



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Carine Flocco

Hallitustyöskentelyn vaikutus yrityksen kannattavuuteen

Corporate governance näkökulma

Laskentatoimen ja rahoituksen
akateeminen yksikkö
Laskentatoimi ja tilintarkastus
Pro gradu tutkielma
Kauppatieteiden maisterioh-
jelma

Vaasa 2024

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Carine Flocco		
Tutkielman nimi:	Hallitustyöskentelyn vaikutus yrityksen kannattavuuteen: Corporate governance näkökulma		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Oppiaine:	Laskentatoimi ja tilintarkastus		
Työn ohjaaja:	Mika Ylinen		
Valmistumisvuosi:	2024	Sivumäärä:	67

TIIVISTELMÄ :

Tämän pro gradu -tutkielman tarkoituksena on tutkia, onko tehokkaalla hallitustyöskentelyllä vaikutusta yrityksen kannattavuuteen. Hallituksen tehokkuus voi riippua hallituksen kokoonpanosta ja toimintakyvystä vaikuttaa yrityksen tuloksiin ja tavoitteisiin. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, onko hallituksen elementeillä vaikutusta yrityksen tulokseen. Tutkittaviksi hallituselementeiksi valikoitui tähän tutkielmaan hallituksen koko, sukupuolen monimuotoisuus, hallituksen ja toimitusjohtajan riippumattomuus ja pidettyjen kokousten määrä. Yrityksen taloudellista menestystä mitataan oman pääoman ja kokonaispääoman tuotto prosentilla ja Tobinin q-luvulla.

Tämä tutkielma on kvantitatiivinen tutkimus ja tutkimusaineistona on käytetty kansainvälistä dataa riittävien havaintojen saamiseksi. Tähän valittiin Yhdysvaltojen S&P 500 indeksiin kuuluvat pörssiyritykset. Lopulliseen otokseen valikoitui 403 eri alojen ja kokoluokkien yritystä. Valituista yrityksistä haluttiin dataa riittävän pitkältä ja vertailukelpoiselta aikaväliltä ja dataa onkin haettu vuosilta 2017–2022. Aineisto saatiin Vaasan yliopiston Asset4 tietokannasta. Aineistoa kuvaillaan kuvailevien tunnuslukujen ja korrelaatiomatriisin avulla. Tutkimusmenetelmänä käytettiin lineaarista regressiota ja saatujen tulosten analysoinnissa on käytetty regressioanalyysijä, jotka on toteutettu SAS Enterprise Guide 7.1-ohjelmalla.

Tutkielman teoreettinen viitekehys koostuu kolmen kappaleen laajuisesta teoriaosuudesta. Teoriaosuudessa käsitellään corporate governancen taustaa ja viitekehystä ja kerrotaan esimerkein aiheesta sekä Suomessa että maailmalla. Tutkielmassa on esitelty viisi keskeisintä yrityksen corporate governance eli hallinnointi- ja ohjausteoriaa. Ne ovat agenttiteoria, sidoryhmäteoria, taloudenhoitajateoria, transaktiokustannusteoria ja resurssiperusteinen teoria. Tässä tutkielmassa käytetään yleisesti englanninkielistä nimitystä corporate governance. Se tarkoittaa vapaasti käännettynä tapoja ja käytäntöjä, joilla ohjataan, organisoidaan ja valvotaan yritystä. Toisin sanoen se tarkoittaa hyvää hallinnointitapaa. Hyviä corporate governance toimintaperiaatteita yritykselle ovat vastuullisuus, läpinäkyvyys, oikeudenmukaisuus ja riippumattomuus. Teoriaosuudessa kuvaillaan myös hallituselementtejä. Eniten niistä painotetaan hallituksen sukupuolijakauman moninaisuuden käsittelyä ja aiheesta julkaistujen tutkimusten esittelyä aiheen saaman huomion ja ajankohtaisuuden vuoksi.

Tutkimustuloksista saadaan selville, että ainoastaan hallituksen monimuotoisuudella oli lieviä positiivisia vaikutuksia yrityksen kannattavuuteen. Hallituksen muilla ominaisuuksilla, kuten koolla, riippumattomuudella ja kokousten määrällä ei ollut merkittävää vaikutusta yrityksen kannattavuuteen tai niiden merkitys oli negatiivinen.

AVAINSANAT: Corporate governance, hallitus, hallinnointi- ja ohjausteoriat, agenttiteoria, tehokas hallitustyöskentely

Sisällys

1	Johdanto	5
1.1	Tutkimuksen tausta ja merkitys	5
1.2	Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset	6
1.3	Tutkimuksen rakenne	7
2	Corporate Governance	8
2.1	Corporate governance taustaa	9
2.2	Corporate governancen viitekehys	10
2.3	Corporate governance maailmalla	13
2.4	Corporate governance Suomessa	20
3	Yrityksen hallinnointi- ja ohjausteoriat	22
3.1	Agenttiteoria	22
3.2	Sidosryhmäteoria	23
3.3	Taloudenhoitajateoria (stewardship theory)	24
3.4	Transaktiokustannusteoria	24
3.5	Resurssiperusteinen teoria	24
4	Hallitustyöskentelyn elementit	26
4.1	Hallituksen koko	28
4.2	Hallituksen sukupuolen monimuotoisuus	31
4.3	Hallituksen riippumattomuus	40
4.4	Hallituksen kokousten määrä	43
5	Tutkimusmenetelmät ja aineisto	44
6	Tulosten analysointi	47
6.1	Kuvailevien tunnuslukujen analysointi	47
6.2	Korrelaatioanalyysi	50
6.3	Regressioanalyysit	52
7	Johtopäätökset	57
	Lähteet	62

Kuviot

Kuvio 1. Corporate governance ja yrityksen tasemalli	10
Kuvio 2. Corporate governance: tasemallin ulkopuolella	11
Kuvio 3. Corporate governance: laaja viitekehys	12

Taulukot

Taulukko 1. Kuvailevat tunnusluvut vuosilta 2016-2022	50
Taulukko 2. Pearsonin korrelaatiomatriisi	51
Taulukko 3. Regressiomallin tulokset. Selittävänä tekijänä ROE	53
Taulukko 4. Regressiomallin tulokset. Selittävänä tekijänä ROA	53
Taulukko 5. Regressiomallin tulokset. Selittävänä tekijänä Qtobin	54

Lyhenteet

ROE= Return on Equity
ROA= Return on Assets

1 Johdanto

1.1 Tutkimuksen tausta ja merkitys

Yritysten hallitukset ovat usein suuren paineen alla. Skandaalit ja hallinnon virheet ovatkin tuoneet esille yritysten corporate governancen laadun tason niin osakkeenomistajien keskuudessa kuin julkisestikin. Hallituksilla on perinteisen työnsä, yrityksen toimitusjohtajan valitsemisen ja yritysstrategian tukemisen lisäksi kasvavia vaatimuksia sosiaalisten kysymysten, tietoturvaan, ilmastonmuutokseen ja sukupuolten tasa-arvoon liittyvien kysymysten ympärillä (Moyo, 2021). Hallitusten jäsenten suorittama seuranta-tehtävä on tärkeä corporate governancen valvontamekanismi erityisesti maissa, joissa ulkoiset mekanismit ovat vähemmän kehittyneitä. Hallituksen sukupuolijakauma voi osaltaan vaikuttaa tämän seurantatehtävän laatuun ja siten yrityksen taloudelliseen tulokseen (Campbell & Mínguez-Vera, 2008). Kriittinen tekijä hyvässä corporate governance käytännössä näyttää olevan suhde hallituksen monimuotoisuuden ja yrityksen osakkeenomistajille luodun arvon välillä (Carter ja muut, 2003). Parhaimmat corporate governance käytännöt lisäävät sijoittajien luottamusta parantaen yrityksen arvoa (Singh & Pillai, 2022).

Väittely tehokkaasta hallitustyöskentelystä on yksi corporate governancea koskevan kirjallisuuden pääaiheista. Hallituksen tehokkuus voi riippua hallituksen kokoonpanosta ja toimintakyvystä vaikuttaen yrityksen tavoitteisiin ja tuloksiin. Siitä syystä on Garcia-Ramos ja Diazin (2021) mukaan tärkeää kiinnittää asiaan huomiota, jotta voidaan paremmin ymmärtää organisaatioiden hallintatapaa. Suomessa Arvopaperimarkkinointiyhdistys ry:n (2020) laatiman hallinnointikoodin mukaan hallitusten keskeisimpiä tehtäviä on toimitusjohtajan valitseminen ja erottaminen, toimitusjohtajan toimitusuhteen ehdoista päättäminen sekä yhtiön strategian määrittäminen ja sen toteuttamisen seuranta. Hallituksen tulee myös olla tietoinen yhtiön aseman ja taloudellisen tilanteen kehityksestä sekä se vastaa siitä, että organisaatio on asianmukainen.

