mutta riippumattomuutta käsitellään jokaisessa.

Khan ja Vieito (2013) tutkivat toimitusjohtajan sukupuolen ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Havaintoaineisto koostui yhdysvaltalaisista S&P1500 -yrityksistä aikaväliltä 1992–2004 ja tutkimusmenetelmänä käytettiin pienimmän neliösumman menetelmää. Yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin kokonaispääoman tuotostella (ROA). Tulokset osoittivat positiivisen ja tilastollisesti merkittävän yhteyden naistoimitusjohtajien ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Tutkimuksessa selvitettiin lisäksi, vaikuttaako toimitusjohtajan sukupuoli yrityksen riskinottoon ja sisältävätkö hallitusten naistoimitusjohtajille antamat kompensatiopaketit vähemmän riskisiä elementtejä kuin miestoimitusjohtajille annettavat. Tulokset osoittivat, että naistoimitusjohtajien johtamien yritysten toiminta oli vähemmän riskistä kuin miesten. Kompensatiopakettien riskisyydessä ei havaittu sukupuolten välisiä eroja. Khanin ja Vieiton (2013) mukaan tulokset viittaavat siihen, että yritykset eivät kompensatiopaketteja suunnitellessaan ota huomioon suorituskykyyn ja riskiin liittyviä sukupuolten välisiä eroavaisuuksia.

Liun ym. (2014) tutkimuksessa selvitettiin sukupuolen moninaisuuden vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn kiinalaisissa pörssilistatuissa yrityksissä. Tutkimusaineisto koostui yli 2000 yrityksestä ja havainnot kerättiin vuosilta 1999–2011. Sukupuolen moninaisuus määriteltiin sekä naisten lukumääränä, että suhteellisena osuutena koko hallituksen jäsenmäärästä. Yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin liikevoittoprosentilla (ROS) ja kokonaispääoman tuottoprosentilla (ROA). Tulosten mukaan naisjäsenillä on tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn. Naisten suhteellista osuutta käytettäessä todettiin, että yhden prosentin nousu naisten määrässä johtaa 0,13 % nousuun liikevoittoprosentissa ja 0,3 % nousuun koko pääoman tuottoprosentissa. Naisten lukumääriä tutkittaessa havaittiin, että yhdellä naisjäsenellä ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta suorituskykyyn. Kun naisjäseniä oli kaksi, liikevoittoprosentin raportoitiin olevan 0,02 % korkeampi verrattuna sellaisiin hallituksiin, joissa ei ollut yhtään naisjäsentä. Kolmen naisjäsenen tapauksessa liikevoittoprosentti oli 0,06 % korkeampi. Naisjäsenten merkitys siis vahvistui sitä mukaa, kun heidän lukumääränsä kasvoi. Liun ym. (2014) mukaan heidän tutkimuksensa tulokset ovat merkittäviä

erityisesti Kiinassa, jossa corporate governancen vaikutus yrityksissä on heikko. He uskovat, että naisjäsenten suorituskykyä parantava vaikutus saattaisi heiketä tulevaisuudessa, kun corporate governancen tila paranee ja mahdollisia suosituksia tai määräyksiä naiskiintiöistä asetetaan. Tutkijat uskovat, että siihen saakka yritysten tulisi omaehtoisesti harkita naisjäsenten valitsemista hallituksiinsa.

Myös Perryman ym. (2016) tutkivat ylimmän johdon sukupuolijakauman ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Tutkimusaineistoon sisältyi havaintoja 2454 yrityksestä vuosilta 1992–2012 ja tutkimusmenetelmänä käytettiin pienimmän neliosumman menetelmää. Sukupuolijakauma määriteltiin naisten suhteellisenä osuutena koko ylimmän johdon jäsenistä ja yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin Tobinin Q:lla. Tulokset osoittivat positiivisen yhteyden korkean naisten suhteellisen osuuden ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Tutkimuksessa selvitettiin lisäksi ylimmän johdon naisjäsenten ja yrityksen riskisyyden välistä yhteyttä ja saatujen tulosten mukaan naisjäsenen läsnäolo pienentää yrityksen kohtaamaa riskiä. Perrymanin ym. (2016) mukaan tulokset osoittavat ylimmässä johdossa työskentelevien naisten olevan arvokas resurssi yrityksille.

Edellä esiteltyjen tutkimusten kanssa samankaltaisia tuloksia saivat myös Myös Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020) tutkiessaan hallituspiirteiden vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn, yhtenä piirteenä naisten hallitusjäsenyys. Naisten hallitusjäsenyyttä mitattiin naisjäsenten prosentuaalisena osuutena kaikista hallitusjäsenistä, ja yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin Tobinin Q:lla. Tutkimusdata sisälsi yhteensä 10 314 yritystä 34 eri maasta ja neljältä eri mantereelta. Tulokset osoittivat positiivisen ja tilastollisesti merkitsevän yhteyden naisjäsenyyden ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020) arvioivat, että parempi yrityksen suorituskyky saattaa olla seurausta naisjäsenten tuomasta diversiteetistä keskustelussa ja mielipiteissä. He uskovat, että naisjäsenet tuovat hallitukseen objektiivisuutta ja kriittisyyttä, sillä taustoiltaan monipuolinen hallitus kykenee nostamaan esiin kysymyksiä, joita konventionaalinen hallitus ei välttämättä havaitse. Tutkijoiden mukaan naisjäsenet

ovat merkittävä corporate governance -mekanismi, kun tavoitteena on parantaa yrityksen suorituskykyä.

Post ja Byron (2015) yhdistivät meta-analyysissään 140 naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä selvittäneen tutkimuksen tulokset ja tulkitsivat niitä sosiokulttuurisissa sekä yrityssäätelyllisissä konteksteissa. Naisten hallitusjäsenyyttä mitattiin tutkimuksissa joko naisjäsenten lukumäärällä, suhteellisena osuutena tai sukupuolen moninaisuutta kuvastavilla mittareilla, kuten Blau-indeksillä. Taloudellista suorituskykyä mitattiin erikseen kirjanpidollisten tuottojen sekä markkinoiden suorituskyvyn kautta. Kirjanpidollisten tuottojen mittareina olivat kokonaispääoman tuottoaste (ROA), oman pääoman tuottoaste (ROE), sijoitetun pääoman tuottoaste (ROIC) sekä työntekijöiden tuottavuus. Markkinoiden suorituskykyä mitattiin P/B-luvulla, Tobinin Q:lla sekä osinkotuotolla.

Postin ja Byronin (2015) tutkimuksen tulokset osoittivat naisten hallitusedustuksen ja suorituskyvyn välisen positiivisen yhteyden vain kirjanpidollisten tuottojen suhteen, mutta ei markkinoiden suorituskyvyn kautta mitattuna. Tulosten mukaan yhteys kirjanpidollisiin tuottoihin oli positiivisempi vahvemman sijoittajansuojan maissa. Vaikka naisten hallitusedustuksen ja markkinoiden suorituskyvyn välinen yhteys ei ollut merkitsevä, se oli kuitenkin positiivisempi tasa-arvoisemmissa maissa. Tutkijat arvioivat tulosten kertovan siitä, että vahva sijoittajansuoja kannustaa hallituksia hyödyntämään monipuolista tietämystä, kokemusta ja arvoja. Naisten hallitusedustuksen ja markkinoiden suorituskyvyn välisen puuttuvan yhteyden he uskovat johtuvan yhteiskunnallisella tasolla vallitsevista sukupuolieroihin liittyvistä käsityksistä ja niiden vaikutuksesta sijoittajien uskomuksiin naisjohtoisten yritysten tulevaisuudennäkymistä.

Wang ja Clift (2009) tutkivat niin ikään naisten hallitusjäsenyyden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Naisten hallitusjäsenyyttä mitattiin prosentuaalisena osuutena koko hallituksen jäsenistä ja yrityksen taloudellista suorituskykyä kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) sekä oman pääoman tuottoasteella (ROE). Aineistona

käytettiin 500:aa Australian pörssissä listattua yritystä, mutta tutkimuksessa käytetty havaintoaineisto typestyi lopulta 243 yritykseen puuttuvien tietojen vuoksi. Aineisto kerättiin vuodelta 2003. Tutkimustulokset eivät osoittaneet merkitsevää yhteyttä hallituksen naisedustuksen ja yrityksen suorituskyvyn välillä.

Wang ja Clift (2016) uskovat tulosten syyksi sen, että naisjäsenet ovat ainakin australia-laisten yhtiöiden hallituksissa hyvin pieni vähemmistö. Tämän tutkimuksen aineistossa naisjäseniä oli keskimäärin 5 % hallitusjäsenistöstä. Wang ja Clift (2016) viittaavat tutkimuksessaan Rosenerin (1995) teoriaan siitä, että hallituksessa täytyy olla vähintään kolme naisjäsentä, jotta heidän kykynsä tulevat esille. Rosenerin (1995) mukaan yksi naisjäsen valitaan mukaan lähinnä symbolisista syistä ja kaksikaan ei ole vielä riittävä määrä, jotta naiset saisivat ääntään kuuluville. Tämä teoria on linjassa jo aikaisemmin esitellyn Liun ym. (2014) tutkimuksen kanssa. Tutkimustulosten mukaan yhdellä naisjäsenellä ei vielä ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen suorituskykyyn, mutta vaikutus muuttuu merkitseväksi kahden naisjäsenen kohdalla ja vahvistuu edelleen naisjäsenten lukumäärän kasvaessa.

Myös Ahern ja Dittmar (2012) selvittivät tutkimuksessaan hallituspiirteiden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä yhtenä piirteenään naisten suhteellinen osuus hallituksen kaikista jäsenistä. Yrityksen taloudellista suorituskykyä he mittasivat Tobinin Q:lla ja tutkimusaineisto kerättiin norjalaisista pörssiyhtiöistä vuosilta 2001–2009. Tutkimustulokset osoittivat negatiivisen yhteyden naisjäsenten suhteellisen osuuden ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Tutkimusperiodin aikana norjalaiseen lainsäädäntöön tuli muutos, ja vuodesta 2003 alkaen lainsäädäntö on asettanut norjalaisten yhtiöiden hallituksille sukupuolikiintiön, jonka mukaan 40 % jäsenistä täytyy olla naisia. Ennen lakimuutosta naisia oli vain 9 % kaikista jäsenistä. Tutkimustulosten mukaan pörssikurssit laskivat merkittävästi lakiuudistuksen julkistuksen jälkeen ja lasku jatkui seuraavina vuosina. Pörssikurssien lasku oli vahvempaa sellaisissa yrityksissä, joiden hallituksissa ei ennestään ollut naisjäseniä, verrattuna niihin, joiden hallituksissa oli jo vähintään yksi naisjäsen. Tutkimuksessa todettiin, että lakiuudistuksen myötä hallitukseen tuli enemmän

kokemattomia ja aikaisempaa nuorempia jäseniä. Lakiuudistus johti myös hallitusten heikompaan valvontaan, heikompiin kirjanpidollisiin tuottoihin sekä lisääntyneisiin yrityskaappoihin.

## 4.2 Ikä ja yrityksen taloudellinen suorituskyky

Waelchlin ja Zellerin (2013) tutkimuksessa selvitettiin hallituksen puheenjohtajan iän yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimus toteutettiin kyselytutkimuksena ja aineisto kerättiin vuonna 2007. Kysely koostui viidestä osa-alueesta ja sen avulla pyrittiin saamaan informaatiota esimerkiksi hallituskokoonpanosta, hallituksen palkkiojärjestelmästä, jäsenten tehtävistä ja vastuista sekä yrityksen piirteistä ja taloudellisesta suorituskyvystä. Kysely lähetettiin 9443 sveitsiläiselle listaamattomalle yritykselle, joista 1514 vastasivat. Vastanneiden yritysten katsottiin edustavan alkuperäistä lähes 10 000 yrityksen otantaa. Yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin kokonaispääoman tuottoasteella (ROA), ja oman pääoman tuottoasteella (ROE).

Waelchin ja Zellerin (2013) tutkimuksen tulosten mukaan iän ja suorituskyvyn välillä on tilastollisesti merkitsevä negatiivinen yhteys, eli puheenjohtajan ikäänntyminen vaikutti heikentävästi yrityksen suorituskykyyn. Tuloksia tarkemmin tutkittaessa havaittiin, että negatiivista yhteyttä ei löydetty 50 ikävuoteen mennessä, mutta tämän jälkeen suorituskyky alkoi laskea iän lisääntymisen myötä. Ikävuosien 50 ja 65 välillä kokonaispääoman tuottoaste laski 0,13 % vuosittain. Tulos kumuloitui ikäänntymisen myötä, sillä kun ikä kasvoi keskihajontansa verran, kokonaispääoman tuottoaste laski 14,9 %. Waelchlin ja Zellerin (2013) mukaan tulokset viittaavat siihen, että puheenjohtajan ikä on merkittävä yrityksen suorituskykyyn vaikuttava tekijä. He uskovat, että yritysmaailman kontekstissa ikäänntyminen aiheuttaa kognitiivisten taitojen heikkenemistä sekä motivaation laskua, ja näin ollen vaikuttaa yrityksen suorituskykyyn. He arvelevat myös, että tällöin lisäkannustimien tai tarkemman monitoroinnin sijaan tulisi ennemmin hyödyntää esimerkiksi tehtävien uudelleenjärjestelyä yrityksen sisällä.

Nguyen ym. (2018) tutkivat toimitusjohtajan iän yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimusaineisto koostui 2702 australialaisesta yrityksestä aikavälillä 2001–2011, ja yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin Tobinin Q:lla. Aikaisempien tutkimusten perusteella Nguyen ym. (2018) olettivat, että toimitusjohtajan ikä on negatiivisessa yhteydessä yrityksen suorituskykyyn. Tulokset olivat tutkimushypoteesin mukaisia, sillä niiden mukaan yhden vuoden lisäys toimitusjohtajan iässä tarkoitti 0,54 %:n laskua yrityksen suorituskyvyssä Tobinin Q:lla mitattuna. Tuloksissa ei ollut eroja, kun kypsien toimialojen ja kasvupotentiaalia omaavien toimialojen yrityksiä verrattiin keskenään. Tutkijat uskovat tulosten kertovan siitä, että nuoremmat toimitusjohtajat ovat energisiä ja joustavia, siinä missä iän myötä muutosvastaisuus lisääntyy ja yritykset jäävät kehityksessä jälkeen.

Belenzon, Shamsur ja Zarutskie (2019) selvittivät tutkimuksessaan toimitusjohtajan iän yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimusaineiston muodostivat 157 996 yritystä Ranskassa, Italiassa ja Iso-Britanniassa, ja aineisto kerättiin vuosilta 2002–2012. Otokseen valitut yritykset olivat omistajayrittäjiensä johtamia, tarkoittaen sitä, että toimitusjohtajat omistivat yrityksen osakekannasta yli 50 %. Yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin kokonaispääoman tuottoasteella (ROA). Tutkimustulosten mukaan toimitusjohtajan iän ja yrityksen suorituskyvyn välillä on tilastollisesti merkitsevä negatiivinen yhteys. Tuloksista voidaan havaita esimerkiksi 13 % matalampi kokonaispääoman tuottoaste yli 59-vuotiaiden toimitusjohtajien keskuudessa verrattuna alle 35-vuotiaisiin toimitusjohtajiin. Tutkimuksessa selvitettiin myös toimitusjohtajan iän yhteyttä yrityksen investointeihin, myynnin kasvuun sekä yrityksen selviämistodennäköisyyteen (probability of survival). Tulosten mukaan toimitusjohtajan ikä oli negatiivisesti yhteydessä investointeihin ja myynnin kasvuun, mutta positiivisesti yhteydessä yrityksen selviämistodennäköisyyteen. Tutkijat arvioivat tulosten kertovan siitä, että ikääntyessään toimitusjohtajat muuttuvat aikaisempaa konservatiivisemmiksi ja kasvuorientoituneisuus vähenee. Belenzonin ym. (2019) mukaan tämä ei ole kuitenkaan syy suosia nuoria toimitusjohtajia, sillä he uskovat iän ja yrityksen selviämistodennäköisyyden välisen positiivisen yhteyden olevan merkki siitä, että nuoret johtajat ottavat enemmän riskejä



työssään ja näin ollen saattavat todennäköisemmin kokea ”exitin”, eli joutua päättämään liiketoimintansa.