Yksi merkittävimmistä hallintoon liittyvistä kysymyksistä, joita nykyaikaisten yritysten johtajilla, hallituksilla ja osakkeenomistajilla on tällä hetkellä edessään ovat hallitusten jäsenten sukupuoli-, rotu- ja kulttuurinen kokoonpano. Asia on saanut suuren yleisön lehdistön raporttien, osakkeenomistajien ehdotusten ja suurten institutionaalisten sijoittajien lausuntojen seurauksena (Carter ja muut, 2003). Yritysten hallitusten sukupuolijakauma on noussut viimeisen vuosikymmenen aikana yhdeksi laajasti kiistellyksi corporate governance aiheeksi (Chapple & Humphrey, 2014). Hallitusten kokoonpano ja etenkin naisten osuus hallituksissa on herättänyt myös Kirschin (2018) mukaan merkittävästi huomiota tutkimusten ja julkisen keskustelun valossa. Suomen Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n (2020) laatiman hallinnointikoodin mukaan hallitustyöskentely vaatii jäseniltään merkittävää työpanosta esimerkiksi kokouksiin valmistautumalla ja osallistumalla, yhtiön toimintaan ja toimintaympäristöön perehtymällä, valiokuntatyöskentelyllä ja sekä yhtiön toiminnan seuraamisella ja arvioimisella. Hallituksen tehokkaan työskentelyn, jatkuvuuden ja kehityksen kannalta onkin tärkeää, että sen toimintaa arvioidaan säännöllisesti.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tutkia, onko tehokkaalla hallitustyöskentelyllä vaikutusta yrityksen kannattavuuteen. Hallituksen tulisi pyrkiä toimimaan pääsääntöisesti siten, että yritysten voitto maksimoituu ja tappioita tulisi pyrkiä välttämään hallituksen omalla huolellisella toiminnalla. Hallituksen tulisi pyrkiä aina huolehtimaan yhtiön edusta ja käytännössä se tarkoittaakin yrityksen liiketoiminnan voiton kasvua. Aihetta on tärkeä tutkia, koska siten saadaan selville, onko hallitustyöskentelyllä ja missä määrin, vaikutusta yrityksen taloudelliseen tulokseen. Tästä tutkimuksesta on hyötyä esimerkiksi osakkeenomistajille, jotka valitsevat hallituksen sekä yrityksille. Parhaimmillaan hallituksella voi olla paljon annettavaa yrityksen menestykselle ja siksi hallituksen kokoonpanoon ja sen tehokkaaseen työskentelyyn on tärkeä kiinnittää huomiota. Aihe on ajankohtainen etenkin hallituksen monimuotoisuuden tutkimusten osalta ja siitä

syystä haluttiinkin tutkia hallituksen monimuotoisuuden vaikutusta yrityksen kannattavuuteen yhtenä hallituselementtinä.

Aineistoon on valittu kansainvälistä dataa riittävien havaintojen vuoksi, ja siksi aineistona päätettiin käyttää Yhdysvaltalaisia S&P500 indeksin pörssiyrityksiä, joita voidaan pitää markkina-arvoltaan Yhdysvaltojen merkittävimpinä talousmittareina. Tutkimusmenetelmänä käytetään kvantitatiivista tutkimustapaa ja tulosten analysoinnissa käytetään regressioanalyysiä. Tutkimuksessa selvitetään, onko hallitustyöskentelyn elementeillä, kuten hallituksen koolla, sukupuolen monimuotoisuudella, riippumattomuudella ja kokousten lukumäärällä vaikutusta yrityksen taloudelliseen menestykseen. Taloudellista menestystä mitataan Tobinin Q -luvulla, oman pääoman ja kokonaispääoman tuottoprosentilla.

1.3 Tutkimuksen rakenne

Tämä tutkimus koostuu johdannon jälkeen kolmen kappaleen laajuisesta teoriaosuudesta. Teoriaosuudessa käsitellään aluksi corporate governancen taustaa ja sen viitekehystä. Sen jälkeen kerrotaan esimerkein aiheesta maailmalla ja Suomessa. Luvussa kolme on esitelty viisi keskeisintä yrityksen corporate governance eli hallinnointi- ja ohjausteoriaa. Luvussa neljä keskitytään hallituksen elementteihin. Tähän tutkimukseen hallitustyöskentelyn elementeiksi on valittu hallituksen koko, hallituksen sukupuolen monimuotoisuus, hallituksen riippumattomuus ja hallituksen kokousten lukumäärä. Eniten painotetaan hallituksen sukupuolen moninaisuuden käsittelyä ja aiheesta julkaistujen tutkimusten esittelyä, aiheen ajankohtaisuuden, julkisen keskustelun ja tutkijoiden keskuudessa aiheen saaman huomion vuoksi viimeisen kymmenen vuoden ajalta. Teoriaosion jälkeen seuraa tutkielman empiriaosuus, luvuissa viisi ja kuusi esitellään tutkimuksessa käytetty aineisto ja tutkimusmenetelmät sekä tutkimuksen tulokset ja niiden analysointi. Viimeisessä luvussa seitsemän esitetään tutkimuksesta yhteenveto ja johdospäätökset, pohdintaa, tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimusmahdollisuus.

2 Corporate Governance

Corporate governance ymmärretään yleisesti tapana ja käytäntönä, joka ohjaa, organisoii ja valvoo yritystä. Corporate governance on järjestelmä, joka on suunniteltu ammattimaisesti ohjaamaan yritystä hallinnointikoodin tai hyvien toimintaperiaatteiden mukaisesti. Hyvät corporate governance toimintaperiaatteet ovat läpinäkyvyys, vastuullisuus, riippumattomuus ja oikeudenmukaisuus. Corporate governance toimintaperiaatteet ovat saaneet vaikutteita kaikilta osapuolilta, jotka ovat osana yrityksen johtojärjestelmää. Eri osapuolet ovat esimerkiksi osakkeenomistajat, sijoittajat, velkojat, työntekijät ja viranomaiset. Hyvällä corporate governance käytännöllä pyritään parantamaan yrityksen taloudellista asemaa ja pitkäntähtäimen päätavoitteena onkin optimoida osakkeenomistajien ja sidosryhmien etuja (Zahroh & Hamidah, 2016).

U.S. Securities and Exchange Commission määrittelee corporate governancen seuraavasti: corporate governance on viitekehys, joka voi sisältää sääntöjä ja asetuksia, yrityksen oikeuksia ja sääntöjä, virallisia käytäntöjä, sekä tapoja ja prosesseja, jotka päättävät yrityksen johtajuudesta, organisaatiosta ja yrityksen suunnasta (U.S. Securities and Exchange Commission, n.d.).

Chhaochharia ja Laeven (2009) tuovat esille, kuinka 2000-luvun alussa yritysskandaalit ja liiketoiminnan epäonnistumiset ovat tuoneet vilkasta väittelyä siitä ovatko yritykset kunnolla hallinnoitu. Maat ovat vastanneet näihin romahduksiin säätämällä lakeja ja asetuksia, joiden tarkoituksena on parantaa yritysten läpinäkyvyyttä ja hallinnointitapoja. Useat yritykset ovat vuorostaan muuttaneet peruskirjojaan ja hallitustensa rakennetta. Uusien sääntöjen ja menettelytapojen toteuttaminen ei ole yrityksille ja osakkeenomistajille ilmaista. Nouseekin kysymyksiä siitä, onko muutokset yrityksen hallinnointitavassa verrattavissa yritysten arvon nousuun, ja mikäli näin on, miksi kaikki yritykset eivät paranna hallinnointitapojaan.

2.1 Corporate governance taustaa

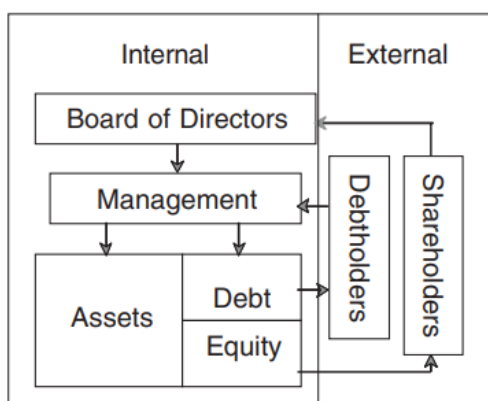
Zahroh ja Hamidah (2016) tuovat artikkelissaan esille ajatuksia Corporate governance käytännöistä. He sanovatkin, että osakkeenomistajien rooli ja tehtävä on nimetä hallitus ja tilintarkastajat ja valvoa että corporate governance rakenne on luotu ja hyviä ja oikeita käytäntöjä seurataan. Tilintarkastajan tehtävänä on tarkastaa ja arvioida johdon esittämä tilinpäätös.