Myös Clinen ja Yoren (2016) tutkimuksessa selvitettiin toimitusjohtajan iän vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimuksen aineisto muodostui 2143 yhdysvaltalaisesta pörssiyrityksestä aikavälillä 1993–2005. Yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin Tobinin Q:lla. Tutkimuksen tulokset osoittivat tilastollisesti merkitsevän negatiivisen yhteyden toimitusjohtajan iän ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Tuloksia tarkasteltaessa tutkijat havaitsivat, että Tobinin Q:n arvo laskee jyrkästi toimitusjohtajan 40 ikävuoden jälkeen, alkaa taas nousta 50 ikävuodesta alkaen ja jälleen laskee 70 ikävuoden jälkeen. Tutkimuksessa selvitettiin myös, millainen vaikutus toimitusjohtajalle asetetulla pakollisella eläköitymisellä (mandatory retirement policy) on toimitusjohtajan iän ja yrityksen suorituskyvyn väliselle yhteydelle. Tutkimustuloksista havaittiin, että negatiivinen yhteys toimitusjohtajan iän ja yrityksen suorituskyvyn välillä vallitsi vain niissä yrityksissä, joissa ei ollut käytössä pakollista eläköitymistä. Tutkijat uskovat tulosten kertovan siitä, että pakollisen eläköitymisen myötä yrityksellä on mahdollisuus vaikuttaa tilanteisiin, jossa toimitusjohtajan ikääntyminen johtaa kognitiivisiin muutoksiin ja sitä kautta mahdollisesti yrityksen suorituskyvyn heikentymiseen.

Liu ja Jiang (2020) saivat tutkimuksessaan edellä esiteltyihin tutkimuksiin nähden poikkeavat tulokset. Myös he tutkivat toimitusjohtajan iän yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimusaineisto koostui 1161 kiinalaisesta listatusta yrityksestä vuosilta 2008–2016, ja yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin Tobinin Q:lla. Tutkimuksen tulosten mukaan toimitusjohtajan iän ja yrityksen suorituskyvyn välillä ei löytynyt tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Tutkijat uskovat tulosten johtuvan siitä, että kiinalaisissa yhtiöissä toimitusjohtajat toimivat tiukasti hallituksen asettaman suunnitelman mukaisesti, jolloin riskit strategisesta päätöksenteosta eivät kohdistu niin vahvasti heihin. Tämä selittäisi, miksi toimitusjohtajan ominaisuuksien ja yrityksen suorituskyvyn väliltä ei löydetty merkitsevää yhteyttä.

Eduardon ja Poolen (2016) tutkimuksen tulokset olivat samankaltaisia kuin Liun ja Jiangin (2020). He selvittivät toimitusjohtajan iän yhteyttä yrityksen myöhempään taloudelliseen suorituskyykyyn. Tutkimusaineisto muodostui Fortune 500 -yrityksistä vuosilta 2007–2012, ja yrityksen myöhempi taloudellinen suorituskyyky määriteltiin poikkeuksellisen sijoittajien tuottona. Tutkimuksen tulokset eivät osoittaneet tilastollisesti merkitsevää yhteyttä toimitusjohtajan iän ja yrityksen myöhemmän taloudellisen suorituskyyvyn välillä. Tutkijat toteavat tulosten antavan viitteitä siitä, että osakkeenomistajien näkökulmasta tarkasteltuna toimitusjohtajan iällä ei olisi merkitystä.

Myös Wangn ym. (2016) tutkimuksen tulokset poikkesivat edellä esitellyistä. Meta-analyysissaan he yhdistivät 308 tutkimuksen tulokset selvittääkseen toimitusjohtajan piirteiden yhteyden yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn, yhtenä piirteenä toimitusjohtajan ikä. Alkuperäisissä tutkimuksissa yrityksen taloudellista suorituskyykyä mitattiin pääasiassa nettotuloksella, kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) ja oman pääoman tuottoasteella (ROE). Mukana oli myös tutkimuksia, joissa käytettiin Tobinin Q:ta sekä kasvua ja yrityksen selviytymistä indikoivia mittareita, kuten myynnin ja henkilöstön kasvua sekä konkurssi- ja likvidaatiotilanteita. Meta-analyysin tulokset löysivät positiivisen yhteyden toimitusjohtajan iän ja yrityksen suorituskyyvyn väliltä. Yhteys oli vahvin yrityksen kannattavuuden mittareiden, eli nettotuloksen, kokonaispääoman tuottoasteen ja oman pääoman tuottoasteen kanssa. Wangin ym. (2016) mukaan tulokset voisivat kertoa siitä, että iäkkäämmillä toimitusjohtajilla on parempi legitimizeetti, vahvemmat verkostot sekä parempi pääsy yritykselle tärkeisiin resursseihin. Tutkijat esittävät myös, että ikä saattaisi luoda toimitusjohtajalle vahvempaa organisatorista sitoutuneisuutta, jonka myötä opportunisti ja agenttikustannukset vähenisivät mahdollistaen yritykselle paremman suorituskyyvyn.

## 4.3 Kokemus sekä laatu eli kokemuksen ja iän välinen suhde ja yrityksen taloudellinen suorituskyky

### 4.3.1 Kokemus

Sterling ja Gilles (2018) selvittivät tutkimuksessaan hallitusjäsenten kokemuksen eli virka-ajan pituuden vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimusaineiston muodostivat 2222 yhdysvaltalaisesta pörssilistattua yritystä ja aineisto kerättiin vuosilta 1998–2010. Yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) sekä Tobinin Q:lla. Tutkimustulokset osoittavat tilastollisesti merkitsevän epälineaarisen yhteyden muuttujien välillä. Tämä tarkoittaa sitä, että tiettyyn pisteeseen saakka kokemus parantaa yrityksen suorituskykyä, jonka jälkeen vaikutus kääntyy negatiiviseksi. Tulosten mukaan käännekohta on noin 11 vuoden kohdalla. Tutkimuksessa selvitettiin myös kokemuksen yhteyttä hallituksen päätöksenteon laatuun, tarkoittaen esimerkiksi yrityskauppoja ja taloudellisen raportoinnin laatua. Kokemuksen merkitys päätöksenteon laadulle todettiin noudattavan samanlaista käyrää kuin yrityksen suorituskyvyn kohdalla. Tutkijat kuvailevat tuloksia kahden ilmiön, oppimisvaikutuksen ja vakiintumisvaikutuksen avulla. Sellaisissa yrityksissä, joissa hallituskaudet ovat lyhyempiä, oppimisvaikutus on vahvempi ja kokemuksen merkitys yrityksen suorituskyvylle on positiivinen. Pidempien hallituskausien aikana vakiintumisvaikutus nousee oppimisvaikutusta vahvemmaksi ja kokemuksen merkitys muuttuu negatiiviseksi.

Myös Tejerina-Gaiten ja Fernández-Tempranon (2021) tutkimuksessa selvitettiin hallituksen kokemuksen vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimukseen sisällytettiin varsinaisten hallitusjäsenten lisäksi myös hallintoneuvoston jäsenet. Tutkimusaineisto koostui 87 espanjalaisesta yrityksestä ja aineisto kerättiin vuosilta 2005–2015. Yrityksen suorituskykyä mitattiin kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) ja Tobinin Q:lla. Saatujen tulosten mukaan kokemuksella on positiivinen vaikutus suorituskykyyn vain hallintoneuvoston jäsenten kohdalla, mutta ei varsinaisten hallitusjäsenten kohdalla. Yksittäisten hallitusjäsenten vaikutusta tarkemmin tutkittaessa havaittiin, että osalla vaikutus suorituskykyyn oli positiivinen, toisilla negatiivinen. Vaikutukset kumosivat toisensa

ja näin ollen tilastollisesti merkitsevää yhteyttä ei syntynyt. Tutkijat uskovat, että vaikka pidempi hallituskokemus kasvattaa jäsenten tietämystä, ajan myötä heidän itsenäisyytensä vähenee ja he sopeutuvat helpommin enemmistön näkemyksiin. Tutkijoiden mukaan hallintoneuvoston jäsenten kohdalla samanlaista vaikutusta ei ole, koska heidän työssään vaadittavan tietojen ja taidon määrä ylittää sopeutumisen vaikutukset.

Livnat ym. (2021) tutkivat niin ikään hallituksen kokemuksen vaikutusta yrityksen taloudelliselle suorituskyvyllä. Tutkimusaineisto muodostui 3802 yhdysvaltalaisesta yrityksestä ja aineisto kerättiin vuosilta 1996–2016. Yrityksen taloudellinen suorituskyky määriteltiin poikkeuksellisena sijoittajien tuottona. Tutkimustulokset osoittavat positiivisen ja tilastollisesti merkitsevän yhteyden kokemuksen ja sijoittajien tuottojen välillä. Tutkijoiden näkemyksen mukaan pitkät hallituskaudet viittaavat yrityksen stabiliteettiin ja siihen, että osakkeenomistajat ovat tyytyväisiä hallituksen toimintaan. Tutkimuksessa havaittiin myös, että vaikka hallituskauden pituus oli positiivisessa yhteydessä korkeampaan arvostukseen markkinoilla, se ei kuitenkaan näkynyt analyytikoiden ennusteissa. Tutkijoiden mukaan se kertoo siitä, että pitkien hallituskausien huomiotta jättäminen aiheuttaa ennusteisiin hinnoitteluvirheen.

McClelland ym. (2012) selvittivät tutkimuksessaan toimitusjohtajan kokemuksen vaikutusta yrityksen tulevaan taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimusaineisto muodostui 206 S&P500 -listalta satunnaisesti valitusta yrityksestä ja havainnot kerättiin vuodelta 2001. Tulevan suorituskyvyn näkökulma saatiin mittaamalla suorituskykyä vuodelta 2003. Suorituskyvyn mittareina käytettiin kokonaispääoman tuottoastetta (ROA) sekä Tobinin Q:ta. Tutkimustulosten mukaan toimitusjohtajan kokemuksen ja yrityksen tulevan suorituskyvyn väliltä ei löytynyt tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Tuloksia tarkemmin tutkittaessa havaittiin, että dynaamisilla toimialoilla toimivien yritysten kohdalla toimitusjohtajan pitkä kokemus johti heikompaan tulevaan taloudelliseen suorituskykyyn, mutta kypsillä toimialoilla yhteyttä ei löytynyt. Tutkijat uskovat tulosten kertovan siitä, että dynaamisissa olosuhteissa toimitusjohtajan toiminta ja osaaminen ”vanhenevat” nopeammin

suhteessa toiminnan edeltämään tasoon, kun taas kypsillä toimialoilla vastaavaa ilmiötä ei tapahdu.

Jo edellä kappaleessa 4.2 esitellyssä Liun ja Jiangin (2020) tutkimuksessa selvitettiin myös toimitusjohtajan kokemuksen vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Tutkimusaineisto muodostui 1161 kiinalaisesta pörssiyrityksestä ja aineisto kerättiin aikaväliltä 2008–2016. Yrityksen taloudellista suorituskyykyä mitattiin Tobinin Q:lla. Tutkimustulokset osoittivat tilastollisesti merkittävän negatiivisen yhteyden toimitusjohtajan kokemuksen ja suorituskyyvyn välillä. Tutkijat uskovat, että toimiessaan virassaan pidempään toimitusjohtaja keskittyy innovoinnin ja yrityksen kehittämisen sijaan oman valtansa lujittamiseen, jonka myötä yrityksen suorituskyyky kärsii.

#### **4.3.2 Laatu eli kokemuksen ja iän välinen suhde**

Johtohenkilön laatua ovat samalla tavalla tutkineet ainakin Bhagat ja Bolton (2008) sekä Peni (2014). Näissä tutkimuksissa laatu on määritelty ja laskettu johtohenkilön kokemuksen ja iän välisenä suhdelukuna. Tämä perustuu Gibbonsin ja Murphyn (1992) saamiin tuloksiin siitä, että eri ikäisillä ja eri mittaisilla kokemuksilla varustetuilla johtohenkilöillä on todennäköisesti erilaiset kannustimet, maineet ja urapolut, jotka vaikuttavat yrityksen suorituskyykyyn eri tavoilla. Tällöin ei olisi mielekästä verrata ainoastaan johtohenkilön iä tai kokemusvuosia keskenään.

Bhagat ja Bolton (2008) selvittivät tutkimuksessaan toimitusjohtajan laadun yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Tutkimusaineisto muodostui 1923 yhdysvaltalaisesta toimitusjohtajan vaihdostilanteesta ja aineisto kerättiin aikaväliltä 1993–2003. Yrityksen taloudellista suorituskyykyä mitattiin kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) ja Tobinin Q:lla. Tutkimustulosten mukaan toimitusjohtajan laadun ja yrityksen suorituskyyvyn välillä vallitsi tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys.

Penin (2014) tutkimuksessa selvitettiin toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan laadun yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimusaineisto kerättiin valitsemalla S&P500 -yrityksistä 500 yritystä aikaväliltä 2006–2010. Yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) sekä Tobinin Q:lla. Myös Penin (2014) saamat tutkimustulokset osoittivat tilastollisesti merkitsevän positiivisen yhteyden johtohenkilön laadun ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Sen lisäksi, että eri ikäisten ja eri mittaisten kokemuksien omaavien johtohenkilöiden välillä on luultavasti erilaisia kannustimia ja erilaiset maineet, Peni (2014) uskoo, että nuorten johtohenkilöiden kyvykkyydellä ja omistautuneisuudella on yrityksen suorituskykyä parantava vaikutus.

#### **4.4 Kaksoisrooli ja yrityksen taloudellinen suorituskyky**

Yang ja Zhao (2014) tutkivat yrityksen taloudellista suorituskykyä tilanteessa, jossa sama henkilö toimii sekä toimitusjohtajana, että hallituksen puheenjohtajana ja yritys kohtaa ulkoisen shokin. Yangin ja Zhaon (2014) tutkimuksen tapauksessa ulkoinen shokki oli Kanadan ja Yhdysvaltojen välinen vapaakauppasopimus vuodelta 1989, jonka myötä kaikkien maiden väliset tariffit ja muut tuontirajoitukset poistuivat. Tutkimusaineisto kerättiin 1926 yhdysvaltalaisesta yrityksestä vuosilta 1979–1998, eli noin kymmenen vuoden ajalta ennen ja jälkeen vapaakauppasopimuksen solmimisen. Yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin Tobinin Q:lla, kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) ja oman pääoman tuottoasteella (ROE). Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooli on ollut yleinen ilmiö Yhdysvalloissa erityisesti tutkimusperiodin aikaan, sillä 1970-luvulta 1990-luvun alkupuolelle tällaista kaksoisroolia käytettiin noin 80 %:ssa yhdysvaltalaisista suuryrityksistä. Kaksoisroolia on vastustettu erityisesti agenttiteoriaan tukeutuen, sillä teorian mukaan toimitusjohtajalla saattaa olla vastakkaisia intressejä osakkeenomistajiin nähden.

Yangin ja Zhaon (2014) saamat tutkimustulokset osoittavat, että ne yritykset, joissa sama henkilö oli sekä hallituksen puheenjohtaja että toimitusjohtaja, menestyivät ulkoisen

shokin jälkeen muita paremmin silloin, kun suorituskykyä mitattiin Tobinin Q:lla. Kokonaispääoman tuottoasteeseen ja oman pääoman tuottoasteeseen kaksoisroolin ei havaittu vaikuttavan, paitsi niiden yritysten kohdalla, joihin vientitariffit lakkasivat vaikuttamasta vapaakauppasopimuksen myötä. Yang ja Zhao (2014) arvioivat tulosten tarkoittavan sitä, että kaksoisroolissa toimivalla johtajalla on mahdollisuus reagoida nopeasti toimintaympäristön muutoksiin. He uskovat kaksoisroolista olevan hyötyä erityisesti sellaisissa yrityksissä, joissa informaatiokustannukset ovat suuret.

Myös Changin ym. (2019) tutkimuksessa selvitettiin ulkoisen shokin vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn, kun yritystä johtaa kaksoisroolissa toimiva hallituksen puheenjohtaja-toimitusjohtaja. Tämän tutkimuksen tapauksessa ulkoinen shokki oli vuonna 2002 voimaan tullut Sarbanes-Oxley Act, joka asetti uusia vaatimuksia pörssilistattujen yritysten toiminnalle. Tutkimusaineisto koostui 2368 yhdysvaltalaisesta yrityksestä vuosilta 1994–2015, ja yrityksen taloudelliseen suorituskykyä mitattiin Tobinin Q:lla. Tutkituista yrityksistä 61 %:lla oli käytössään kaksoisroolissa toimiva johtaja. Tutkijat muodostivat tutkimuksen ennakko-oletukset kahden kilpailevan teorian, agenttiteorian ja stewardship-teorian pohjalta. He olettivat, että toimitusjohtajan kaksoisroolista on hyötyä ainoastaan poliittisesti epävarmoissa olosuhteissa, ja että normaaleissa olosuhteissa kaksoisroolin vaikutus on negatiivinen. Tutkijat olettivat myös, että ulkoisen shokin vaikutus on heikompi yrityksissä, joissa käytetään johtohenkilön kaksoisroolia. Tutkimustulokset olivat osittain hypoteesien mukaisia, sillä poliittisesti epävarmoissa olosuhteissa kaksoisroolissa toimiva toimitusjohtaja vaikutti positiivisesti yrityksen suorituskykyyn. Normaaleissa olosuhteissa merkitsevää yhteyttä ei havaittu. Tulokset osoittivat myös, että ulkoisen shokin vaikutus jäi heikommaksi kaksoisroolia hyödyntävissä yrityksissä.