Bebchuk ja muut (2009) huomauttavat, että nykyään sekä tunnustetaan laajasti että empiiriset tutkimukset osoittavat enenemässä määrin corporate governance järjestelmien vaikuttavan suurelta osin osakkeenomistajiin. Chung ja Zhang (2011) ovat myös samaa mieltä ja heidän tutkimuksessaan huomattiin, että sijoittajien osakkeiden arvo nousi laadukkaalla governance järjestelmällä. Yritykset käyttävät monia eri keinoja houkutellakseen sijoittajia ostamaan osakkeitaan tavoitellakseen näin laajempaa sijoittajaverkostoa, joka mahdollisesti nostaisi osakkeen hintaa ja yrityksen arvoa. Chung ja Zhang (2011) analysoivatkin tutkielmassaan corporate governancen roolia investoijien houkuttelemisessa. Vaikkakin on olemassa paljon kenttätutkimuksia, joista voidaan huomata corporate governancen tärkeys yhtenä kriteerinä sijoittajille, on siitä kuitenkin olemassa vain vähän empiirisiä tutkimustuloksia 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä.

Garnerin (2017) mukaan taloustieteilijät näkevät corporate governancen sopimuksina omistajien välillä, kun taas lainopiskelijat ilmaisevat corporate governancen erilaisina lakiin, kulttuuriin ja instituutioihin perustuvina näkökulmina, jotka määrittelevät mitä yritykset voivat tehdä ja kuka valvoo niitä. Näiden lisäksi myös kansalliset tavat, lait ja säännökset vaikuttavat tapaan, jolla yritykset toimivat ja johtavat. Garner (2017) jatkaa, että ne säännöt ja ohjeet, jotka määrittelevät yrityksen tapoja, ovat suoraan yhteydessä yrityksen tulokseen.

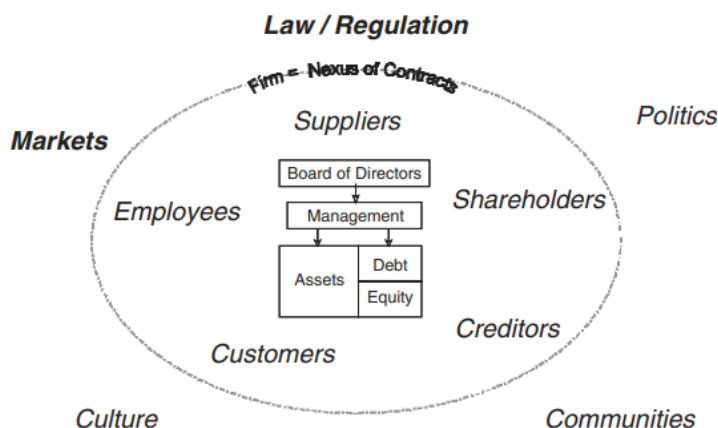
2.2 Corporate governancen viitekehys

Gillan (2006) on samaa mieltä kuin Chhaochharia ja Laeven (2009) kuinka 2000-luvun alussa corporate governance tutkimusten määrä nousi dramaattisesti. Gillan (2006) pyrkii tutkimuksessaan keskittymään corporate governancen viitekehysten esittämiseen ja antamaan laajan näkemyksen aiheen eri ongelmista. Gillan (2006) esittää, että corporate governance määritelmä riippuukin henkilön maailman näkemyksestä. Vaikka määritelmä vaihtelee henkilöstä riippuen, tutkijat usein näkevät hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän jakautuvan kahteen eri ryhmään, joko yrityksen sisäiseen tai ulkoiseen järjestelmään. Kuviossa 1 olevasta yrityksen tasemallista voidaan huomata tämän sisäisen ja ulkoisen suhteen pääpiirteet.



Kuvio 1. Corporate governance ja yrityksen tasemalli mukaillen Gillan (2006).

Vasemmalla puolella kuviota 1 ovat sisäisen corporate governancen perusasiat. Johto toimii osakkeenomistajien välikätenä ja päättää mihin yritys investoi ja miten investoinnit rahoitetaan. Hallituksen jäsenet ovat vastuussa johdon neuvonannosta ja valvonnasta, ja heillä on vastuu palkata ja irtisanoa johto sekä päättää johdon palkkioista. Kuvan oikealla puolella nähdään ulkoisen hallinnoinnin osa-alueet, jotka koostuvat yrityksen tarpeista hankkia pääomaa. Se myös korostaa, että julkisesti noteeratussa yrityksessä, on erotettava pääoman tarjoajat ja pääomaa hallitsevat. Tämä erottelu luo tarpeen hallinnointi- ja ohjausjärjestelmälle (Gillan, 2006).

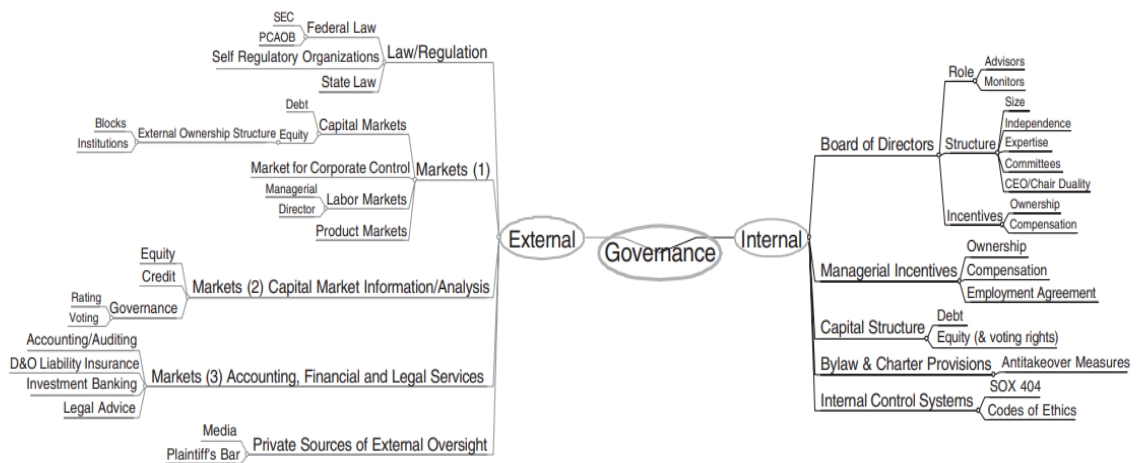


Kuvio 2. Corporate governance: tasemallin ulkopuolella mukailien Gillan (2006).

Rahoituksen toimittajat käyttävät hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää taatakseen sijoitukselleen tuoton. Yllä oleva kuvio 2 selittää osakkeenomistajien ja hallituksen yhteyttä. Osakkeenomistajat valitsevat hallituksen ja sen jäsenet, ja kuten laissa on säädetty, ovat hallituksen jäsenet luottamusvelvollisuudessa osakkeenomistajille. Kuvio 2 selittää, kuinka yritykset ovat enemmän kuin pelkkä hallitus, johto, osakkeenomistajat ja velantottajat. Kuviossa kuvataan muitakin yrityksen rakenteeseen kuuluvia osapuolia, kuten työntekijät, tavarantoimittajat ja asiakkaat. Sisällyttämällä yhteisön, jossa yritys toimii, poliittisen ympäristön, lait ja säännökset sekä markkinat, jossa yritys toimii kuvastaa kuvio 2 yritystä sidosryhmien näkökulmasta. Tämä kuvio kuvastaakin hallinnointiympäristön realiteetteja. Gillan (2006) nimeää esimerkkinä Yhdysvallat, missä joissain osavaltioissa on sidosryhmälakeja, joiden mukaan ei-toivotut ostotarjoukset hylätään, jos yritystoston uskotaan tuovan haittavaikutuksia yhteisöön, jossa kohdeyritys toimii. Kuten aikaisemmin Yhdysvalloissa säädetty the Securities Act of 1933, the Exchange Act of 1934 ja viimeaikaisin oikeudellinen uudistus, kuten Sarbanes-Oxley Act of 2002 osoittavat, lailla ja politiikalla on suuri vaikutus yrityksen hallinnointi- ja toimintatapaan.