Jo edellä kappaleessa 4.1 esitellyssä Pucheta-Martínezin ja Gallego-Álvarezin (2020) tutkimuksessa selvitettiin naisjäsenyyden lisäksi myös toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Tutkimusaineisto muodostui yhteensä 10 314 yrityksestä 34 eri maasta ja neljältä eri mantereelta, ja yrityksen

taloudellista suorituskykyä mitattiin Tobinin Q:lla. Tutkimustulosten mukaan kaksoisroolin ja yrityksen suorituskyvyn välillä oli tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys, eli kaksoisroolissa toimivien johtohenkilöiden yritykset suoriutuivat paremmin Tobinin Q:lla mitattuna. Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020) uskovat tulosten kertovan siitä, että kaksoisroolin myötä johtohenkilön auktoriteettiasema on selkeä ja näin ollen vähentää konflikteja sekä parantaa yhteistyötä hallituksen ja johtoryhmän välillä. Tutkijoiden mukaan tulokset voivat myös viitata siihen, että yritys hyötyy kaksoisroolissa toimivan toimitusjohtajan tietämyksestä koskien yrityksen sisäistä tilannetta ja ympäristön mahdollisuuksia. Tällöin yrityksen olisi helpompi saavuttaa kilpailuetuja ja se näkyisi yrityksen parempana suorituskykynä.

Edellä kappaleessa 4.2 esiteltiin myös Nguyenin ym. (2018) tutkimus, jossa selvitettiin toimitusjohtajan iän lisäksi kaksoisroolin ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Tutkimusaineisto koostui 2702 australialaisesta yrityksestä aikavälillä 2001–2011, ja yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin Tobinin Q:lla. Tutkimustulokset osoittivat tilastollisesti merkitsevän positiivisen yhteyden toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Tulosten tarkempi analysointi osoitti, että yhteys on merkitsevä ainoastaan kasvupotentiaalia omaavien toimialojen yrityksillä, ei kypsien toimialojen yrityksillä. Nguyen ym. (2018) viittaavat tutkimuksessaan myös Finkelsteinin ja Hambrickin (1996) teokseen, jonka mukaan kaksoisrooli mahdollistaa nopean päätöksenteon yrityksessä. Näin ollen Nguyen ym. (2018) uskovat tulosten kertovan siitä, että kaksoisroolista on hyötyä kasvupotentiaalia omaaville yrityksille niiden nopeasti muuttuvassa toimintaympäristössä.

Ramdani ja Witteloostuijn (2010) tutkivat niin ikään toimitusjohtajan kaksoisroolin vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimus toteutettiin kyselytutkimuksena, ja sen aineisto kerättiin indonesialaisista, malesialaisista, thaimaalaisista sekä eteläkorealaisista pörssilistatuista yrityksistä. Otoksen koko oli 313 yritystä ja aineisto kerättiin vuosilta 2001–2002. Yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin kokonaispääoman tuottoasteella (ROA). Tutkimustulokset osoittivat positiivisen ja tilastollisesti



merkitsevän yhteyden toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Tuloksista voitiin havaita, että toimitusjohtajan kaksoisroolilla oli suorituskykyä parantava vaikutus suorituskyvyltään keskivertoisessa yrityksissä, mutta ei korkean tai matalan suorituskyvyn yrityksissä. Tämä viittaisi siis siihen, että kaksoisroolin ja suorituskyvyn välillä olisi epälineaarinen, suorituskyvyn säätelemä yhteys.

Tutkijat löysivät tuloksista sekä agenttiteoriaa, että stewardship-teoriaa tukevia tuloksia. He uskovat, että kaksoisrooli ei hyödytä korkean suorituskyvyn yrityksiä sen vuoksi, että ne tarvitsevat ja käyttävät vahvoja johdon valvontamekanismeja, kuten johdon ja omissuhteen erottamista toisistaan. Tämä väite on linjassa agenttiteorian kanssa. Kaksoisroolin positiivinen vaikutus suorituskyvyltään keskivertoihin yrityksiin taas viittaisi siihen, että niitä hyödyttäisi yhtenevä johto ja komentoketju. Tämä taas tukisi stewardship-teoriaa. Suorituskyvyltään matalia yrityksiä koskevien tulosten tutkijat uskovat johtuvan siitä, että yritykset kamppailevat sellaisten haasteiden kanssa, joihin kaksoisroolilla corporate governance -mekanismina ei ole merkitystä. Tulostensa perusteella tutkijat argumentoivat, että toimitusjohtajan kaksoisroolin suhteen ei välttämättä voisi asettaa yhtä yleispätevää corporate governance -ohjetta, sillä erilaisille yrityksille sopivat erilaiset toimintatavat.

Myös Duru, Iyengar ja Zampelli (2016) selvittivät tutkimuksessaan toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä, sekä hallituksen riippumattomuuden merkitystä yhteydelle. Tutkimusaineiston muodostivat 950 yhdysvaltalaisesta yrityksestä ja aineisto kerättiin vuosilta 1997–2001. Yrityksen taloudellista suorituskykyä mitattiin kokonaispääoman tuottoasteella (ROA), oman pääoman tuottoasteella (ROE) sekä liikevoittoprosentilla (ROS). Duru ym. (2016) raportoivat löytäneensä tilastollisesti merkitsevän negatiivisen yhteyden toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yrityksen suorituskyvyn välillä silloin, kun hallituksen jäsenistä vähemmistö on riippumattomia. Kun riippumattomien jäsenten osuus kasvoi, negatiivinen yhteys pieneni ja kääntyi lopulta positiiviseksi. Tutkijat uskovat tulosten kertovan siitä, että riippumaton hallitus ja kaksoisroolissa toimivan toimitusjohtajan vahva asema parantavat ylimmän johdon

kyvykkyyttä ja toiminnan tehokkuutta. Tämän myötä hallitus onnistuu luomaan arvokkaita resursseja ja kilpailuetua yritykselle.

#### **4.5 Yhteenveto aikaisemmista tutkimustuloksista ja tutkimushypoteesit**

Tämän työn tutkimusongelmana on selvittää, miten toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ominaisuudet vaikuttavat yrityksen suorituskykyyn. Tutkielmaan valitut ominaisuudet ovat sukupuolen moninaisuus, ikä, kokemus ja laatu sekä kaksoisrooli.

Sukupuolen moninaisuuden osalta on raportoitu useita tutkimustuloksia, jotka osoittavat positiivisen yhteyden naisedustuksen ja yrityksen suorituskyvyn välillä (Terjesen ym., 2016; Khan & Vieito, 2013; Liu ym., 2014; Perryman ym., 2016; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). Post ja Byron (2015) havaitsivat positiivisen yhteyden vain kirjanpidoissa, mutta eivät markkinoiden suorituskyvyn kautta mitattuna. Ahernin ja Dittmarin (2012) tutkimuksen tulosten mukaan naisedustuksen ja suorituskyvyn välillä havaittiin sen sijaan negatiivinen yhteys. Muista tässä tutkielmassa esitellyistä tutkimuksista poiketen Wangin ja Cliflin (2016) tutkimuksen tulosten mukaan naisedustuksen ja suorituskyvyn välillä ei havaittu tilastollisesti merkitsevää yhteyttä lainkaan. Sukupuolen moninaisuuden osalta voidaan todeta, että aikaisemmat tutkimustulokset ovat olleet melko johdonmukaisia, sillä suurin osa raportoi tilastollisesti merkitsevän positiivisen yhteyden naisedustuksen ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Naisedustuksen tuomaa positiivista vaikutusta on perusteltu esimerkiksi sillä, että naisedustus tuo mukanaan diversiteettiä, objektiivisuutta sekä kriittisyyttä päätöksentekoon (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). Ylimmässä johdossa toimivien naisten toiminnan on lisäksi havaittu olevan vähemmän riskistä kuin vastaavassa asemassa toimivien miesten (Khan & Vieito, 2013; Perryman ym., 2016), joten voidaan ajatella, että sukupuolen moninaisuus yrityksen ylimmässä johdossa parantaa taloudellista suorituskykyä vähäisemmällä riskinotolla. Aikaisempiin tutkimustuloksiin perustuen tutkimushypoteesiksi määritellään seuraava:

*H1: Naisedustus toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan asemassa vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn.*

Johtohenkilöiden iän ja yrityksen suorituskyyvyn välistä yhteyttä selvittäneiden tutkimusten tulokset ovat niin ikään olleet melko yhteneväisiä joitakin poikkeuksia lukuun ottamatta. Waelchlin ja Zellerin (2013), Nguyenin ym. (2018), Belenzonin ym. (2019) sekä Clenin ja Yoren (2016) tutkimusten tulosten mukaan johtohenkilön iän ja yrityksen suorituskyyvyn väliltä voidaan havaita negatiivinen yhteys. Wang ym. (2016) sen sijaan raportoivat tutkimukseen iän ja suorituskyyvyn väliltä positiivisen yhteyden. Liun ja Jiangin (2020) sekä Eduardon ja Poolen (2016) tutkimuksissa johtohenkilöiden iän ja yrityksen suorituskyyvyn väliltä ei havaittu tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Iän ja suorituskyyvyn välistä negatiivista yhteyttä on selitetty esimerkiksi ikääntymisen myötä esiintyvillä kognitiivisten kykyjen ja motivaation muutoksilla (Waelchi & Zeller, 2013) sekä konservatiivisuuden lisääntymisellä ja kasvuorientoituneisuuden vähenemisellä (Belenzon ym., 2019). Aikaisempiin tutkimustuloksiin perustuen muotoillaan tutkimushypoteesi seuraavasti:

*H2: Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ikä vaikuttaa negatiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn.*

Johdohenkilöiden kokemuksen ja yrityksen suorituskyyvyn välistä yhteyttä selvittäneet tutkimukset ovat olleet tuloksiltaan vaihtelevia. Livnat ym. (2021) raportoivat muuttujien väliltä positiivisen yhteyden, ja uskovat pitkien, suorituskyyvylle suotuisten hallituskausien viittaavan yrityksen tilanteen stabiliteettiin ja osakkeenomistajien tyytyväisyyteen. Sterlingin ja Gillesin (2018) tutkimuksen tulosten mukaan positiivinen yhteys voitiin havaita vain tiettyyn pisteeseen asti, jonka jälkeen kokemusvuodet alkoivat vaikuttaa suorituskyykyyn negatiivisesti. Negatiivisen yhteyden kokemusvuosien ja suorituskyyvyn väliltä raportoivat Liu ja Jiang (2020). Negatiivisia yhteyksiä raportoineet tutkijat uskovat tulosten johtuvan johtohenkilön toiminnassa kokemusvuosien myötä tapahtuvasta väkiintumisestä. Tejerina-Gaiten ja Fernández-Temparon (2021) havaitsivat tutkimuksessaan

positiivisen yhteyden ainoastaan hallintoneuvoston jäsenten kohdalla, mutta ei varsin naisten hallitusjäsenten kohdalla. McClellandin ym. (2012) tutkimuksessa havaittiin toimialan säätelevän kokemuksen vaikutusta, sillä dynaamisilla toimialoilla pitkä kokemus johti heikompaan suorituskykyyn, mutta kypsillä toimialoilla yhteyttä ei löytynyt. Aikaisempien tutkimustulosten vaihtelevuuden vuoksi tutkimushypoteesin muoto asetetaan seuraavasti:

*H3: Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kokemus vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.*

Johtohenkilöiden laadun ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä tutkivat samalla tavoin ainakin Bhagat ja Bolton (2008) sekä Peni (2014). Näissä tutkimuksissa johtohenkilöiden laatu on määritelty heidän virkakautensa ja ikänsä välisenä suhdelukuna. Bhagatin ja Boltonin (2008) sekä Penin (2014) saamat tulokset ovat keskenään yhteneväisiä, sillä molemmat raportoivat positiivisen yhteyden laadun ja suorituskyvyn välillä. Siten tutkimushypoteesiksi asetetaan:

*H4: Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan laatu vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.*

Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisroolin ja yrityksen suorituskyvyn välisestä yhteydestä on saatu vaihtelevia tuloksia, ja aihetta on tutkittu useista eri näkökulmista. Yangin ja Zhaon (2014) mukaan kaksoisroolilla oli positiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn vain tietyillä tutkimuksessa käytetyillä tunnusluvuilla mitattuna. Changin ym. (2019) tutkimuksen tulosten mukaan kaksoisroolilla on positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn ainoastaan poliittisesti epävarmoissa olosuhteissa, ja muutoin yhteyttä ei ole. Nguyenin ym. (2018) tutkimustulokset osoittivat kaksoisroolin ja suorituskyvyn välisen positiivisen yhteyden ainoastaan kasvupotentiaalia omaavien toimialojen yrityksillä, mutta ei kypsien toimialojen yrityksillä. Tutkijat uskovat tulosten kertovan siitä, että kaksoisroolista on hyötyä nopeasti muuttuvissa toimintaympäristöissä. Ramdani ja

Witteloostuijn (2010) havaitsivat positiivisen yhteyden ainoastaan suorituskyvyltään keskivertoisissa yrityksissä, mutta ei korkean tai matalan suorituskyvyn yrityksissä. Durun ym. (2016) tutkimuksessa havaittiin, että kaksoisroolin vaikutusta sääтели riippumattomien hallitusjäsenten määrä. Silloin, kun vähemmistö hallitusjäsenistä olivat riippumattomia, kaksoisroolin vaikutti negatiivisesti yrityksen suorituskykyyn. Riippumattomien jäsenten osuuden kasvaessa negatiivinen yhteys pieneni ja kääntyi lopulta positiiviseksi. Koska aikaisemmat tutkimustulokset ovat keskenään huomattavan ristiriitaisia, määritellään tutkimushypoteesi seuraavasti:

*H5: Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooli vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.*

## 5 Tutkimuksen aineisto ja menetelmät

Tässä luvussa käsitellään tutkimuksessa käytettyä aineistoa sekä analyysimenetelmä regressioanalyysia. Luku on jaettu kahteen alalukuun, joista ensimmäisessä kuvaillaan tutkimuksen aineistoa ja sen alkuperää. Toisessa alaluvussa määritellään analyysimenetelmänä käytettävä regressioanalyysi sekä tutkimuksen muuttujat.

### 5.1 Aineiston kuvaus

Tutkimuksen aineisto on kerätty Datastream- ja ExecuComp -tietokannoista sekä yritysten vuosikertomuksista. Tarkastelun kohteena ovat yhdysvaltalaiset, S&P500 -indeksiin kuuluvat pörssilistatut yhtiöt. Aineiston valinnassa on mukailtu tämän tutkielman esikuva-artikkelia, sillä Peni (2014) käytti tutkimuksensa aineistona S&P500 -indeksin mukaisia yhtiöitä. Tämän tutkielman tarkoitus on toistaa samankaltainen tutkimus uudemmalla aineistolla. Aineistoon on valittu vuoden 2021 lopussa indeksiin kuuluvat yritykset ja aineisto on kerätty niin ikään vuodelta 2021. Valinnan tarkoituksena oli päästä hyödyntämään mahdollisimman uutta aineistoa ja samanaikaisesti pyrkiä löytämään tarvittavat tiedot mahdollisimman monen otantaan kuuluvan yrityksen osalta.

Aineistosta on poistettu SIC-koodien 6000–6900 alle luokiteltavat rahoitus- ja vakuutusalan yritykset niitä koskevan erityisen sääntelyn ja muista yrityksistä poikkeavan tilinpäätöskäytännön vuoksi. Myös sellaiset yritykset, joiden osalta kaikkia tarvittavia tietoja ei ollut saatavilla, on jätetty aineiston ulkopuolelle. Tämän lisäksi aineistosta on analyysien mielekkyyden vuoksi poistettu ne havaintoarvot, joiden kohdalla ROA:n tai Tobinin Q:n arvo poikkesi merkittävästi muista havainnoista. Poikkeavien havaintojen poistamisen merkitystä käsitellään tarkemmin luvun 6 analyysien yhteydessä. Alkuperäisestä 505 yrityksen aineistosta jouduttiin näistä syistä poistamaan 294 havaintoa, joten lopullisen otoksen koko on 211 havaintoa.