Seuraava alla oleva kuvio 3 vie viitekehystä vielä pidemmälle ja tutkii hallintotavan vaikutuksia laajemmin. Tähän Gillanin (2006) kuvioon on sisällytetty osia, joita ei perinte-

sesti lueta kuuluvaksi hallinnointi- ja ohjausjärjestelmään. Ne ovat kuitenkin ympäristön osa-alueita, jotka vähintäänkin vaikuttavat hallintotapaan. Kuten aikaisemmin huomattiin, jaetaan corporate governance usein sisäiseen ja ulkoiseen hallintotapaan. Gillan (2006) jakaa sisäisen hallintotavan viiteen peruskategoriaan: 1) hallituksen jäsenet ja heidän roolinsa, rakenne ja kannustimet, 2) johdon kannustimet, 3) pääomamarkkinat, 4) järjestyssäännöt ja peruskirjaa koskevat määräykset (ja yritystason vastaiset toimenpiteet), ja 5) sisäisen valvonnan järjestelmät. Gillan (2006) jakaa myös ulkoisen hallintotavan viiteen ryhmään: 1) lait ja säännökset, erityisesti valtakunnalliset lait, osavaltiolait ja itsesääntelyorganisaatiot, 2) markkinat 1 (mukaan lukien pääomamarkkinat, työmarkkinat, tuotemarkkinat ja yritysvälön markkinat), 3) markkinat 2, koostuen pääomamarkkinatietojen tarjoajista (kuten luotto-, osake- ja hallinnon analytiikot) 4) markkinat 3 – keskittyen kirjanpitoon, rahoitus- ja lakipalveluihin yrityksen ulkoisilta osapuolilta (mukaan lukien tilintarkastajat, johtajien ja virkamiesten vastuuvakuutus ja investointipankkineuvonta); ja 5) yksityiset ulkoisen valvonnan lähteet, erityisesti media ja ulkoiset oikeustapaukset.



Kuvio 3. Corporate governance: laaja viitekehys mukailen Gillan (2006).

Gillan (2006) olettaa, että keskittymällä corporate governancen laajempaan määritelmään ja ottamalla huomioon useita hallintomekanismeja ja kuinka ne ovat keskenään vuorovaikutuksessa, tulee se olemaan entistä tärkeämpää, kunhan governance tutkimukset kehittyvät. Gillan (2006) kertoo kuinka corporate governance tutkimus yleisesti jaetaan kolmeen laajaan luokitukseen: yrityksen suorituskyky hallinnon tehtävänä (esimerkiksi yrityksen Tobinin Q -luku hallituksen vastuulla), yrityksen hallinto hallinnon tehtävänä (esimerkiksi toimitusjohtajan palkkio), ja lisääntyvässä määrin hallintotavan vaikutus yrityksen tulokseen. Samanaikaisesti kuitenkin perinteistä empiiristä tutkimusta on jatkuvasti syytetty endogeenisuudesta.

2.3 Corporate governance maailmalla

Singh ja Pillai (2022) osaltaan tuovat esille sen, että corporate governance on maailmanlaajuisesti saavuttanut paljon huomiota viimeisen vuosikymmenen aikana tutkijoiden keskuudessa. Viimeisimmät yritysten epäonnistumiset ja kriisit ovat tehneet corporate governancesta kiistellyn aiheen kehitysmaiden talouksien kehityksessä. Corporate governance on valvonnan ja johdon järjestelmä. Se luo järjestystä yritysten tavoitteiden valvontaan. Parhaimmat corporate governance käytännöt lisäävät sijoittajien luottamusta parantaen yrityksen arvoa. Corporate governance mittarit ovat soveltuvia pörs-siyhtiöille, ja niistä puuttuu universaalit mittarit pienille ja keskisuurille yrityksille. Viimeisen 15 vuoden aikana on corporate governance termistä tullut yleisin ja käytetty termi liiketoiminta- ja rahoitusalueella. Corporate governance tutkimuksia on siteerattu 1930-luvulta lähtien ja suurin osa näistä tutkimuksista on keskittynyt isoihin yrityksiin kehittyneistä maista. Viime vuosina corporate governance tutkimus on siirtynyt isoista yrityksistä pieniin ja keskisuurisiin yrityksiin. Tämä on antanut pienille ja keskisuurille yrityksille mahdollisuuden kehittää liiketoimintaansa ja yritystensä liiketoimintajärjestelmää.

Singh ja Pillai (2022) huomioivat, että Intiassa tehdyt tutkimukset keskittyvät enimmäkseen suuriin julkisiin yksiköihin. Corporate governancen täytäntöönpano ja soveltuvuus

pienissä ja keskisuurissa yrityksissä on ylenkatsottu Intiassa suurelta osin. Hyvä hallintotapa on keskeistä arvon luomisessa isoissa pörssi-yhtiöissä Intiassa. Toisin kuin isot yhtiöt, pienet ja keskisuuret yhtiöt ovat yksityisiä tai perheyriksii. Haasteena onkin johdon vallan ja vallanjaon määritelmä, kun yritysten omistajat toimivat yrityksen johdossa. Hallitusten kokoonpano on pieni ja siitä puuttuu moninaisuus sekä riippumattomia asiantuntijajäseniä, virallisten sopimusten puuttuminen osaltaan saattaa myös aiheuttaa tilaa petoksille ja kavalluksille. Nämä tekijät huomioiden corporate governance on välttämätön pienissä ja keskisuurissa yrityksissä.

Singhin ja Pillain (2022) tutkimus käy läpi corporate governance käytäntöjä ja merkitystä pienissä ja keskisuurissa yrityksissä. Toimintojen epäyhtenäisyys, yritysten erilaisuus ja maantieteellinen hajonta ovat rakenteellisia esteitä pienille ja keskisuurille yrityksille. Aikaisemmin corporate governance toteutuksen toimenpiteitä estivät epäviralliset ja monimutkaiset rakenteet pienissä ja keskisuurissa yrityksissä. Suurimmassa osassa governance tutkimuksia on rajallinen yksimielisyys corporate governance soveltuvuudesta pienissä ja keskisuurissa yrityksissä. Pienten ja keskisuurten yritysten pörssi Intiassa on nostanut näiden yritysten arvoa ja näkyvyyttä. Pörssissä olevien pienten ja keskisuurten yritysten tavoitteena on korkeamman arvostuksen asettaminen heidän yrityksillensä lisääntyneen paremman taloudellisen tuloksen saavuttamisen myötä. Nämä yritykset keskittyvät toiminnan tehokkuuteen ja kannattavuuteen parantaakseen osakkeensa arvoa. Läpinäkyvyys ja tehokas governance toteutus ovat auttaneet pieniä ja keskisuuria yrityksiä saavuttamaan tavoitteensa.

Pienten ja keskisuurten yritysten pörssi Intiassa painottaa kannattavuutta ja yrityksen arvostusta sijoittajien luottamuksessa corporate governance järjestelmän kautta. Singh ja Pillai (2022) näkevät pienten ja keskisuurten yritysten tutkimisen tärkeänä kehittyvässä talousmaissa, koska ne muodostavat tärkeän osan taloutta. Ne myös myötävaikuttavat merkittävästi omalta osaltaan maan työllisyyteen ja ovatkin houkuttelleet akateemisiä tutkijoita ja saaneet huomiota maan hallituksen politiikassa. Intiassa erityisesti pienet ja keskisuuret yritykset ovat niittäneet tuotannollista osaamista, vähentäneet alu-

eellisiä eroja ja luoneet työllisyysmahdollisuuksia. Näiltä yrityksiltä on evätty taloudellinen saatavuus, mikä on vienyt niiltä kestäviä etuja. Useiden pienten ja keskisuurten yritysten epäonnistumisen syynä Intiassa on ollut usein heikot corporate governance käytännöt, jotka ovat estäneet näiden yritysten kasvun ja kehityksen. Vahvat corporate governance käytännöt eivät pelkästään edesauta pienten ja keskisuurten yritysten selviämistä, mutta pitemmän päälle ne auttavat kilpailua, uusia sijoituksia, tuottavuutta ja kasvua.

Chhaochharia ja Laeven (2009) tuovat tutkimuksensa tuloksissa esille vahvan positiivisen yhteyden yritysten governance lukujen eli hallintopisteiden ja yritysten arvon välillä. Syy miksi kaikki yritykset eivät paranna hallinnointitapojaan, Chhaochharia ja Laeven (2009) huomauttavat, että esimerkiksi kontrolloivat osakkeenomistajat voivat estää vakaan hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän. Osakkeenomistajat estävät hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän esimerkiksi useiden kulujen takia, joita hallinnon hyväksymiseen liittyy. Kuluja koostuu esimerkiksi toteutumiskustannuksista sekä yksityisistä kustannuksista, kuten vähemmistöosakkaiden heikentyneen pakkolunastuskyvyn muodossa esiintyvistä kustannuksista. Tämän seurauksena useat yritykset vapaaehtoisesti hyväksyvät tai pitävät voimassa yritysoston vastaisia säännöksiä tai muita toimenpiteitä, jotka madaltavat yrityksen hallintopisteitä. Kaikkinensa ne kulut ja edut, joita hallintominaisuuksien hyväksyminen vaatii, riippuu sekä vastaanottavasta yrityksen tasosta että maakohtaisista ominaisuuksista mukaan lukien yrityksen omistusrakenne ja yrityksen tarve ulkopuoliselle rahoitukselle.

Agenttiteorioiden kanssa yhdenmukaisesti ja itsekkäisiin johtajiin ja kontrolloiviin osakkeenomistajiin perustuen, Chhaochharia ja Laeven (2009) tutkimukseensa viitaten huomauttavat, että yrityksillä, joilla on runsaasti vapaata kassavirtaa ja keskitetty omistus, on suhteellisen matalat hallintopisteet verrattuna maan muihin yrityksiin. Yhdysvalloissa tosin yrityksillä, joilla on ADR (American Depository Receipts) yritystiedot, on suhteellisen vakaat hallintomekanismit, yhdenmukainen sidosteorian ja signaalointiteorian kanssa ennustaen yrityksille parempaa hallinnointitapaa, mikäli ne houkuttelevat

ulkopuolista pääomaa. Chhaochharian ja Laevenin (2009) mukaan myös isoilla yrityksillä, matalankasvun yrityksillä ja taloudellisesti rajoitetuilla yrityksillä (myynnin, myynnin kasvun ja ulkoisten rahoitusmuuttujien mukaan mitattuna) on tyypillisesti suhteellisen matalat hallinnointipisteet, vaikka näitä yhteyksiä ei ole aina vaihtoehtoisissa eritelmissä.

Tutkimustulosten taloudelliset vaikutukset eivät myöskään ole Chhaochharian ja Laevenin (2009) mukaan merkityksettömät. Kaiken kaikkiaan tulokset viittaavat siihen, että se hinta mikä maksetaan kontrolloivista osakkeenomistajista hallinnointitapojen parantamiseksi usein voittaa sen edut johtaen hallinnointitapamenetelmiin, jotka eivät ole välttämättä vähemmistöosakkaiden eduksi. Chhaochharia ja Laeven (2009) ovat arvioineet yritystason corporate governance ominaisuuksien vaikutuksia yritysten arvostuksessa useissa maissa. Chhaochharian ja Laevenin (2009) tutkimus eroaa aikaisemmista tutkimuksista siinä, että he erottavat minimalistisesti hyväksytyt hallintotapaominaisuudet, jotka eri yritykset ovat hyväksyneet tietyssä maassa, ja hallintotapaominaisuudet, jotka on hyväksytty yritystasolla kuitenkin erottaen yritystason ja maakohtaisen hallintotavan. Tutkimuksessa nousi esiin se, että hallintopisteissä näkyy paljon eroja maan sisällä. Siinä myös huomattiin, että monet yritykset valitsevat toisenlaisen hallintotavan kuin maan muissa yrityksissä on valittu ja tällaiset parannukset corporate governancessa ovat positiivisesti huomioitu yrityksen arvostuksessa. Chhaochharian ja Laevenin (2009) tutkimuksessa huomattiin, että monet yritykset omaksuvat vielä parempia hallinnointitapoja, kun maassa on ollut tapana, vaikka siitä aiheutuisikin kuluja. Nämä corporate governance parannukset johtavat korkeampaan arvostukseen markkinoilla. Yrityksissä, jotka eivät omaksu vakaita hallinnointiominaisuuksia on yleensä keskitetty omistus ja runsas vapaa kassavirta, agenttiteorioiden kanssa yhtenäinen perustuen itsekkääseen johtoon ja kontrolloiviin osakkeenomistajiin. Tutkimuksessa todettiin uutta näyttöä corporate governancen ja yritysarvon välillä.

Sääntelyviranomaiset ympäri maailman jatkavat säännösten luomista kohdistuen pörs-siyhtiöiden hallinto- ja ohjausjärjestelmän puutteisiin (UK corporate governance code

2014). Samoin vuonna 2015 Tokion pörssi toteutti uudistuksia, jotka koskivat 73 hallinto-ominaisuutta tarkoituksenaan nostaa yrityksen arvoa keskipitkällä ja pitkällä välillä. Japanin, Euroopan ja Iso-Britannian tukitoimet ovat yhdenmukaisia yli vuosikymmenen mittaisen maailmanlaajuisen liikkeen kanssa, joka vaatii yrityksiä toteuttamaan hallintokäytäntöjä, joiden uskotaan tuovan pitkänajanetua ja parantavan yrityksen yleistä hallintokulttuuria. Aggarwal ja muut (2019) toteuttavat tutkimuksessaan pitkänkätähtäimen näkökulmaa sääntelyviranomaisten tutkimia hallinnon vaikutuksia pitkänajanarvoon, ja arvioivat kuinka hallitukset, joihin säännökset eniten vaikuttavat muuttavat hallintokäytäntöjään eli kuinka hallitukset muuttavat hallintokulttuuriaan.

Aggarwal ja muut (2019) huomioivat tutkimuksessaan, kuinka sääntelyviranomaiset ympäri maailman jatkavat säännösten luomista pörssiyhtiöidensä hallinto- ja ohjausjärjestelmään kohdistuen. Maiden tavoitteena onkin asettaa sääntöjä motivoidakseen ja ohjatakseen muuttuvaa corporate governance kulttuuria, joka tavoittelee ennen kaikkea pitkänajanarvoa yritykselle. Aggarwalin ja muiden (2019) tutkimuksessa tutkitaan pitkänaikavälinarvon vaikutuksia pakotetun hallinnon uudistamiseen noudattamiseen ja siihen, kuinka hallitusten on pakko muuttaa yleistä hallintokulttuuria. Tutkimus perustuu Yhdysvaltojen uusiin pörssiyhtiöiden standardeihin, joita Sarbanes-Oxley lainsäädäntö laittoi alulle, ja jonka myötä tietyt corporate governance käytännöt tulivat maailmanlaajuiseen keskiöön. Tutkimuksessa verrataan niiden yritysten arvoa, joihin säännökset vaikuttavat enemmän niiden määräysvaltayritysten arvoon, joihin säännökset vaikuttavat vähemmän, ja valvotaan yritysten ominaisuuksia, jotka tunnetaan liittyvän yritysarvoon ja hallintokulttuuriin. Tuloksista nähdään, että yrityksillä, joihin säännökset olivat eniten vaikuttaneet, oli matalampi yritysarvo verrattuna määräysvaltayritysarvoon ennen säännösten voimaantuloa. Säännösten voimaantulon jälkeen nousi aikaisemmin mainittujen yritysten arvo huomattavasti. Näiden verrattujen yritysten arvoissa oli kuitenkin suuri ero koko oletusajanjakson ajan huolimatta arvonnoususta.

Aggarwal ja muut (2019) määrittelevät hallintotapakulttuurin eri hallintotapakäytänteitä uusissa asetuksissa määrättyjen sääntöjen lisäksi. Heidän analyysinsä osoittaakin,

että vaikka valitut yritykset seuraavatkin hallintotapasääntöjä, on molempien tyyppisillä yrityksillä nähtävissä vähemmän osakkeenomistajan kannalta suosiollisia hallintotapakäytäntöjä ennen säännösten voimaantuloa. He haluavat korostaa sitä, että yritysarvojen eroavaisuus onkin tekemisissä mainitun hallintotapakulttuurin kanssa, joka on osakkeenomistajien kannalta epäsuosiollinen. Tutkimuksen päähuomio olikin se, että hallintosäännöksillä oli heijastusvaikutuksia myös hallintotapaan säännösten ulkopuolella, ja monet osakkeenomistajille ei-suosiolliset hallintotavat, mitkä olivat osa yrityksen hallintotapakulttuuria jatkavat edelleen sääntelyn noudattamista. Näyttääkin siltä, että ne tekijät, jotka olivat osana yritystä säännösten voimaantulohetkellä, vaikuttavat positiivisesti yrityksen arvoon ja hallintotapakäytäntöihin. Tämä antaa tärkeitä näkemyksiä mahdolliseen menestykseen maailmanlaajuisessa ponnistelussa parempaan hallintotapakulttuuriin asettamalla uusia hallintotapasääntelyitä.