Johtohenkilöiden ominaisuuksia edustavat muuttujat on osittain kerätty tietokannoista ja osin haettu manuaalisesti yritysten vuosikertomuksista. Tiedot johtohenkilöiden posi-  
tiosta, iästä, sukupuolesta ja kokemusvuosista saatiin suurimmilta osin ExecuComp -tie-  
tokannasta. Esimerkiksi sellaisissa tapauksissa, kun tietokannasta löytyvät tiedot eivät  
kattaneet johtohenkilöiden kaikkia kokemusvuosia, tieto haettiin manuaalisesti yritysten  
vuosikertomuksista. Suorituskyvyn mittareiden arvoista kokonaispääoman tuottoaste  
(ROA) on saatu valmiina Datastream -tietokannasta. Tobinin Q on laskettu Datastream -  
tietokannasta saatavien tietojen avulla luvussa 3.2.2 esiteltyllä tavalla.

## 5.2 Regressioanalyysi

Analyysimenetelmänä tässä tutkimuksessa käytetään regressioanalyysiä. Regressio-  
analyysi on menetelmä, jonka avulla voidaan tutkia yhden tai useamman selittävän  
muuttujan vaikutusta selitettävään muuttujaan. Regressioanalyysi sopii käytettäväksi tä-  
män tutkielman kaltaisissa tutkimuksissa sen vuoksi, että regressioanalyysin avulla voi-  
daan tutkia yhtä aikaa useamman selittävän muuttujan vaikutusta selitettävään muuttu-  
jaan. Tällöin tulokset osoittavat, millainen vaikutus yksittäisellä selittävällä muuttujalla  
on silloin, kun muiden selitettävään muuttujaan vaikuttavien tekijöiden merkitys on  
otettu huomioon. (KvantiMOTV, 2008.)

Jotta regressioanalyysia voitaisiin käyttää tarkoituksenmukaisella tavalla, tutkittavien  
muuttujien täytyy täyttää tietyt vaatimukset. Ensinnäkin muuttujien täytyy olla vähin-  
tään välimatka- tai suhdeasteikollisia, taikka dummy-muuttujiksi muutettuja järjestys- ja  
nominaaliasteikon muuttujia (Heikkilä, 2014, s. 222). Toisekseen selittävät muuttujat ei-  
vät saisi korreloida keskenään. Selittävien muuttujien keskinäinen korrelaatio eli multi-  
kollineaarisuus johtaa siihen, että yksittäisten selittävien muuttujien vaikutusta selitettä-  
välle muuttujalle on haastavaa arvioida (Holopainen & Pulkkinen, 2008, s. 275). Lisäksi  
selitettävien muuttujien arvojen tulee noudattaa normaalijakaumaa (Heikkilä, 2014, s.  
235).

Usean selittävän muuttujan lineaarinen malli voidaan esittää seuraavassa muodossa (Heikkilä, 2014, s. 235):

$$(3) \quad Y = A + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_i X_i + \varepsilon, \text{ jossa}$$

$Y$  = selitettävä muuttuja

$A$  = regressiosuoran ja  $y$ -akselin leikkauspiste

$\beta_1$ - $\beta_i$  = regressiokerroin

$X_1$ - $X_i$  = selittävät muuttujat

$\varepsilon$  = virhetermi

### 5.2.1 Selittävät muuttujat

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ominaisuuksien vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Tutkittavat ominaisuudet ovat johtohenkilön sukupuoli, ikä, kokemus, laatu eli kokemuksen ja iän välinen suhde sekä toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooli. Nämä ovat tutkimuksen selittävät muuttujat. Selittävien muuttujien valinnassa on mukailtu tämän tutkielman esikuva-artikkelia. Mainittujen muuttujien lisäksi esikuva-artikkelissa yhtenä selittävänä muuttujana oli lisäksi johtohenkilöiden muiden hallitusjäsenyyksien määrä. Kyseinen muuttuja päätettiin kuitenkin jättää tämän tutkimuksen ulkopuolelle puuttuvan datan vuoksi. Johtohenkilön sukupuoli on muunnettu dummy-muuttujaksi siten, että miespuolista johtohenkilöä kuvaa arvo 0 ja naispuolista johtohenkilöä arvo 1. Myös toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooli on muunnettu dummy-muuttujaksi siten, että kun toimitusjohtajana ja hallituksen puheenjohtajana on eri henkilö, muuttuja saa arvon 0. Kun toimitusjohtaja ja hallituksen puheenjohtaja ovat sama henkilö, muuttuja saa arvon 1.



### 5.2.2 Selitettävät muuttujat

Tutkimuksen selitettäviksi muuttujiksi taloudellista suorituskykyä kuvaamaan on valittu kaksi eri mittaria, kokonaispääoman tuottoaste ROA sekä Tobinin q. Myös selitettävien muuttujien valinnassa on mukailtu tutkielman esikuva-artikkelia. Mittareiden valinnassa on pyritty huomioimaan yrityksen suorituskyky eri näkökulmista, sillä ROA kuvastaa yrityksen kannattavuutta kirjanpidollisesta näkökulmasta ja Tobinin Q taas markkinoiden näkemystä yrityksen arvosta sekä sen kyvystä tuottaa lisäarvoa osakkeenomistajilleen tulevaisuudessa. Näitä mittareita on käsitelty tarkemmin aikaisemmissa luvuissa 3.2.1 ja 3.2.2. ROA:n arvot on saatu valmiina Datastream -tietokannasta, ja ne on laskettu samalla tavalla kuin luvussa 3.2.1 on esitelty, eli jakamalla yhteenlasketut nettotulos, rahoituskulut ja verot yrityksen tilikauden keskimääräisellä taseen loppusummalla. Tobinin Q:ta varten velkojen ja taseen kirjanpitoarvot sekä oman pääoman markkina-arvo saatiin myös Datastream -tietokannasta, ja muuttujien arvot laskettiin sen jälkeen taulukkolaskentaohjelman avulla.

### 5.2.3 Kontrollimuuttujat

Tutkimuksessa on mukana myös kaksi kontrollimuuttujaa. Näistä ensimmäinen on yrityksen ”velkavipu” (financial leverage) eli vieraan pääoman suhde yrityksen kaikkiin varoihin. Toinen kontrollimuuttuja on taseen loppusummasta otettu luonnollinen logaritmi. Myös kontrollimuuttujien valinnassa on mukailtu tutkielman esikuva-artikkelia. Esikuva-artikkelissa oli lisäksi käytetty kahta muuta kontrollimuuttujaa, jotka on jätetty tästä tutkielmasta pois puuttuvan datan vuoksi. Kyseiset kontrollimuuttujat ovat liikevaihdon kasvu sekä tutkimus- ja kehitysmenojen suhde liikevaihtoon.

### 5.2.4 Muuttujien lyhenteet ja niiden kuvaukset

Taulukossa 1 on kuvattu tutkimukseen valitut muuttujat tarkemmin. Taulukko ilmaisee myös muuttujista myöhemmässä vaiheessa käytettävät lyhenteet.

**Taulukko 1.** Muuttujien lyhenteet ja kuvaukset.

Muuttuja	Kuvaus
CEOAGE	Toimitusjohtajan ikä vuosina
CEOEXP	Toimitusjohtajan kokemusvuodet senhetkisessä positiossaan
CEOQUAL	Toimitusjohtajan laatu eli kokemuksen ja iän välinen suhde
CHAIRAGE	Hallituksen puheenjohtajan ikä vuosina
CHAIREXP	Hallituksen puheenjohtajan kokemusvuodet senhetkisessä positiossaan
CHAIRQUAL	Hallituksen puheenjohtajan laatu eli kokemuksen ja iän välinen suhde
FCEO	Toimitusjohtajan sukupuolta kuvaava muuttuja (0=mies, 1=nainen)
FCHAIR	Hallituksen puheenjohtajan sukupuolta kuvaava muuttuja (0=mies, 1=nainen)
DUAL	Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisroolia kuvaava muuttuja (0=ei kaksoisroolia, 1=kaksoisrooli)
ROA	Kokonaispääoman tuottoaste eli Return On Assets
Q	Tobinin Q
LEV	Velkavipu eli Financial Leverage
SIZE	Taseen loppusummasta otettu luonnollinen logaritmi

## 6 Tutkimuksen tulokset

Tässä luvussa käsitellään tutkimuksen empiirisiä tuloksia. Luku on jaettu kuuteen alalukuun. Ensimmäinen alaluku käsittelee aineistosta laskettuja tilastollisia tunnuslukuja ja toinen aineiston normaalijakautuneisuutta. Kolmannessa alaluvussa arvioidaan muuttujien välisiä korrelaatioita ja neljännessä esitellään regressioanalyysin tulokset. Viides alaluku analysoi regressioanalyysin tuloksia tarkemmin ja kuudes esittelee tutkimuksen mahdollisia rajoitteita ja puutteita.

### 6.1 Tilastolliset tunnusluvut

Taulukossa 2 on laskettuna muuttujia kuvastavia tilastollisia tunnuslukuja. Tunnusluvut ovat minimiarvo, alakvartiili, mediaani, keskiarvo, yläkvartiili, maksimiarvo sekä keskihajonta. Tunnuslukujen avulla voidaan tehdä päätelmiä tutkimuksessa käytetystä aineistosta.

**Taulukko 2.** Muuttujia kuvastavat tilastolliset tunnusluvut. N = 211.

Muuttuja	Min.	25 %	Med.	Ka	75 %	Maks.	Keskih.
CEOAGE	40	56	59	59,526	63	80	6,403
CEOEXP	1	3	6	8,095	10	48	7,345
CEOQUAL	0,014	0,052	0,098	0,132	0,172	0,615	0,110
CHAIRAGE	46	57	61	61,962	65	92	7,308
CHAIREXP	1	3	6	9,109	11	54	9,557
CHAIRQUAL	0,013	0,051	0,098	0,139	0,169	0,711	0,129
FCEO	0	0	0	0,043	0	1	0,203
FCHAIR	0	0	0	0,028	0	1	0,167
DUAL	0	1	1	0,773	1	1	0,420
ROA	-2,160	3,580	6,840	7,987	11,400	27,630	5,837
Q	0,923	1,279	1,931	2,571	3,029	14,482	1,100
LEV	0,103	0,510	0,672	0,655	0,781	1,243	0,194
SIZE	14,210	16,479	17,316	17,453	18,340	22,043	1,371

Aineistoon valikoituneiden yritysten toimitusjohtajien iän vaihteluväli on 40–80 vuotta, ja hallituksen puheenjohtajilla taas 46–92 vuotta. Keskimääräinen toimitusjohtaja on n.

59,5 vuotta vanha, ja keskimääräinen hallituksen puheenjohtaja hieman vanhempi, n. 62 vuotta vanha. Toimitusjohtajien kokemusvuodet vaihtelivat yhden ja 48:n välillä, siinä missä hallituksen puheenjohtajien kokemusvuodet asettuivat yhden ja 54:n välille. Toimitusjohtajilla kokemusvuosia oli takanaan keskimäärin 8, ja hallituksen puheenjohtajilla keskimäärin 9. Esikuvatutkimuksessa Peni (2014) teki samansuuntaisia havaintoja, sillä hänenkin käyttämässään aineistossa hallituksen puheenjohtajat olivat keskimäärin toimitusjohtajia iäkkäämpiä ja kokeneempia. Tämän tutkielman aineistosta poiketen Peni (2014) raportoi johtohenkilöiden iän ja kokemusvuodet keskimäärin hieman matalamiksi, sillä hänen aineistossaan keskimääräinen toimitusjohtajan ikä oli n. 54 vuotta ja keskimääräinen hallituksen puheenjohtajan ikä n. 57,5 vuotta.

Johtohenkilöiden laatu on laskettu heidän kokemusvuosiensa ja ikänsä välisenä suhdelukuna. Suhdeluku kuvastaa siis sitä, kuinka suuren osan elämästään johtohenkilö on ollut kyseisessä positiossaan. Toimitusjohtajan laadun vaihteluväli on 0,01–0,62 (1–62 %), ja hallituksen puheenjohtajan 0,01–0,71 (1–71 %). Huomattavan pitkään, jopa yli puolet elämästään samassa positiossa olleiden johtohenkilöiden suhteellinen osuus aineistossa on pieni, sillä sekä toimitusjohtajan, että hallituksen puheenjohtajan laadun yläkvartiili on 0,17 (17 %). Keskimääräinen toimitusjohtajan laatu on 0,13 (13 %), ja keskimääräinen hallituksen puheenjohtajan laatu taas 0,14 (14 %). Esikuvatutkimuksessa Peni (2014) raportoi keskimääräiseksi toimitusjohtajan laaduksi 0,12 (12 %) ja hallituksen puheenjohtajan laaduksi 0,17 (17 %).

Naispuolisia johtohenkilöitä aineistossa on merkittävän vähän, sillä naistoimitusjohtajien suhteellinen osuus on 4,3 % ja naispuolisten hallituksen puheenjohtajien suhteellinen osuus keskimäärin 2,8 %. Suurimmassa osassa otokseen valikoituneista yrityksistä toimitusjohtaja ja hallituksen puheenjohtaja olivat sama henkilö. Esikuvatutkimuksessa (Peni, 2014) naispuolisten johtohenkilöiden suhteellinen osuus oli samankaltainen, sillä naistoimitusjohtajien osuudeksi ilmoitettiin 4,2 % ja naispuolisten hallituksen puheenjohtajien osuudeksi 3,7 %.

Kokonaispääoman tuottoasteen (ROA) vaihteluväli aineistossa on -2,16–27,63 %. Yli puolella aineiston yrityksistä kokonaispääoman tuottoaste on tyydyttävällä (5–10 %) tai hyvällä (>10 %) tasolla, sillä muuttujan mediaani on 6,84 %. Keskimääräinen kokonaispääoman tuottoaste on 7,99 %. Tobinin Q:n arvot vaihtelevat välillä 0,92–14,48. Suurimassa osassa aineiston yrityksistä markkina-arvo on tasearvoa suurempi, sillä jo alakvar-tiili saavuttaa arvon 1,28. Keskimääräinen Tobinin Q:n arvo on 2,57. Esikuva-artikkelissa Peni (2014) raportoi keskimääräiseksi kokonaispääoman tuottoasteeksi 6,33 % ja Tobinin Q:n arvoksi 1,68.

Taulukossa on esitetty myös kontrollimuuttujista (SIZE ja LEV) lasketut tunnusluvut.

## 6.2 Aineiston normaalijakautuneisuus

Jotta regressioanalyysin käyttö analyysimenetelmänä olisi mielekästä ja tarkoituksenmu-kaista, selitettävien muuttujien arvojen tulisi noudattaa normaalijakaumaa (Heikkilä, 2014, 2. 235). Kun aineiston jakautuneisuutta tarkasteltiin silmämääräisesti, pystyttiin havaitsemaan, että ROA:n ja Tobinin Q:n arvot eivät noudata normaalijakaumaa, sillä molempien muuttujien jakaumat ovat oikealle vinoja. Muuttujien normaalijakautunei-suutta pyrittiin edistämään poistamalla ns. outlier-havainnot eli muusta aineistosta mer-kittävästi poikkeavat havainnot. Poisto tehtiin silmämääräisen arvion perusteella ja ha-vaintoja poistettiin yhteensä 4 kappaletta. Outlier-havaintojen poisto kuitenkin vaikutti jakaumien muotoon vain jonkin verran.

Muuttujien normaalijakautuneisuus varmistettiin Kolmogorov-Smirnovin testin avulla. Testin tulokset on esitetty taulukossa 3. Testi antoi molempien muuttujien p-arvoiksi <0,010, joten oletus muuttujien normaalijakautuneisuudesta jouduttiin hylkäämään. Tämä on hyvä ottaa huomioon tuloksia tulkittaessa.

**Taulukko 3.** Kolmogorov-Smirnovin testin tulokset.

Muuttuja	Tilastollinen	P-arvo
ROA	0,0973	<0,010
Q	0,2081	<0,010

### 6.3 Muuttujien väliset korrelaatiot

Muuttujien välisiä riippuvuuksia tutkittaessa käytetään usein apuna korrelaatioanalyysia. Yleisin käytetyistä korrelaatiokertoimista on Pearsonin korrelaatiokerroin, joka kuvastaa muuttujien välistä lineaarista riippuvuutta. Lähtökohtaisesti Pearsonin korrelaatiokertoimen käyttö edellyttää välimatka- tai suhdeasteikollisia muuttujia, mutta myös nominaaliasteikon muuttujista muunnettuja dummy-muuttujia voidaan käyttää. (Heikkilä, 2014, s. 192.)

Korrelaatiokerroin voi saada arvoja  $-1:n$  ja  $+1:n$  väliltä. Mitä lähempänä korrelaatiokertoimen arvo on lukua  $-1$  tai  $+1$ , sitä vahvempi muuttujien välinen korrelaatio on. Korrelaatiokertoimen arvo on  $-1$  silloin, kun kaikki hajontakuvion pisteet noudattavat samaa laskevaa suoraa. Vastaavasti korrelaatiokerroin saa arvon  $+1$  silloin, kun kaikki pisteet sijaitsevat samalla nousevalla suoralla. Näin ollen negatiivinen korrelaatio tarkoittaa siis sitä, että muuttujien välillä on negatiivinen yhteys: toisen muuttujan arvon noustessa toisen muuttujan arvo laskee. Positiivinen korrelaatio taas viittaa tilanteeseen, jossa molempien muuttujien arvot nousevat samassa suhteessa. Jos korrelaatiokertoimen arvo on  $0$ , muuttujien välillä ei ole lainkaan lineaarista yhteyttä. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, etteikö muuttujien välillä voisi vallita jokin muunlainen yhteys. (Holopainen & Pulkkinen, 2008, s. 234–235.)

Korrelaatiokerroin saa usein jonkin muun arvon kuin nolla. Korrelaatiokerrointa arvioitaessa täytyy pohtia, milloin erotus nolnaan on riittävän suuri, jotta sen voidaan olettaa johtuvan aidosta riippuvuussuhteesta satunnaisten syisten sijaan. Tämän selvittämiseksi korrelaatiokertoimen arvo voidaan testata. Korrelaatiokertoimen merkitsevyys testataan

laskemalla p-arvo, joka ilmaisee, millä todennäköisyydellä tehdään tulkintavirhe, jos nol-lahypoteesi päätetään hylätä. (Holopainen & Pulkkinen, 2008, s. 242.) Tieteellisessä tut-kimuksessa käytetään tavallisimmin 5 %:n, 1 %:n ja 0,1 %:n merkitsevyytasoja. 5 %:n merkitsevyytasolla p-arvo on 0,05, 1 %:n merkitsevyytasolla 0,01 ja 0,1 %:n merkit-sevyytasolla 0,001. Tässä tutkimuksessa käytetään 5 % merkitsevyytasoa.

Korrelaatiokertoimet esitetään usein korrelaatiomatriisina. Tämän tutkimuksen korre-laatiomatriisi on nähtävillä taulukossa 4. 5 %:n merkitsevyytasolla tilastollisesti merkit-sevät korrelaatiokertoimet on korostettu taulukossa lihavoidulla tekstillä.

#### Taulukko 4. Korrelaatiomatriisi.

Lihavoitu teksti = tilastollisesti merkitsevä 5 %:n merkitsevyytasolla

	CEOAGE (1)	CEOEXP (2)	CEOQUAL (3)	CHAIRAGE (4)	CHAIREXP (5)	CHAIRQUAL (6)	FCEO (7)	FCHAIR (8)	DUAL (9)	ROA (10)	Q (11)	LEV (12)	SIZE (13)
(1)	1	<b>0,464</b>	<b>0,361</b>	<b>0,503</b>	<b>0,219</b>	<b>0,200</b>	-0,120	-0,094	<b>0,213</b>	-0,036	-0,060	-0,001	0,063
(2)		1	<b>0,986</b>	<b>0,170</b>	<b>0,432</b>	<b>0,477</b>	-0,070	-0,022	<b>0,351</b>	-0,038	0,073	-0,037	0,034
(3)			1	0,094	<b>0,412</b>	<b>0,468</b>	-0,071	-0,020	<b>0,363</b>	-0,036	0,106	-0,045	0,019
(4)				1	<b>0,616</b>	<b>0,533</b>	-0,012	-0,073	<b>-0,429</b>	-0,040	-0,126	-0,096	-0,030
(5)					1	<b>0,987</b>	0,007	-0,041	<b>-0,284</b>	-0,075	-0,112	-0,097	0,005
(6)						1	0,015	-0,036	<b>-0,239</b>	-0,073	-0,092	-0,091	0,013
(7)							1	<b>0,669</b>	-0,109	0,084	0,013	0,090	-0,083
(8)								1	0,025	0,053	-0,002	0,118	-0,032
(9)									1	-0,033	0,011	<b>0,148</b>	0,124
(10)										1	<b>0,647</b>	<b>-0,317</b>	<b>-0,480</b>
(11)											1	<b>-0,253</b>	<b>-0,485</b>
(12)												1	<b>0,509</b>
(13)													1

Taulukon 4 korrelaatiomatriisista voidaan havaita, että mikään tutkimuksen selittävistä muuttujista ei korreloi selitettävien muuttujien kanssa tilastollisesti merkitsevästi. Tulokset poikkeavat tutkielman esikuva-artikkelissa esitetystä tuloksista, sillä Peni (2014)

raportoi vähintään 5 %:n merkitsevyydellä tilastollisesti merkitsevän yhteyden useiden tutkimusmuuttujien välillä.

Toimitusjohtajan ominaisuuksia koskevien muuttujien (ikä, kokemus, laatu) ja suorituskyvyn mittareiden osalta korrelaatiomatriisi osoittaa, että korrelaatiokerroin saa vain hyvin pieniä arvoja nollan molemmin puolin, sillä arvot vaihtelevat välillä  $-0,04$ – $0,13$ . Penin (2014) tutkimuksessa toimitusjohtajan iän, kokemuksen, laadun ja ROA:n välillä todettiin tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys. Tobinin Q:n osalta yhteys oli positiivinen kokemuksen ja laadun kohdalla, mutta negatiivinen iän kohdalla. Myös toimitusjohtajan ominaisuuksien ja Tobinin Q:n väliset yhteydet olivat tilastollisesti merkitseviä.

Hallituksen puheenjohtajan ominaisuuksien (ikä, kokemus ja laatu) ja suorituskyvyn mittareiden välillä on korrelaatiomatriisin mukaan negatiivinen yhteys, mutta korrelaatio ei ole tilastollisesti merkitsevä. Arvot vaihtelevat  $-0,13$ :n ja  $-0,04$ :n välillä. Penin (2014) tutkimuksessa hallituksen puheenjohtajan iän ja suorituskyvyn mittareiden väliltä ei havaittu tilastollisesti merkitsevää yhteyttä, kun taas kokemus ja laatu olivat molemmat tilastollisesti merkitsevässä positiivisessa yhteydessä sekä ROA:an että Tobinin Q:hun.

Korrelaatiomatriisiin mukaan johtohenkilön sukupuolen ja taloudellisen suorituskyvyn välillä on muihin ominaisuuksiin verrattuna vielä heikompi yhteys. Naistoimitusjohtajan ja suorituskyvyn väliset korrelaatiot ovat  $0,08$  (ROA) ja  $0,01$  (Tobinin Q), ja naispuolisen hallituksen puheenjohtajan ja suorituskyvyn väliset korrelaatiot  $0,05$  (ROA) ja  $-0,002$  (Tobinin Q). Korrelaatiot eivät ole riittävän vahvoja saavuttaakseen tilastollista merkitsevyyttä. Tulokset ovat osittain esikuva-artikkelin mukaisia, sillä Peni (2014) raportoi naistoimitusjohtajan ja suorituskyvyn välillä matalan positiivisen korrelaation, ja naispuolisen hallituksen puheenjohtajan ja suorituskyvyn väliltä matalan negatiivisen korrelaation. Ainoastaan naispuolisen hallituksen puheenjohtajan ja kokonaispääoman tuotteen (ROA) välillä vallitseva negatiivinen yhteys oli tilastollisesti merkitsevä.



Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisroolin sekä taloudellisen suorituskyvyn välinen yhteys on korrelaatiomatriisin mukaan hyvin pieni, kokonaispääoman tuottoasteen (ROA) osalta -0,03 ja Tobinin Q:n osalta 0,01. Penin (2014) tutkimuksessa kaksoisroolin ja kokonaispääoman tuottoasteen (ROA) välinen korrelaatio oli 0,09 ja tilastollisesti merkitsevä, kun taas kaksoisroolin ja Tobinin Q:n välinen korrelaatio (-0,02) ei saavuttanut tilastollista merkitsevyyttä.

Korrelaatiomatriisista voidaan myös havaita, että selittävien muuttujien välillä on keskinäistä korrelaatiota eli multikollineaarisuutta. Esimerkiksi toimitusjohtajan ikä on tilastollisesti merkitsevässä positiivisessa yhteydessä toimitusjohtajan kokemuksen ja laadun, hallituksen puheenjohtajan iän, kokemuksen ja laadun sekä kaksoisroolin kanssa. Erityisen vahva keskinäinen korrelaatio voidaan havaita johtohenkilöiden kokemuksen ja laadun välillä, sillä sekä toimitusjohtajan että hallituksen puheenjohtajan tapauksessa korrelaatiokertoimet saavuttavat arvon 0,99. Kokemuksen ja laadun välinen vahva korrelaatio on sinänsä ymmärrettävää, koska laatu on laskettu kokemuksen ja iän välisenä suhdelukuna. Multikollineaarisuuden vaikutusta tässä tutkimuksessa pyritään pienentämään muodostamalla aineistosta 4 eri regressiomallia. Aihetta käsitellään tarkemmin luvussa 6.4.

#### 6.4 Regressioanalyysin tulokset

Tämä kappale käsittelee regressioanalyysin tuloksia. Selitettäviä muuttujia on kaksi, joten molemmille muuttujille on suoritettu oma analyysinsä. Koska johtohenkilöiden kokemuksen ja laadun välillä on vahva keskinäinen korrelaatio, myös niitä mittaavat muuttujat on eroteltu omiin malleihinsa. Näin ollen regressiomalleja on yhteensä 4. Havaintojen lukumäärä kaikissa analyyseissa on 211. Regressioanalyysi on suoritettu seuraavalla kaavalla:

$$(4) \quad ROA/Q = A + \beta_1 (\text{Selittävät muuttujat}) + \beta_2 (\text{Kontrollimuuttujat}) + \varepsilon$$

**Taulukko 5.** Regressioanalyysin tulokset.

Lihavoitu teksti = tilastollisesti merkitsevä 5 % merkitsevyystasolla

	Malli 1 ROA	Malli 2 ROA	Malli 3 Q	Malli 4 Q
Vakiotermi	<0,0001 (6,74)	<0,0001 (6,52)	<0,0001 (8,19)	<0,0001 (8,09)
CEOAGE	0,669 (0,43)	0,735 (0,34)	0,998 (0,00)	0,778 (-0,28)
CEOEXP		0,960 (-0,05)		<b>0,011</b> <b>(2,57)</b>
CEOQUAL	0,838 (-0,20)		<b>0,005</b> <b>(2,83)</b>	
CHAIRAGE	0,627 (-0,49)	0,750 (-0,32)	0,206 (-1,27)	0,312 (-1,01)
CHAIREXP		0,476 (-0,71)		0,084 (-1,73)
CHAIRQUAL	0,576 (-0,56)		0,077 (-1,78)	
FCEO	0,515 (0,65)	0,519 (0,65)	0,943 (-0,07)	0,899 (-0,13)
FCHAIR	0,861 (0,18)	0,858 (0,18)	0,802 (-0,25)	0,811 (-0,24)
DUAL	0,937 (0,08)	0,974 (0,03)	0,212 (-1,25)	0,278 (-1,09)
LEV	0,094 (-1,68)	0,096 (-1,67)	0,902 (-0,12)	0,877 (-0,16)
SIZE	<b>&lt;0,0001</b> <b>(-5,76)</b>	<b>&lt;0,0001</b> <b>(-5,76)</b>	<b>&lt;0,0001</b> <b>(-6,74)</b>	<b>&lt;0,0001</b> <b>(-6,76)</b>
R <sup>2</sup>	0,248	0,249	0,287	0,283
Adj. R <sup>2</sup>	0,215	0,216	0,255	0,250
F-arvo	7,40 (p<0,0001)	7,41 (p<0,0001)	8,98 (p<0,0001)	8,79 (p<0,0001)

Regressioanalyysin tulokset on esitelty taulukossa 5. Malleissa 1 ja 2 selitettävänä muuttujana on kokonaispääoman tuottoaste (ROA). Selittävien muuttujien saamien p- ja t-arvojen (suluissa) perusteella voidaan päätellä, että tilastollisen merkitsevyyden tason saavuttaa ainoastaan kontrollimuuttuja taseen loppusummasta otettu luonnollinen logaritmi (SIZE). Mallin 1 selitysaste (R<sup>2</sup>) on 0,248 eli prosenttiluvuksi muutettuna 24,8 %. Tarkennettu selitysaste (Adj. R<sup>2</sup>) on 0,215 eli prosenttiluvuksi muutettuna 21,5 %. F-testin arvo on 7,40 ja näin ollen tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n merkitsevyystasolla. Mallin 2 selitysaste (R<sup>2</sup>) on 0,249 eli prosenttiluvuksi muutettuna 24,9 %. Tarkennettu

selitysaste (Adj.  $R^2$ ) on 0,216 eli prosenttiluvuksi muutettuna 21,6 %. F-testin arvo on 7,41 ja näin ollen tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n merkitsevyystasolla.

Malleissa 3 ja 4 selitettävänä muuttujana on Tobinin Q. Selittävien muuttujien saamien p- ja t-arvojen (suluissa) perusteella voidaan päätellä, että tilastollisen merkitsevyuden tason saavuttavat ainoastaan toimitusjohtajan laatu (CEOQUAL) ja kokemus (CEOEXP) sekä kontrollimuuttuja taseen loppusummasta otettu luonnollinen logaritmi (SIZE). Mallin 3 selitysaste ( $R^2$ ) on 0,287 eli prosenttiluvuksi muutettuna 28,7 %. Tarkennettu selitysaste (Adj.  $R^2$ ) on 0,255 eli prosenttiluvuksi muutettuna 25,5 %. F-testin arvo on 8,98 ja näin ollen tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n merkitsevyystasolla. Mallin 3 selitysaste ( $R^2$ ) on 0,283 eli prosenttiluvuksi muutettuna 28,3 %. Tarkennettu selitysaste (Adj.  $R^2$ ) on 0,250 eli prosenttiluvuksi muutettuna 25,0 %. F-testin arvo on 8,79 ja näin ollen tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n merkitsevyystasolla.

## 6.5 Tulosten analysointi

Luvussa 6.4 esiteltyjen tulosten mukaan regressiomallien selitysasteet ovat kokonaispääoman tuottoasteen (ROA) kohdalla 24,8 % ja 24,9 % sekä Tobinin Q:n kohdalla 28,7 % ja 28,3 %. Tarkennetut selitysasteet ovat vastaavasti 21,5 % ja 21,6 % (ROA) sekä 25,5 % ja 25,0 % (Tobinin Q). Selitysaste mittaa mallin kykyä kuvastaa selitettävän muuttujan vaihtelua, ja toisin sanottuna ilmaisee, kuinka monta prosenttia selitettävän muuttujan arvoista voidaan selittää selittävien muuttujien avulla. Tarkennettu selitysaste ottaa huomioon selittävien muuttujien määrän ja on alkuperäistä selitysastetta korkeampi vain, jos uusi selittävä muuttuja parantaa mallia. Korkean tarkennetun selitysasteen voidaankin ajatella kertovan mallin hyvydestä. (Holopainen & Pulkkinen, 2008, s. 277–278.) Tämän tutkimuksen tulosten osalta voidaan siis päätellä, että mallissa on muuttujia, jotka heikentävät tarkennettua selitysastetta, ja joiden poistaminen mallista saattaisi parantaa tarkennetun selitysasteen saamaa arvoa. Siitäkin huolimatta regressiomallit kykenevät selittämään kokonaispääoman tuottoasteen kohdalla noin viidenneksen ja Tobinin Q:n kohdalla noin neljänneksen selitettävien muuttujien arvoista. Tämän

tutkielman esikuva-artikkelissa Peni (2014) raportoi tarkennetun selitysasteen arvojen olleen välillä 15,3–31,6 %, joten tulosten voidaan todeta olleen samansuuntaisia esikuvatutkimuksen kanssa. Esikuva-artikkelin muuttujat kuitenkin eroavat hieman tähän tutkielmaan valituista muuttujista, joten tulokset eivät ole täysin vertailukelpoisia.