Baselga-Pascual ja muut (2018) tutkivat hallituksen ominaisuuksia ja pankkien eettistä mainetta. Maailmanlaajuisen talouskriisin jälkipyykissä poliitikot, pankkivalvonta ja keskuspankkiirit ovat väittäneet, että puutteet hallinnointi- ja ohjausjärjestelmässä ja pankkien eettinen kulttuuri ovat keskeisessä roolissa talouskriisin syntymisessä. Yleisemmin talouskriisi osoitti, että heikolla hallintorakenteella ja rahoitusalan epäeettisellä menettelytavalla voi olla vakavia ja epäsuotuisia vaikutuksia maailmanlaajuisen talouden vakauteen ja sosiaaliseen hyvinvointiin. Koska merkittäville pankeilla ja niiden eettisillä kulttuureilla voi olla iso vaikutus maailmanlaajuisen taloudelliseen tilaan ja yleiseen yhteiskunnan toimivuuteen, on yleisen edun kannalta kannattavaa tutkia vaikuttaako hallituksen vahva valvonta pankkien eettiseen maineeseen.

Hallituksen jäsenet ovat yrityksen tärkein sisäisen hallintotavan mekanismi. Hallituksen vastuulla on muun muassa valvoa ja tarkkailla yrityksen tärkeitä pitkäaikaisia strategisia päätöksiä ja varmistua siitä, että yritys toimii osakkeenomistajiensa eduksi. Rahoitus-alalla hallituksen jäsenillä on luottamustehtävä osakkeenomistajien lisäksi myös muita sidosryhmiä kohtaan, kuten tallettajia ja pankkialan sääntelyviranomaisia kohtaan. Hallituksen tehtäviin kuuluukin valvoa, että yritys toimii yhteiskunnan laillisten ja eettisten

normien mukaisesti. Baselga-Pascual ja muut (2018) sanovatkin, että hallituksen jäsenillä on erittäin tärkeä rooli eettisten sääntöjen kehittämisessä ja toteuttamisessa sekä yrityksen sisäisen eettisen ilmapiirin valvonnassa. Yhdysvalloissa on muodollisesti korostettu hallituksen roolia eettisenä valvojana. Yhdysvaltojen keskuspankin ”Bank Holding Company Supervision Manual” määrää, että pankkien hallitusten tulee luoda ja valvoa yrityskulttuuria, joka korostaa lain ja eettisten liiketoimintatapojen noudattamisen tärkeyttä. Näin ollen hallituksen jäsenet ovat suoraan vastuussa rahoituslaitosten eettisten sääntöjen edistämisestä ja valvonnasta.

Rahoituslalla ovat odotukset lisääntyneet eettistä käyttäytymistä kohtaan, ja se onkin motivoinut Baselga-Pascualia ja muita (2018) empiirisesti tutkimaan vaikuttaako hallituksen ominaisuudet rahoituslaitosten eettiseen maineeseen. He keskittyvät eettiseen maineeseen, koska se sisältää yrityksen varsinaisen eettisen käytöksen sekä ulkoiset odotukset eettisistä säännöistä. Taustalla oleva lähtökohta tässä empiirisessä analyysissä on se, että hallitusten ominaisuuksien havaittavat erilaisuudet kaikissa rahoituslaitoksissa heijastavat eroja hallitusten toimivuudesta ja hallitusten valvonnan laadusta ja intensiteetistä. Tutkimuksen tuloksena havaittiin, että hallituksen ominaisuudet saattavat vaikuttaa rahoituslaitosten eettiseen maineeseen. Baselga-Pascualin ja muiden (2018) tutkimuksen tulokset osoittavat yhtenäisesti hypoteesien kanssa, että rahoituslaitoksilla, joiden hallitukset ovat tiukempia valvonta- ja tarkkailutehtävässään, on parempi eettinen maine. Erityisesti he huomasivat vahvoja todisteita siitä, että eettinen maine on positiivisesti yhteydessä hallituksen kokoon, sukupuolten monimuotoisuuteen, toimitusjohtajan toimimiseen sekä puheenjohtajana että toimitusjohtajana, ja negatiivisesti yhteydessä hallitukseen, joka osoittaa heikkoa valvontaa tehtävässään.

Hypoteesistaan poikkeavasti, Baselga-Pascual ja muut (2018) huomasivat tutkimuksensa tuloksista, että harvemmin kokoontuvat hallitukset ovat positiivisesti yhteydessä eettiseen maineeseen. Kaiken kaikkiaan tulokset osoittavat vahvaa näyttöä siitä, että hallituksen tehokas valvonta saattaa puhua eettisen liiketoimintakäytäntöjen puolesta rahoituslalla. Ottaen huomioon väitetyn hallinnon epäonnistumisen ja rahoituslaitos-

ten piittaamattoman asenteen eettistä kulttuuria kohtaan maailmanlaajuisen rahoituskriisin kehityksessä, Baselga-Pascual ja muut (2018) uskovat, että heidän tutkimuksensa tulokset antavat tärkeitä vaikutuksia pankkien valvojille, sääntelyviranomaisille, tallettajille ja muille rahoituslaitosten sidosryhmille. Tärkeimpänä tulokset korostavat hallituksen roolia ja hallituksen tärkeää valvonnan roolia eettisten liiketoimintakäytäntöjen kannattajana ja ylläpitäjänä rahoitusalailla.

2.4 Corporate governance Suomessa

Corporate governance tarkoittaa siis järjestelmää, jonka avulla yritystä ja sen toimintoja voidaan kontrolloida ja johtaa. Sille ei ole olemassa tarkkaa suomenkielistä määritelmää. Yleensä sillä kuitenkin tarkoitetaan yhtiön ohjaus- ja hallinnointijärjestelmää, joka kuvaa yrityksen johdon eli hallituksen ja palkattujen johtajien velvollisuudet, roolit ja suhteet osakkeenomistajiin. Suomessa Corporate governance on hyvällä kansainvälisellä tasolla ja suomalaiset corporate governance -käytännöt ovat samankaltaisia Pohjoismaiden käytäntöjen kanssa, vaikka eroavaisuuksia löytyykin. Suomessa pörssiyritykset noudattavat hyvää hallinnointikoodia, joka koostuu lainsäädännöstä ja viranmaisoheista, yhtiöiden omaksumasta parhaista käytänteistä ja itsesääntelystä (Arvopaperimarkkinayhdistys, n.d. -a).

Suomessa annettiin ensimmäisen corporate governance suositus vuonna 1997. Keskuskaupakamari ja Teollisuuden ja työnantajain keskusliitto (nyk. Elinkeinoelämän keskusliitto) valmistelivat kyseisen ensimmäisen suosituksen, jota uusittiin samojen tahojen sekä Hex Oyj (nyk. Nasdaq Helsinki Oy) kanssa vuonna 2003. Samana vuonna saman työryhmän esityksen pohjalta valmisteltiin ensimmäinen suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmästä (corporate governance). Suositusta on päivitetty sen jälkeen vuosina 2008, 2010, 2016, ja uusin voimassa oleva hallinnointikoodi, päivitettiin vuonna 2020 (Arvopaperimarkkinayhdistys, n.d. -b). Vuonna 2023 on aloitettu uuden hallinnointikoodin päivittäminen Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n hallituksen toimesta. Aikataulullisista syistä hallinnointikoodia on tarkoitus uudistaa vaiheittain. Ensimmäisen

vaiheen päämäärä on päivittää kirjauksia koskien hallinnointikoodin moninaisuutta. Päivityksessä otetaan kantaa muun muassa pörssiyritysten hallintoelinten jäsenten sukupuolikiintiödirektiiviin. Päivitys on suunniteltu julkaistavan vuoden 2024 alussa (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2023).