Myös F-testin avulla voidaan arvioida, pystyvätkö regressioanalyysin muuttujat selittämään selitettävien muuttujien vaihtelua. Kyseessä on tilastollinen testi, jonka tulosta voidaan arvioida merkitsevyytasojen avulla. (KvantiMOTV, 2008.) Luvun 6.4 taulukosta 5 voidaan havaita, että mallien F-arvot ovat kokonaispääoman tuottoasteen (ROA) kohdalla 7,40 ja 7,41 sekä Tobinin Q :n kohdalla 8,98 ja 8,79. Kaikki tulokset ovat tilastollisesti merkitseviä. Myös Peni (2014) raportoi esikuvatutkimuksessaan tilastollisesti merkitsevät F-testin tulokset.

Edellä esitellystä huolimatta luvun 6.4 taulukko 5 osoittaa myös, että vain harvojen yksittäisten selittävien muuttujien osalta voidaan havaita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä selitettäviin muuttujiin. Regressiomalleissa 3 ja 4, joissa selitettävänä muuttujana on Tobinin Q, toimitusjohtajan laadulla (CEOQUAL) ja kokemuksella (CEOEXP) voidaan todeta olevan tilastollisesti merkitsevä yhteys selitettävään muuttujaan. Myös kontrollimuuttuja taseen loppusummasta otettu luonnollinen logaritmi (SIZE) on tilastollisesti merkitsevässä yhteydessä Tobinin Q:hun. Kokonaispääoman tuottoasteen (ROA) osalta tilastollisesti merkitsevä tulos saadaan ainoastaan kontrollimuuttujasta SIZE.

Tämän tutkielman esikuvatutkimuksessa Peni (2014) tutki muuttujien välisiä yhteyksiä yhteensä kahdeksan eri regressiomallin avulla, ja hänen saamansa tulokset poikkeavat tässä tutkimuksessa esitellyistä tuloksista. Penin (2014) analyysit osoittivat, että naisedustus toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan tehtävissä oli positiivisessa yhteydessä yrityksen taloudellisen suorituskyvyn kanssa. Johtohenkilön iän Peni (2014) havaitsi olevan negatiivisessa yhteydessä Tobinin Q:hun, mutta positiivisessa yhteydessä kokonaispääoman tuottoasteeseen (ROA). Johtohenkilön kokemuksen ja taloudellisen suorituskyvyn väliltä Peni (2014) havaitsi positiivisen yhteyden. Myös johtohenkilön

laatu oli Penin (2014) tulosten mukaan positiivisessa yhteydessä taloudelliseen suorituskyykyyn. Kokemuksen ja laadun osalta myös tämän tutkimuksen tulokset ovat osittain yhtenäisiä esikuvatutkimuksen kanssa, koska taulukko 5 osoittaa positiivisen yhteyden toimitusjohtajan laadun ja kokemuksen sekä Tobinin Q:n välillä. Toimitusjohtajan ja hallituksen kaksoisroolin Peni (2014) havaitsi olevan niinkään positiivisessa yhteydessä taloudelliseen suorituskyykyyn.

Tulosten tulkinnassa otetaan huomioon myös selittävien muuttujien väliset korrelaatiot eli multikollinearisuus. Taulukkoon 6 on laskettu muuttujien VIF-arvot, jotka kuvastavat multikollinearisuutta. VIF-arvon tulisi olla alle 5 (Holopainen & Pulkkinen, 2008, s.279). Taulukosta 6 voidaan havaita, että kaikki VIF-arvot alittavat arvon 5 jokaisessa regressiomallissa. Tästä voidaan päätellä, että multikollinearisuuden ei pitäisi vaikuttaa negatiivisesti tämän tutkimuksen tulosten tulkintaan.

**Taulukko 6.** Muuttujien VIF-arvot.

Muuttuja	VIF-arvot			
	Malli 1	Malli 2	Malli 3	Malli 4
CEOAGE	2,100	2,292	2,100	2,292
CEOEXP		2,059		2,059
CEOQUAL	2,000		2,000	
CHAIRAGE	2,872	3,232	2,872	3,232
CHAIREXP		2,386		2,386
CHAIRQUAL	2,177		2,177	
FCEO	1,892	1,890	1,892	1,890
FCHAIR	1,857	1,856	1,857	1,856
DUAL	2,081	2,045	2,081	2,045
LEV	1,424	1,424	1,424	1,424
SIZE	1,398	1,396	1,398	1,396

Luvussa 4.5 asetettiin tämän tutkielman tutkimushypoteesit. Hypoteesit käydään läpi yksi kerrallaan ja regressioanalyysin tuloksia arvioidaan suhteessa hypoteeseihin sekä aikaisempiin tutkimustuloksiin, joiden pohjalta hypoteesit on johdettu.

*H1: Naisedustus toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan asemassa vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn.*

Regressioanalyysin tulokset eivät tue oletusta naisedustuksen positiivisesta vaikutuksesta yrityksen taloudelliselle suorituskyvyille, joten tutkimushypoteesi H1 hylätään. Tämän tutkimuksen tulosten mukaan naisedustuksen ja taloudellisen suorituskyvyn välillä ei ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Tulokset poikkeavat useista aikaisemmista tutkimustuloksista (ks. esim. Terjesen ym., 2016; Khan & Vieito, 2013; Liu ym., 2014; Perryman ym., 2016; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). Tässä tutkielmassa esitellyistä aikaisemmista tutkimuksista samankaltaisen tuloksen raportoivat Wang ja Clift (2016).

*H2: Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ikä vaikuttaa negatiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.*

Regressioanalyysin tulokset eivät vahvista ajatusta siitä, että johtohenkilön ikä vaikuttaisi negatiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn, joten tutkimushypoteesi H2 hylätään. Tämän tutkimuksen tulokset eivät osoita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä iän ja suorituskyvyn välillä. Tulokset eriyvät esimerkiksi Waelchlin ja Zellerin (2013), Nguyenin ym. (2018), Belenzonin (2019) ym. sekä Wangin ym. (2016) raportoimista tuloksista. Tämän tutkimuksen kanssa yhteneväisiä tuloksia esittelivät Liu ja Jiang (2020) sekä Eduardo ja Poole (2016).

*H3: Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kokemus vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.*

Regressioanalyysin tulokset osoittavat tilastollisesti merkitsevän positiivisen yhteyden toimitusjohtajan kokemuksen ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välille, kun suorituskykyä mitataan Tobinin Q:lla. Tulos ei kuitenkaan riitä vahvistamaan tutkimushypoteesia, sillä toimitusjohtajan kokemuksen ja kokonaispääoman tuottoasteen (ROA) sekä hallituksen puheenjohtajan kokemuksen ja suorituskyvyn mittareiden väliltä ei havaita vastaavanlaisia tuloksia. Tutkimushypoteesi H3 siis hylätään. Tässä tutkielmassa

esitellyistä aikaisemmista tutkimuksista samankaltaisia tuloksia raportoivat Tejerina-Gaite ja Fernández-Temprano (2021). Aikaisemmat tutkimustulokset ovat olleet vaihtelevia. Livnatin ym. (2021) tutkimuksen tulokset osoittivat kokemuksen ja taloudellisen suorituskyvyn välillä positiivisen yhteyden, Liu ja Jiang (2020) negatiivisen. Sterlingin ja Gillesin (2018) raportoimien tulosten mukaan positiivinen yhteys voitiin havaita vain tiettyyn pisteeseen asti, jonka jälkeen kokemusvuodet alkoivat vaikuttaa suorituskykyyn negatiivisesti.

*H4: Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan laatu vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.*

Regressioanalyysin tulokset osoittavat tilastollisesti merkitsevän positiivisen yhteyden toimitusjohtajan laadun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välille, kun suorituskykyä mitataan Tobinin Q:lla. Tulos ei kuitenkaan riitä vahvistamaan tutkimushypoteesia, sillä toimitusjohtajan laadun ja kokonaispääoman tuottoasteen (ROA) sekä hallituksen puheenjohtajan laadun ja suorituskyvyn mittareiden väliltä ei havaita vastaavanlaisia tuloksia. Näin ollen tutkimushypoteesi H4 hylätään. Tämän tutkielman esikuva-artikkelin lisäksi aihetta olivat tutkineet Bhagat ja Bolton (2008). Tämän tutkimuksen tulokset erivät aikaisemmista tutkimustuloksista, sillä myös he raportoivat johtohenkilön laadun ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn väliltä positiivisen yhteyden.

*H5: Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooli vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.*

Regressioanalyysin tulokset eivät tue ajatusta siitä, että toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooli vaikuttaisi yrityksen suorituskykyyn, joten tutkimushypoteesi H5 hylätään. Tämän tutkimuksen tulokset eivät osoita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä kaksoisroolin ja suorituskyvyn mittareiden välillä. Aikaisemmat tutkimukset ovat raportoineet vaihtelevia tuloksia. Esimerkiksi Chang ym. (2019) osoittivat kaksoisroolin ja suorituskyvyn väliltä positiivisen yhteyden ainoastaan poliittisesti epävarmoissa

olosuhteissa, ja muutoin yhteyttä ei havaittu. Nguyen ym. (2018) havaitsivat kaksoisroolin ja suorituskyvyn välisen positiivisen yhteyden ainoastaan kasvupotentiaalia omaavien toimialojen yrityksillä, mutta ei kypsien toimialojen yrityksillä. Ramdani ja Witteloostuijn (2010) taas raportoivat positiivisen yhteyden ainoastaan suorituskyvyltään keskivertoisissa yrityksissä, mutta ei korkean tai matalan suorituskyvyn yrityksissä.

## 6.6 Tutkimuksen rajoitteet ja puutteet

Tämän tutkimuksen tulosten tulkinnassa tulee ottaa huomioon tiettyjä seikkoja. Regressioanalyysin tarkoituksenmukaisen käytön edellytyksenä on selitettävien muuttujien arvojen normaalijakautuneisuus (Heikkilä, 2014, 2. 235). Tähän tutkimukseen valittujen selitettävien muuttujien normaalijakautuneisuutta selvitettiin aikaisemmin luvussa 6.2., kun muuttujille suoritettiin Kolmogorov-Smirnovin normaalijakautuneisuustesti. Testi osoitti, että selitettävien muuttujien arvot eivät ole normaalijakautuneita.

Tämän tutkimuksen otoskoko olisi voinut olla suurempi, sillä havaintojen määrä oli yhteensä 215. Merkittävä osa alkuperäisen otoksen havainnoista jouduttiin poistamaan yritysten toimialan tai puuttuvien havaintojen vuoksi. Useissa aikaisemmissa tutkimuksissa, joissa raportoitiin tilastollisesti merkitseviä tuloksia, otoskokot olivat suuria, jopa useita tuhansia havaintoja (ks. esim. Peni, 2014; Terjesen ym., 2016; Nguyen ym., 2018; Belenzon ym., 2019; Sterling ja Gilles, 2018).

Regressiomallia voidaan arvioida myös jäännösten jakaumien avulla. Tutkimushavainnoille lasketaan jäännösarvo, joka kuvastaa kyseisen havainnon etäisyyttä regressiomallin antamasta ennusteesta. Mitä pienempi jäännösarvo on, sitä lähempänä havainto on mallin tuottamaa ennustetta. Jotta regressioanalyysin käyttö olisi mielekästä, jäännösten eli residuaalien tulisi noudattaa normaalijakaumaa. (Tähtinen, Jaakkonen & Brorberg, 2020, s. 200–201.) Tämän tutkielman regressiomallien residuaalien jakaumat löytyvät liitteistä 1–4. Kaikissa malleissa jakaumat ovat silmämääräisesti melko samannäköisiä keskenään, sillä ne ovat suhteellisen normaalisti jakautuneita, mutta erittäin huipukkaita



ja hieman oikealle vinoja. Liitteissä 1–4 on esitetty myös mallien kvantiilikuviot eli Q-Q-kuviot. Kvantiilikuvion arvojen tulisi olla suurin piirtein samalla suoralla. Kuvioista voidaan havaita, että ROA-malleissa Q-Q-kuvio on hieman suurempi kuin Tobinin Q-malleissa. Kaikissa kuvioissa häntien taipuminen ylöspäin viittaa jo edellä mainittuun jakaumien huipukkuuteen.

## 7 Yhteenveto ja johtopäätökset

Tämän tutkielman tarkoituksena oli perehtyä toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ominaisuuksien vaikutukseen yrityksen suorituskyvylle. Tutkielman esikuvatutkimuksena toimi Penin (2014) tutkimus, jossa selvitettiin toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan iän, sukupuolen, kokemuksen ja laadun sekä kaksoisroolin vaikutusta yrityksen suorituskyvylle. Tutkielman teoriaosuudessa käsiteltiin yrityksen ylimmän johdon muodostumista ja velvoitteita suomalaisessa kontekstissa sekä yrityksen suorituskykyä erityisesti taloudellisesta näkökulmasta. Teoriaosuus sisälsi myös kirjallisuuskatsauksen aiheesta aikaisemmin tehtyyn empiiriseen tutkimukseen.

Tutkielman alussa perehdyttiin muun muassa yrityksen ylimmän johdon muodostumiseen ja velvoitteisiin suomalaisessa kontekstissa. Osakeyhtiön ainoa pakollinen toimielin, hallitus, vastaa yrityksen hallinnosta ja toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä sekä kirjanpidon ja varainhoidon valvonnan järjestämisestä. Mikäli hallituksessa on enemmän kuin yksi jäsen, sille tulee valita puheenjohtaja. (OYL 624/2006.) Hallituksen puheenjohtaja toimii vastuullisessa asemassa ja hän esimerkiksi organisoii hallitustyötä, tukee toimitusjohtajaa työssään ja edustaa yhtiötä muille sidosryhmille (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020). Hallitus voi valita yritykselle myös toimitusjohtajan hoitamaan yhtiön juoksevaa hallintoa ohjeidensa ja määräystensä mukaisesti (OYL 624/2006). Toimitusjohtajan työhön kuuluu käytännössä yrityksen toiminnan organisointi (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2020).

Tutkielmassa tarkasteltiin myös yrityksen suorituskykyä sekä yleisellä tasolla, että taloudellisesta näkökulmasta. Yrityksen suorituskyky voidaan määritellä ”sen kyvyksi saada aikaan tuotoksia asetetuilla ulottuvuuksilla suhteessa asetettuihin tavoitteisiin” (Laitinen, 1998, s. 279). Suorituskykyä voidaan arvioida joko suoritusten onnistuneisuuden tai yrityksen toimintakyvyn ja tavoitteiden saavuttamisen kautta (Ukko ym. 2007, s. 3). Yrityksen taloudellista suorituskykyä lähestytään tyypillisesti tilinpäätösanalyysistä käsin esimerkiksi laskemalla ja tulkitsemalla taloudellisia tunnuslukuja. Taloudellinen

toimintakyky voidaan jakaa kannattavuuteen, maksuvalmiuteen ja vakavaraisuuteen ja näitä jokaista arvioida tiettyjen tunnuslukujen avulla (Leppiniemi ym., 2021).

Tutkielmassa perehdyttiin myös aikaisempaan tutkimuskirjallisuuteen koskien johtohenkilöiden ominaisuuksien vaikutusta yrityksen suorituskyvylle. Useimmissa sukupuolen moninaisuutta selvittävässä tutkimuksissa naisedustuksella todettiin olevan positiivinen vaikutus yrityksen suorituskyvylle. Positiivisen vaikutuksen syyksi esitettiin muun muassa naisjäsenten myötä lisääntyvää diversiteettiä keskustelussa ja mielipiteissä sekä hallituksen monipuolistumisesta aiheutuvaa objektiivisuuden ja kriittisyyden lisääntymistä (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). Eräässä tutkimuksessa havaittiin myös, että naishallitusjäsenten määrän kasvaessa heidän positiivinen vaikutuksensa vahvistuu (Liu ym. 2014). Naisjäsenten positiivisen vaikutuksen perusteella todettiin esimerkiksi, että sukupuolen moninaisuus tulisi nostaa suosituksiksi hallinnointikoodeihin kansainvälisesti (Terjesen ym., 2016). Negatiivinen yhteys suorituskykyyn havaittiin tilanteessa, jossa hallitusjäsenille asetettiin sukupuolikiintiö lainsäädännön keinoin (Ahern & Dittmar, 2012).