Suomessa Arvopaperimarkkinayhdistys ylläpitää hallinnointikoodia, joka ohjaa laajemmin corporate governance käytäntöjä. Hallinnointikoodi sisältää suosituksia muun muassa hallituksesta, hallituksen valiokunnista, yhtiökokouksesta, toimitusjohtajasta ja muusta johdosta, sisäisestä valvonnasta, palkitsemisesta, sisäisestä tarkastuksesta ja riskienhallinnasta, tilintarkastuksesta, sisäpiirihallinnosta ja kaikkien näiden tiedottamisesta. Tavoitteena on edistää hallinnon avoimuutta ja hallitustyöskentelyn tehokkuutta. Yritysten tulee voida selittää mahdolliset poikkeamat, mikäli poikkeavat hallinnointikoodisuosituksesta. Suositukset ovatkin laadittu noudata tai selitä -periaatteella (Arvopaperimarkkinayhdistys, n.d. -b).

3 Yrityksen hallinnointi- ja ohjausteoriat

Jermias ja Gani (2014) tuovat esille sen, että agenttiteoria on ollut erittäin suosittu lähestymistapa aikaisemmissa empiirisissä tutkimuksissa, joissa tutkitaan hallituksen jäsenten ominaisuuksien ja johdon osakkeenomistamisen vaikutuksia yritysten taloudelliseen tulokseen, mutta tutkimustulokset ovat olleet kuitenkin ristiriitaisia ja vaihtelevia. Yksi uskottava selitys vaihteleville tuloksille on se, että agenttiteoriaan perustuvat tutkimukset ovat keskittyneet enimmäkseen yrityksen hallitusten toiminnan valvontaan. Vaikkakin tämän tyyppiset tutkimukset ovat informatiivisia, niissä ei ole huomioitu niitä resursseja, joita hallituksen jäsenet tuovat yritykselle. Resurssiperusteinen teoria väittääkin, että kun yrityksessä nimetään hallituksen jäsen, oletetaan että jäsen käyttää omaa erityisosaamistaan, taitojaan ja kokemustaan. Jäsen tuo näin yritykselle konsultointia ja ohjeita, parantaen yrityksen legitimizeettiä ja mainetta, helpottaen yhteyttä eri organisaatioiden välillä, ja tukien yrityksen kapasiteettia johdon valvonnassa, arvioinnissa ja strategisissa toimeenpanoissa.

Tässä luvussa käydään pääkohdittain läpi eri corporate governance teorioita, joista agenttiteoria on se mihin muut teoriat perustuvat. Muita teorioita, joita tässä luvussa selitetään lyhyesti ovat sidosryhmäteoria, taloudenhoitajateoria, transaktiokustannusteoria ja resurssiperusteinen teoria.

3.1 Agenttiteoria

Corporate governance teoriat perustuvat agenttiteoriaan, joka on kehitetty 1970-luvulla Yhdysvalloissa. Teoria viittaa yrityksen omistajien ja johdon suhteeseen, jossa omistaja valtuuttaa toisen henkilön, agentin, tekemään päätöksiä yrityksessä puolestaan. Agenttiteorian kehittäjinä ovat olleet Jensen ja Meckling vuonna 1976. Agenttiteorian perusteita voi löytää jo Adam Smithin (1976) kirjoituksissa, joissa sanottiin, että ei voi olettaa, että niiden, jotka huolehtivat toisten ihmisten rahoista olevan yhtä huo-

lellisiä kuin jos rahat kuuluisivat heille. Huolimattomuus ja tuhlaus ovat aina olleet enemmän tai vähemmän läsnä jokaisen yrityksen hallinnossa (Borlea & Achim, 2013).

Agenttiteorian mukaan osakkeenomistajat odottavat johdolta päätöksiä, jotka ovat heidän eduksensa. Toisaalta johto ei voi ainoastaan tehdä päätöksiä, jotka ovat omistajien eduksi. Agenttiteoria johtaa siihen, että johtajien edut on yhdenmukaistettava osakkeenomistajien etujen kanssa, johtajien kilpailevat edut eri päätöksentekolosuhteissa eivät voisi kuitenkaan vaikuttaa yrityksen arvon maksimointiin (Borlea & Achim, 2013). Aguilera ja Jackson (2003) väittävät, että agenttiteoria epäonnistuu tutkimaan riittävästi, miten corporate governancea muokkaa sen institutionaalinen osallisuus. Aguilera ja Jackson (2003) selittävätkin yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän moninaisuutta täsmentämällä ja integroimalla erilaiset institutionaaliset mekanismit, jotka muokkaavat sidosryhmien rooleja yritystasolla.

3.2 Sidosryhmäteoria

Agenttiteorian kehittämisessä nousee esiin sidosryhmäteoria. Sidosryhmä tarkoittaa kaikkia henkilöitä, ryhmiä tai organisaatioita, jotka vaikuttavat yrityksen toimintaan ja joihin yritys vaikuttaa. Kaikki eri sidosryhmät, kuten esimerkiksi omistajat, osakkeenomistajat, sijoittajat, työntekijät, asiakkaat ja toimittajat ovat jotenkin vuorovaikutuksessa ja vaikuttavat yrityksen liiketoimintaan. Tämän teorian tarve nousi akuutista yritysten yhteiskuntavastuun tarpeesta nykyisessä tilanteessa, jossa siirrytään teollisesta yhteiskunnasta uuteen yhteiskuntaan, jota voidaan kutsua esimerkiksi postmoderniksi tai perinteisen jälkeiseksi yhteiskunnaksi. Uudelle taloudelle on tyypillistä monimutkainen ja perusteellinen muutos kaikilla aloilla, ja sillä on merkittäviä sosiaalisia ja ympäristövaikutuksia yritysten yhteiskuntavastuun aloilla (Borlea & Achim, 2013).

3.3 Taloudenhoitajateoria (stewardship theory)

Taloudenhoitajateoria kuvaa johdon roolia organisaation arvon ylläpitämisessä ja kehittämisessä, vaikka se toimii siinä väliaikaisesti. Tämä teoria on peräisin psykologian ja sosiologian alueilta ja tästä näkökulmasta taloudenhoitajateoria olettaa, että johtajat ovat luotettavia, tehokkaita ja aikaansaavia ihmisiä, ollen siten luotettavia hallinnoijia. Agenttiteoriaan verrattuna, missä johto saattaa olla taipuvainen tekemään päätöksiä oman etunsa vuoksi, taloudenhoitajateoria olettaa, että johtajat eivät toimi oman etujensa mukaisesti vaan mahdollisessa ristiriitatilanteessa asettavat yrityksen edut henkilökohtaisten etujensa edelle (Borlea & Achim, 2013).

3.4 Transaktiokustannusteoria

Toisin kuin agenttiteoria, transaktiokustannusteoriassa käytetään nimenomaisesti corporate governance käsitettä. Tämän teorian mukaan yritys on suhteellisen tehokas hierarkkinen rakenne, joka toimii kehyksenä sopimussuhteiden johtamiselle. Wielandin (2005) mukaan transaktiokustannusteorian päämääränä on selittää toteutetut liiketoimet hallintorakenteiden tehokkuuden kannalta. Transaktiokustannusteoriassa transaktiokustannusten lisäksi tulee huomioida agenttikulut, jotka johtuvat johtajan ja osakkeenomistajan etujen ja tiedon epäsymmetrian välisestä erosta. Nämä kulut syntyvät kahdesta eri lähteestä Fulopin (2011) mukaan: agentin käytöstä aiheutuvat kustannukset ja kustannukset, jotka aiheutuvat agentin käyttöön liittyvistä riskeistä (Borlea & Achim, 2013).

3.5 Resurssiperusteinen teoria

Resurssiperusteinen teoria on organisaatiotoiminnan selittävä malli, joka korostaa sitä, että organisaatiot ovat avoimia järjestelmiä. Ympäristö, jossa ne toimivat ja sosiaaliset suhteet ovat perustana resurssien kohdentamista koskevan päätöksenteon tekemisessä.

Resurssiperusteinen teoria korostaa verkko -käsitteen (network) monimutkaista luonnetta, joka on corporate governance käsitteen taustalla (Borlea & Achim, 2013).

4 Hallitustyöskentelyn elementit

Hallitus on nimetty johtamaan ja valvomaan yrityksen liikkeenjohtoa. Hallituksen tehtävä on myös valvoa osakkeenomistajien etua yrityksen omistajina. Tehokas hallitus tarjoaa yhtiölle resursseja, mukaan lukien neuvontaa, apua ja yhteyksiä toisiin organisaatioihin (Bear ja muut, 2010). Hallituksen jäsenten ominaisuuksia voidaan mitata esimerkiksi riippumattomien hallitusten jäsenten prosenttiosuudella, sillä onko toimitusjohtaja myös hallituksen puheenjohtaja ja hallitusten jäsenten määrällä. Toimitusjohtajan ikä ja virassaoloaika vaikuttavat yrityksen johtamisen tehokkuuteen, mitä kauemmin toimitusjohtaja on ollut virassaan, sitä syvempi ymmärrys hänellä on yrityksestä ja alasta ja yrityksen tuloksen parantamisesta (Zahroh & Hamidah, 2016).