Johtohenkilön iän ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välisestä yhteydestä voidaan todeta saadun vaihtelevia tuloksia. Useissa tutkimuksissa raportoitiin negatiivinen yhteys johtohenkilön iän ja suorituskyvyn välillä (ks esim. Waelchli & Zeller, 2013; Nguyen ym., 2018), mutta iän ja yrityksen selviämistodennäköisyyden välillä havaittiin positiivinen yhteys (Belenzon ym., 2019). Tutkijat uskovat tuloksen johtuvan siitä, että johtohenkilön riskinotto vähenee ikääntymisen myötä. Negatiivista yhteyttä suorituskykyyn selitettiin esimerkiksi ikääntymisen myötä tapahtuvalla kognitiivisten taitojen heikkenemisellä ja motivaation laskulla (Waelchli & Zeller, 2013) sekä muutosvastaisuudella (Nguyen ym., 2018). Eräs tutkimus raportoi myös positiivisen yhteyden iän ja suorituskyvyn välillä, ja tulosten uskottiin johtuvan iäkkäämpien johtohenkilöiden paremmasta legitimitteetistä, vahvemmissa verkostoista sekä paremmasta pääsystä yritykselle tärkeisiin resursseihin (Wang ym., 2016).

Myös johtohenkilön kokemuksen ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä selvittäneet tutkimukset päätyivät vaihteleviin tuloksiin. Esimerkiksi Sterling ja Gilles (2018) havaitsivat tutkimuksessaan, että tiettyyn pisteeseen saakka kokemuksen vaikutus on positiivinen, mutta kääntyy sitten negatiiviseksi. McClelland ym. (2012) taas toteivat, että kypsillä toimialoilla yhteyttä ei havaittu, mutta dynaamisilla toimialoilla kokemuksen vaikutus oli negatiivinen. Negatiivisten yhteyksien uskottiin johtuvan esimerkiksi ajan myötä tapahtuvasta itsenäisyyden vähenemisestä ja enemmistön mielipiteeseen mukautumisesta (Tejerina-Gaite & Fernández-Temprano, 2021) tai ajan myötä tapahtuvasta osaamisen ”vanhenemisestä” (McClelland ym., 2012). Johtohenkilön laadun ja suorituskyvyn välistä yhteyttä ei tähän tutkimukseen valitulla asemalla ole tutkittu vielä kovin paljoa, mutta saadut tulokset osoittivat laadun ja suorituskyvyn välillä olevan positiivinen yhteys (Bhagat & Bolton, 2008; Peni, 2014).

Johtohenkilön kaksoisroolin ja taloudellisen suorituskyvyn välisestä yhteydestä voitiin havaita sekä agenttiteoriaa, että stewardship-teoriaa tukevia tuloksia. Kaksoisroolista raportoitiin olevan hyötyä erityisesti yrityksen kohtaamassa shokkitilanteessa, ja tutkijat uskovat sen johtuvan kaksoisroolissa toimivan johtajan mahdollisuudesta reagoida nopeasti ympäristön muutoksiin (Yang & Zhao, 2014; Chang ym., 2019).

Aikaisempien tutkimustulosten pohjalta tähän tutkimukseen johdettiin viisi tutkimushypoteesia:

*H1: Naisedustus toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan asemassa vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.*

*H2: Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ikä vaikuttaa negatiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.*

*H3: Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kokemus vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.*

*H4: Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan laatu vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn.*

*H5: Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooli vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn.*

Tutkimushypoteeseja testattiin tilastollisen tutkimuksen keinoin tutkielman esikuva-artikkelia (Peni, 2014) mukailten. Tutkimusaineistoksi valittiin yhdysvaltalaiset S&P500 -indeksin mukaiset yhtiöt. Aineisto haettiin ExeComp- sekä Datastream -tietokannoista vuodelta 2021. Lopullisen aineiston muodostamiseksi otannasta poistettiin rahoitus- ja vakuutuslalla toimivat yhtiöt sekä ne yhtiöt, joista ei ollut saatavilla kaikkia muuttujia varten tarvittavia tietoja. Tutkimuksen selittäviksi muuttujiksi valittiin toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ikä, sukupuoli, kokemus, laatu sekä kaksoisrooli. Selitettäviksi muuttujiksi valittiin kokonaispääoman tuottoaste (ROA) ja Tobinin Q. Kontrollimuuttujina oli yrityksen velkavipu sekä taseen loppusummasta otettu luonnollinen logaritmi.

Aineistoa kuvailtiin keski- ja hajontalukujen sekä korrelaatioanalyysin avulla. Varsinaisena tutkimusmenetelmänä käytettiin lineaarista regressioanalyysia. Analyysin onnistuneisuutta arvioitiin Kolmogorov-Smirnovin testin, selitysasteiden, F-testin, VIF-arvojen sekä jäännösarvojen jakaumien avulla. Muuttujien väliset yhteydet eivät olleet tilastollisesti merkitseviä lukuun ottamatta toimitusjohtajan kokemuksen ja toimitusjohtajan laadun sekä kokonaispääoman tuottoasteen (ROA) välillä vallitsevaa positiivista yhteyttä. Tämän ei kuitenkaan katsottu riittävän tutkimushypoteesin hyväksymiseksi, sillä vastaavanlaisia yhteyksiä ei havaittu toimitusjohtajan laadun ja Tobinin Q:n tai hallituksen puheenjohtajan laadun ja suorituskyyvyn mittareiden välillä. Regressioanalyysin tulokset eivät siis tukeneet asetettuja tutkimushypoteeseja, ja näin ollen kaikki viisi hypoteesia hylättiin.

Vaikka regressioanalyysin tulokset eivät tukeneet asetettuja tutkimushypoteeseja, tulok-  
sista voidaan silti vetää johtopäätöksiä. Tulosten voidaan tulkita viittaavan siihen, että  
tässä tutkimuksessa käsitellyillä ominaisuuksilla ei yksittäin ole vaikutusta yrityksen suo-  
rituskyvylle. Tämän tutkimuksen tulokset toimivat vahvistuksena niille aikaisemmille tut-  
kimuksille, joissa on raportoitu vastaavanlaisia tuloksia. Tulosten voidaan ajatella vahvis-  
tavan käsitystä siitä, että hallitusta muodostettaessa ja toimitusjohtajaa valittaessa tässä  
tutkimuksessa käsitellyjä ominaisuuksia ei olisi tarpeen ottaa huomioon johtohenkilöi-  
den valinnassa. Tulokset viittaavat myös siihen, että pakottavaa lainsäädäntöä esimer-  
kiksi sukupuolikiintiöitä, toimikausien pituutta tai kaksoisroolia koskien ei olisi tarpeen  
säätää yritysten suorituskvyn edistämisen vuoksi.

Johtohenkilöiden ominaisuuksien ja yrityksen suorituskvyn välinen yhteys tutkimusai-  
heena lienee ajankohtainen tulevaisuudessakin, sillä yhteiskunnalliset muutokset tuovat  
mukanaan odotuksia myös yritysten toiminnalle. Aiheesta tarvitaan vielä lisätutkimusta  
aikaisempien tulosten ristiriitaisuuden vuoksi. Aihetta olisi tärkeää tutkia pidemmältä ai-  
kajaksolta tai eri vuosilta, jolloin voitaisiin arvioida tulosten ajallisia muutoksia. Otan-  
nassa voitaisiin huomioida maantieteellinen hajauttaminen, jolloin kulttuuristen tekijöi-  
den vaikutusta voitaisiin arvioida tarkemmin. Tutkimusaihetta voitaisiin myös laajentaa  
joko tutkimalla joitakin muita johtohenkilöiden ominaisuuksia tai valitsemalla jokin muu  
kuin taloudellinen näkökulma yrityksen toimintaan.

## Lähteet

- Adams, R. B. & Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291–309. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Adams, S. M. & Flynn, P. M. (2005). Local Knowledge Advances Women's Access to Corporate Boards. *Corporate Governance*, 13:6, 836–846. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1111/j.1467-8683.2005.00474.x>
- Ahern, K. & Dittmar, A. (2012). The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation. *The Quarterly Journal of Economics*, 127:1, 137–197. <http://www.jstor.org/stable/41337208>
- Arvopaperimarkkinayhdistys, (2020). Hallinnointikoodi. Noudettu 22.3.2021 osoitteesta <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf>
- Belenzon, S., Shamsur, A. & Zarutskie, R. (2019). CEO's Age and the Performance of Closely Held Firms. *Strategic Management Journal*, 40:6, 917–944. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1002/smj.3003>
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169–1208. <http://www.jstor.org/stable/25053937>
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Brammer, S., Millington, A. & Pavelin, S. (2007). Gender and Ethnic Diversity Among UK Corporate Boards. *Corporate Governance*, 15:2, 393–403. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1111/j.1467-8683.2007.00569.x>
- Byrd, J., Parrino, R. & Pritsch, G. (1998). Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value. *Financial Analysts Journal*, 54:3, 14-30. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.2469/faj.v54.n3.2177>

- Campbell, K., Mínguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83, 435–451. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1007/s10551-007-9630-y>
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2010). Female Board Appointments and Firm Valuation: Short and Long-Term Effects. *Journal of Management and Governance*, 14:1, 37–59. <http://dx.doi.org.proxy.uwasa.fi/10.1007/s10997-009-9092-y>
- Chang, K., Lee, J. & Shim, H. (2019). CEO Duality and Firm Performance: Does Economic Policy Uncertainty Mediate the Relation? *International Review of Finance*, 19:4, 877–891. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1111/irfi.12193>
- Cline, B. N. & Yore, A. S. (2016). Silverback CEOs: Age, Experience, and Firm Value. *Journal of Empirical Finance*, 35, 169–188. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1016/j.jempfin.2015.11.002>
- Coles, J. W. & Hesterly, W. S. (2000). Independence of the Chairman and Board Composition: Firm Choices and Shareholder Value. *Journal of Management*, 26:2, 195–214. doi:10.1177/014920630002600202
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management. The Academy of Management Review*, 22:1, 20–47. <https://www.proquest.com/scholarly-journals/toward-stewardship-theory-management/docview/210975871/se-2?accountid=14797>
- De Andres, P. & Vallelado, E. (2008). Corporate Governance in Banking: The Role of the Board of Directors. *Journal of Banking & Finance*, 32:12, 2570–2580. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.05.008>
- Duru, A., Iyengar, R. J. & Zampelli E. M. (2016). The Dynamic Relationship Between CEO Duality and Firm Performance: The Moderating Role of Board Independence. *Journal of Business Research*, 69, 4269–4277. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1016/j.jbusres.2016.04.001>
- Eduardo, M., & Boole, P. (2016). CEO Age and Gender: Subsequent Market Performance. *Cogent Business & Management*, 3:1. <http://dx.doi.org.proxy.uwasa.fi/10.1080/23311975.2016.1146389>



- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1996). *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*. South-Western Publishing.
- Fombrun, C. J. (2006). Corporate Governance. *Corporate Reputation Review*, 8:4, 267–271. <https://search-proquest-com.proxy.uwasa.fi/scholarly-journals/corporate-governance/docview/231534205/se-2?accountid=14797>
- Gibbons, R., & Murphy, K. J. (1992). Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence. *Journal of Political Economy*, 100:3, 468–505. <http://www.jstor.org/stable/2138728>
- Hambrick, D. C., Cho, T. S., & Ming-Jer Chen. (1996). The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms' Competitive Moves. *Administrative Science Quarterly*, 41:4, 659–684. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.2307/2393871>
- Heikkilä, T. (2014). *Tilastollinen tutkimus* (9. painos). Edita Publishing Oy.
- Holopainen, M. & Pulkinen, J. (2008). *Tilastolliset menetelmät* (5. painos). WSOY Oppimateriaalit Oy.
- Ikäheimo, S., Malmi, T. & Walden, R. (2019). *Yrityksen laskentatoimi*. Alma Talent.
- Iturriaga, F., & Rodríguez, I. M. (2014). Boards of directors and firm performance: the effect of multiple directorships/Consejos de administración y performance de la empresa: efecto de la pertenencia a múltiples consejos. *Revista Española De Financiación y Contabilidad*, 43:2, 177–192. <https://www.proquest.com/scholarly-journals/boards-directors-firm-performance-effect-multiple/docview/1640724236/se-2?accountid=14797>
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3:4, 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). Corporate Governance and Board Composition: Diversity and Independence of Australian Boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15:2, 194–207. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1111/j.1467-8683.2007.00554.x>
- Keskuskaupakamari, (2019). Toimiiko hyvä hallinnointi ja avoimuus pörssiyrityksissä: Kaupakamarin Corporate Governance -selvitys 2019. Noudettu 22.3.2021

- osoitteesta <https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2020/05/cg-selvitys-2019-1.pdf>
- Khan, W. A. & Vieito, J. P. (2013). CEO Gender and Firm Performance. *Journal of Economics and Business*, 67, 55–66. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1016/j.jeconbus.2013.01.003>
- KvantiMOTV. (2008). *Regressioanalyysi*. <https://www.fsd.tuni.fi/metelmaopetus/regressio/analyysi.html>
- Laitinen, E. K. (1998). *Yritystoiminnan uudet mittarit*. Kauppakaari.
- Leppiniemi, J., Leppiniemi, R. & Kisanlahti, T. (2021). *Tilinpäätöksen tulkinta*. Alma Talent Oy.
- Leppiniemi, J. & Kyykkänen, T. (2019). *Kirjanpito, tilinpäätös ja tilinpäätöksen tulkinta*. Alma Talent Oy.
- Liu, C. & Jiang, H. (2020). Impact of CEO Characteristics on Firm Performance: evidence from China listed firms. *Applied Economics Letters*, 27:14, 1–5. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1080/13504851.2019.1607965>
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014) Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 28, 169-184. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016>
- Livnat, J., Smith, G., Suslava, K., & Tarlie, M. (2021). Board Tenure and Firm Performance. *Global Finance Journal*, 47, 1–15. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1016/j.gfj.2020.100535>
- McClelland, P., Barker III, V. & Oh, W. (2012). CEO Career Horizon and Tenure: Future Performance Implications Under Different Contingencies. *Journal of Business Research*, 65, 1387–1393. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1016/j.jbusres.2011.09.003>
- Monks, R. A. G. & Minow, N. (2011). *Corporate Governance*. Wiley.
- MOT-Sanakirjat, (2021). Noudettu 5.4.2021 osoitteesta <https://www-sanakirja-fi.proxy.uwasa.fi/>

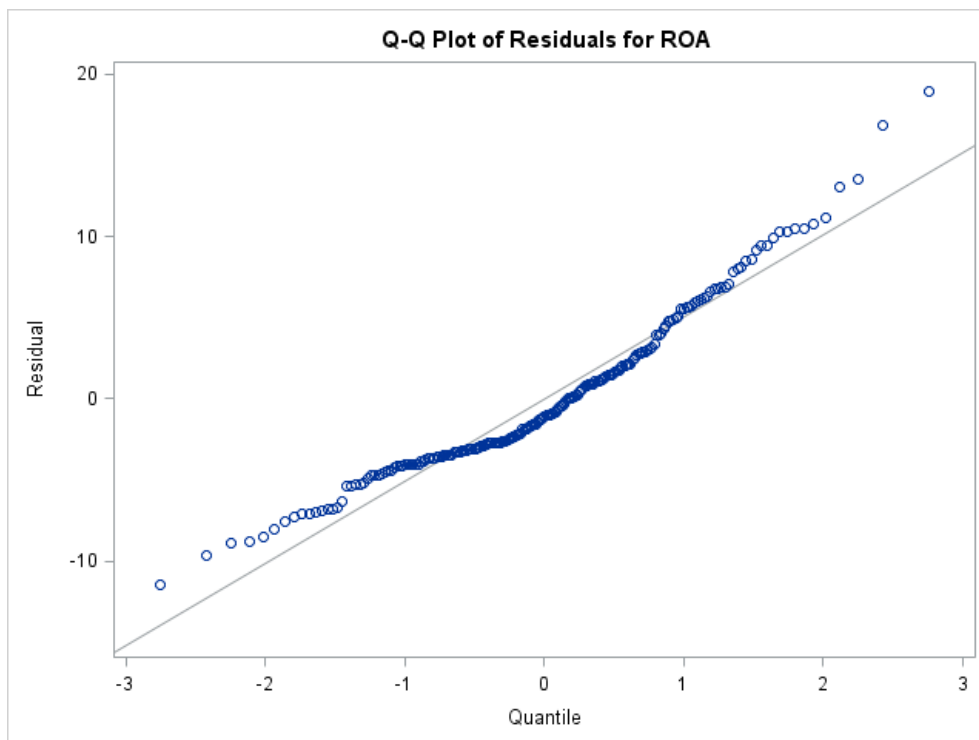
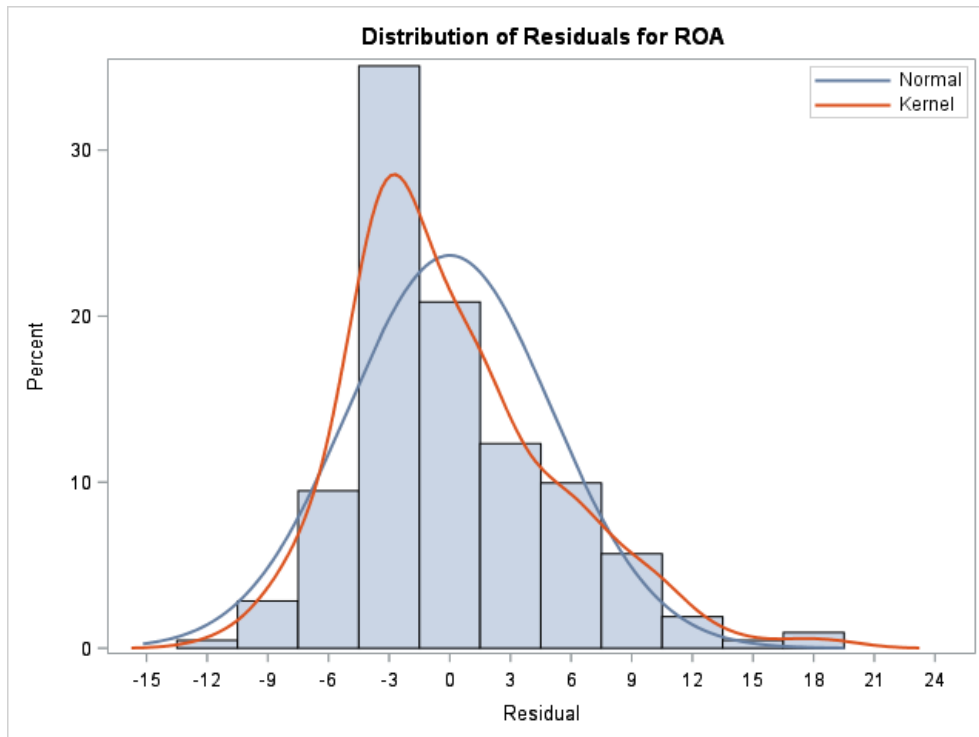
- Nguyen, P., Rahman, N. & Zhao, R. (2018). CEO Characteristics and Firm Valuation: A Quantile Regression Analysis. *Journal of Management and Governance*, 22, 133–151. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1007/s10997-017-9383-7>
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson Characteristics and Firm Performance. *Journal of Management & Governance*, 18, 185–205. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1007/s10997-012-9224-7>
- Perryman, A. A., Fernando G. D. & Tripathy, A. (2016). Do Gender Differences Persist? An Examination of Gender Diversity on Firm Performance, Risk, and Executive Compensation. *Journal of Business Research*, 69:2, 579–586. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1016/j.jbusres.2015.05.013>
- Post, C. & Byron, K. (2015). Women on Boards and Firm Financial Performance: A Meta-Analysis. *Academy of Management Journal*, 58:5, 1546–1571. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.5465/amj.2013.0319>
- Pucheta-Martínez, M. C. & Gallego-Álvarez, I. (2020). Do Board Characteristics Drive Firm Performance? An International Perspective. *Review of Managerial Science*, 14, 1251–1297. <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00330-x>
- Ramdani, D., & Witteloostuijn, A. van. (2010). The Impact of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: A Quantile Regression Analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea, and Thailand. *British Journal of Management*, 21:3, 607–627. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1111/j.1467-8551.2010.00708.x>
- Rose, C. (2007). Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15: 404–413. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1111/j.1467-8683.2007.00570.x>
- Rosener, J. B. (1995). *America's Competitive Secret: Utilizing Women as a Management Strategy*. Oxford University Press.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52:2, 737–783. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.2307/2329497>
- Sterling, H. & Gilles, H. (2018). Zombie Board: Board Tenure and Firm Performance. *Journal of Accounting Research*, 56:4, 1285–1329. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1111/1475-679X.12209>

- Tejerina-Gaite, F.A., & Fernández-Temprano, M.A. (2021). The influence of board experience on firm performance: does the director's role matter? *Journal of Management and Governance*, 25, 685–705. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1007/s10997-020-09520-2>
- Terjesen, S., Couto, E. B. & Francisco, P. M. (2016). Does the Presence of Independent and Female Directors Impact Firm Performance? A Multi-Country Study of Board Diversity. *Journal of Management & Governance*, 20, 447–483. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1007/s10997-014-9307-8>
- Tähtinen, J., Laakkonen, E. & Broberg, M. (2020). *Tilastollisen aineiston käsittelyn ja tulokinnan perusteita* (2. uudistettu painos). Turun yliopiston kasvatustieteiden laitos. <https://urn.fi/URN:ISBN:978-951-29-8091-8>
- Uhlaner, L., Wright, M. & Huse, M. (2007). Private Firms and Corporate Governance: An Integrated Economic and Management Perspective. *Small Business Economics*, 29, 225–241. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1007/s11187-006-9032-z>
- Ukko, J., Karhu, J., Pekkola, S., Rantanen, H. & Tenhunen, J. (2007) *Suorituskyky nousuun! Hyödynnä henkilöstösi osaaminen*. Työministeriö.
- Van Slyke, D. M. (2007). Agents or Stewards: Using Theory to Understand the Government-Nonprofit Social Service Contracting Relationship. *Journal of Public Administration Research & Theory*, 17:2, 157–187.
- Veranen, J. (1988). *Omistajat yrityksen menestystekijänä*. Weilin+Göös.
- Waelchli, U. & Zeller, J. (2013). Old Captains at the Helm: Chairman Age and Firm Performance. *Journal of Banking & Finance*, 37, 1612–1628. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1016/j.jbankfin.2012.12.012>
- Wang, G., Holmes Jr, R. M., Oh, I., Zhu, W. (2016). Do CEO's Matter to Firm Strategic Actions and Firm Performance? A Meta-Analytic Investigation Based on Upper Echelons Theory. *Personnel Psychology*, 69:4, 775–862. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1111/peps.12140>
- Wang, Y. & Clift, B. (2009). Is There a “Business Case” for Board Diversity? *Pacific Accounting Review*, 21:2, 88–103. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1108/01140580911002044>

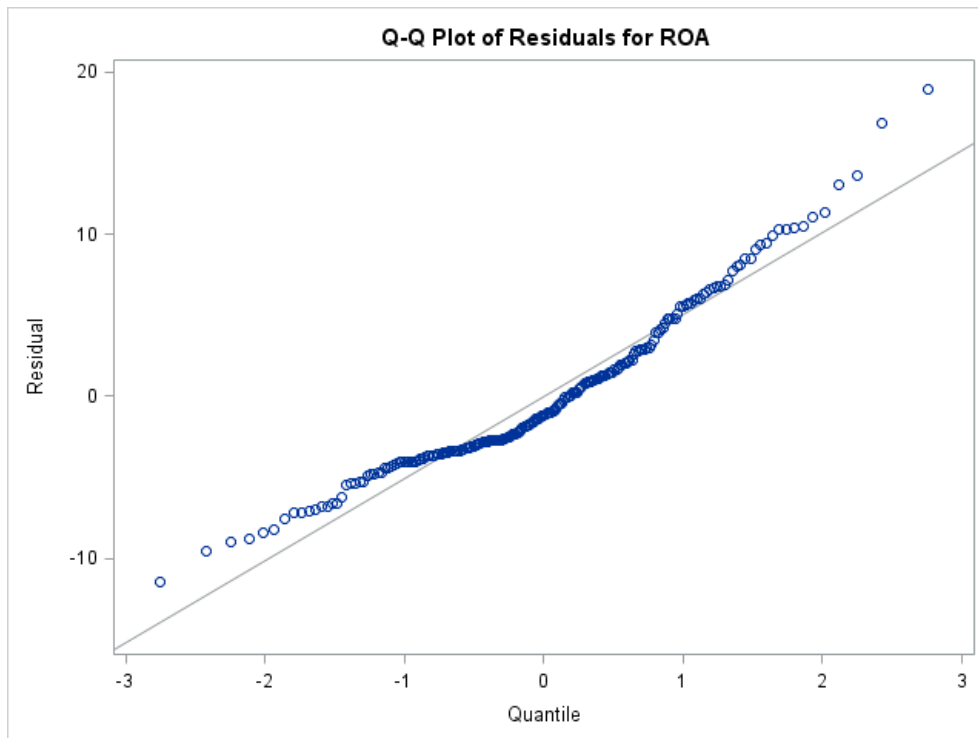
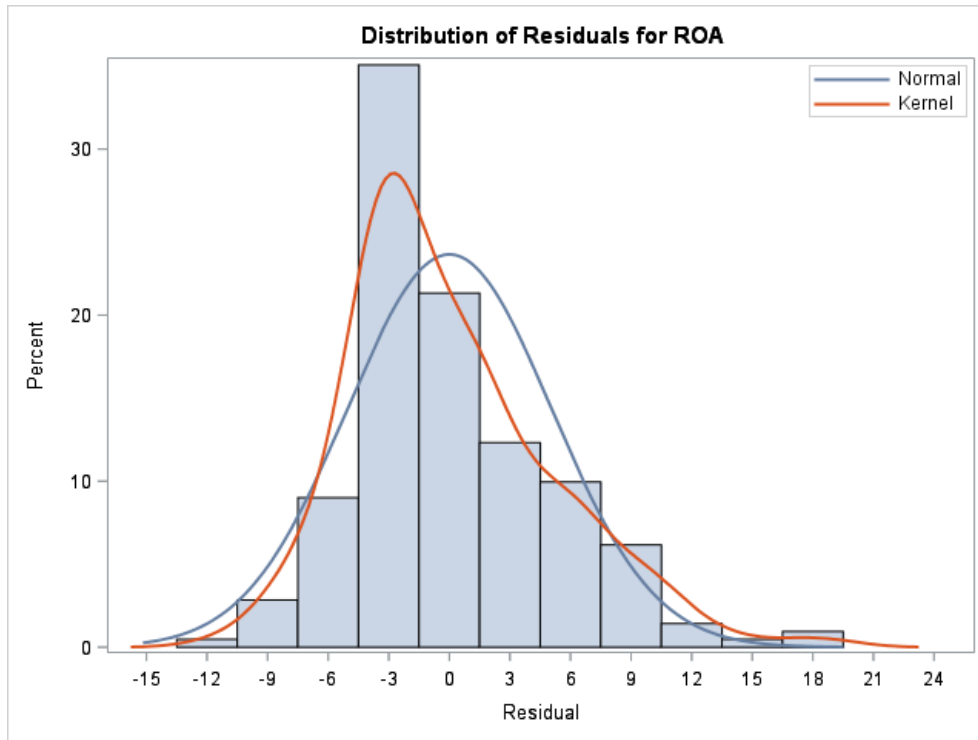
- Yang, T. & Zhao, S. (2014). CEO Duality and Firm Performance: Evidence from an Exogenous Shock to the Competitive Environment. *Journal of Banking and Finance*, 49, 534–552. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1016/j.jbankfin.2014.04.008>
- Yritystutkimus ry. (2017). *Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi* (10. painos). Gaudeamus Helsinki University Press. [http://yritystutkimusry.fi/wp-content/uploads/2021/04/Yritystutkimuksen\\_Tilinpaatosanalyysi.pdf](http://yritystutkimusry.fi/wp-content/uploads/2021/04/Yritystutkimuksen_Tilinpaatosanalyysi.pdf)

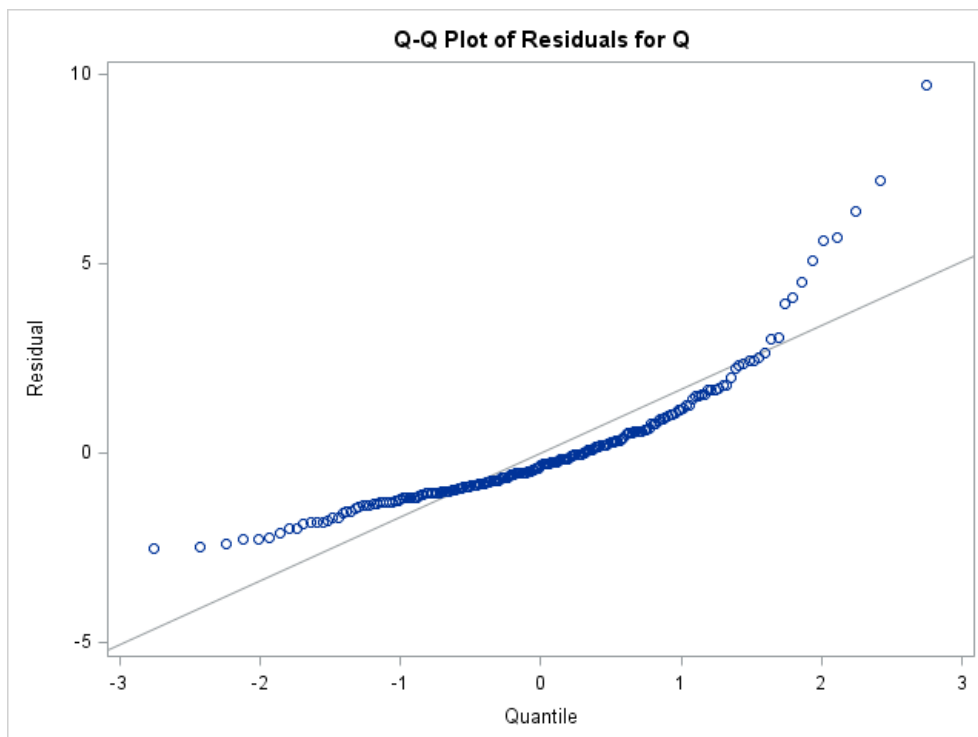
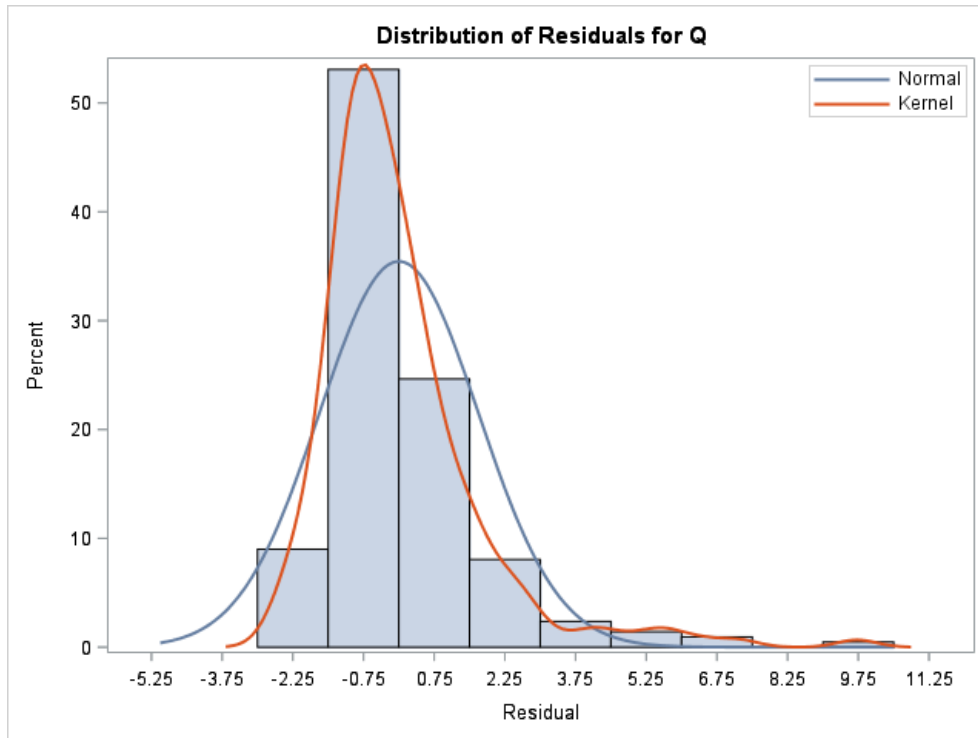
## Liitteet

### Liite 1. Residuaalit malli 1



## Liite 2. Residuaalit malli 2



**Liite 3. Residuaalit malli 3**



**Liite 4. Residuaalit malli 4**