Ne corporate governance suositukset, jotka koskevat hallituksen piirteitä ottavat huomioon hallituksen piirteet itsenäisesti toisistaan riippumatta ja ne on yleistetty jokaiseen oikeusjärjestelmään. Ne voidaan tiivistää seuraavasti: 1) hallituksen koko tulisi olla sopiva liiketoiminnan vaatimuksiin, mutta ei niin iso ollakseen kömpelö, 2) riippumattomia jäseniä tulisi olla hallituksessa merkittävä osa hallituksen jäsenten laadun parantamiseksi, 3) hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan tulisi olla kaksi eri henkilöä ja 4) hallituksen tulisi tavata tarpeeksi usein hoitaakseen hallituksen tehtäviä tehokkaasti (Garcia-Ramos & Diaz, 2021).

Cornett ja muut (2008) mainitsevat corporate governance mekanismeiksi yrityksen institutionaalisen omistuksen, johdon ja hallituksen jäsenten osakkeiden omistuksen, hallituksen jäsenten ominaisuudet, toimitusjohtajan iän ja virassaoloajan ja toimitusjohtajan palkkion herkkyyden suorituskykyyn perustuen. Sijoittajilla on mahdollisuuksia, resursseja ja kykyjä valvoa ja vaikuttaa johtoon ja johdon päätöksiin. Johdon ja hallituksen jäsenten osakkeiden ja optioiden omistajuus kannustavat toimimaan tavalla, joka nostaa yrityksen arvoa. Samalla se kannustaa johtoa käyttämään harkinnanvaraista kertymää nostaakseen yrityksen arvoa osakkeiden myyntiaikaan parantaakseen johdon ja hallituksen omaa hyvinvointia (Zahroh & Hamidah, 2016).

Garcia-Ramosin ja Diazin (2021) mukaan väittely tehokkaasta hallitustyöskentelystä on yksi corporate governancea koskevan kirjallisuuden pääaiheista. Hallituksen tehokkuus riippuu muun muassa hallituksen kokoonpanosta ja toimintakyvystä, mikä puolestaan vaikuttaa yrityksen tavoitteisiin ja tuloksiin. Siitä syystä on tärkeää kiinnittää asiaan huomiota, jotta voidaan paremmin ymmärtää organisaatioiden hallintatapaa. Garcia-Ramos ja Diaz (2021) tuovat esille sen, että akateemisessa kirjallisuudessa on yritetty tutkia hallituksen ja yrityksen taloudellisen tuloksen suhdetta erilaisten teorioiden kautta, kuten agenttiteorian tai resurssiperusteisen teorian kautta muiden ohella. He ovat sitä mieltä, että vaikka corporate governancea on tutkittu vuosikymmeniä, empiiriset todisteet hallituksen kokoonpanon vaikutuksesta yrityksen taloudelliseen tulokseen ovat kaukana vakuuttavasta sekä useita kysymyksiä on jäänyt vastaamatta. He haluavat muun muassa ratkaista, onko yksi yhtenäinen hyvä hallintotapasuositus sopiva kaikille yrityksille ja onko yksi optimaalinen hallituskokoonpano sopiva kaikille organisaatioille.

Aikaisempien tutkimusten epäselvien tulosten syynä voi olla Garcia-Ramosin ja Diazin (2021) mukaan se, että ne yleensä perustuvat yhteen teoriaan, joka on yleensä agenttiteoria tai resurssiperusteinen teoria. Agenttiteoria puoltaa sitä, että pieni hallituskoko, korkeampi hallituksen riippumattomuus ja toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ollessa eri henkilö ovat kaikki seikkoja, jotka parantavat yrityksen taloudellista tulosta. Resurssiperusteinen teoria puolestaan puoltaa ja ennustaa mainittujen seikkojen vastakohtien parantavan yrityksen taloudellista tulosta. Garcia-Ramos ja Diaz (2021) perustavat oman tutkimuksensa ”Complexity” teorialle, joka pidemmälle mennessään uskoo, että mikään yksi muuttuja ei yksin voi selittää yrityksen taloudellista tulosta, mutta niiden yhdistelmä, eli molempien teorioiden argumentit voidaan vahvistaa riippuen muuttujista, jotka ovat mukana kaikissa mahdollisissa yhdistelmissä.

Myös aikaisemmissa tutkimuksissa käytetty metodologia voi olla syynä epäselviin tuloksiin. Tutkijoiden yleisimmin käyttämä metodologia, kun on tutkittu hallituksen ja yrityksen taloudellisen tuloksen suhdetta, on regressioanalyysi. Garcia-Ramos ja Diaz

(2021) kuitenkin tuovat esille sen, että oikeassa elämässä tarkkaillut suhteet ovat paljon monimutkaisempia kuin regressiomalli viittaa. Regressioanalyysin kuvaus todellisuudesta perustuu yksinkertaiseen, lineaariseen, additiiviseen todellisuuteen, yhteen tavoitteeseen ja symmetrisiin suhteisiin (Garcia-Ramos & Diaz, 2021).

Garcia-Ramosin ja Diazin (2021) tutkimus esittää, että mikään yksittäinen hallituksen tai yrityksen ominaisuus ei voi selittää yrityksen taloudellista tulosta. Positiiviseen tai negatiiviseen taloudelliseen tulokseen voi johtaa eri konfiguraatio hallituksesta ja yrityksen ominaisuuksista. Kuten isot tai pienet hallitukset, enemmän tai vähemmän riippumattomia hallituksen jäseniä, hallitukset, jotka tapaavat usein tai harvoin ja joko erilliset tai sama henkilö hallituksen puheenjohtajana ja yrityksen toimitusjohtajana. Tutkimuksessa esiin tulleet tulokset varmistavat näitä monimutkaisia polkuja; ei pelkää yksittäinen hallituksen tai yrityksen ominaisuus vaan eri kombinaatiot yksinkertaisista edeltävistä ehdoista liittyen hallitukseen ja yrityksen ominaisuuksiin selittävät yrityksen taloudellista tulosta. Erityisesti Garcia-Ramosin ja Diazin (2021) tutkimuksen tulokset tukevat yhdistämistoimintoa tai monimutkaisuutta, koska yrityksen taloudellinen tulos ei johdu yhdestä tekijästä vaan on seurausta useiden hallituksen ja yrityksen ominaisuuksien riippuvuudesta. Tasapuolisuus on myös varmistettu, sillä eri kombinaatiot hallituksen ja yrityksen ominaisuuksista johtavat samaan yrityksen taloudellisen tuloksen tasoon. Lisäksi tutkimuksen otoksen aineisto tukee epäsymmetriaa, koska yksittäinen hallituksen tai yrityksen ominaisuus voi aiheuttaa korkean tai matalan taloudellisen tuloksen tason ja voi olla liittymättä ollenkaan yrityksen taloudelliseen tulokseen.

4.1 Hallituksen koko

Hallituksen koko muodostuu hallituksen jäsenten määrän mukaisesti, ja se on aina kiinnostanut corporate governance aiheen tutkijoita ja teorioitsijoita. Hallituksen koko voi olla suorituskyvyn merkittävä tekijä ja toisaalta tekee mahdolliseksi hallitusten jäsenten moitteettoman toiminnan tehokkuuden arvioimisen sekä sen kyvyn vaikuttaa tulosten

hallinnointia koskevien vapaaehtoisten tietojen antamiseen johdolle. Tuo ja muut (2021) tuovat esille positiivisen yhteyden hallituksen koon ja yrityksen suorituskyvyn välillä, vedoten hallituksen valvontakyvyn kasvuun paremmilla toimintakyvyillä, samalla kun hallitus saa lisää jäseniä. Tuo ja muut (2021) tuovat esille sen, että iso hallitus saattaa edistää hallituksen tehokkuutta ja yrityksen taloudellista tulosta auttamalla johtoa vähentämään huonosta johtamisesta aiheutuneita kuluja. Tuo ja muut (2021) mainitsevat sen, kuinka isompi hallitus takaa paremman suorituskyvyn yritykselle. Suuri hallituskoko on myös sanottu suosivan tehokkaisiin valvonta- ja neuvontatoimintoihin erikoistumista. Suurempi hallituskoko myös mahdollistaa sellaisten vastuiden paremman tunnistamisen, jotka luovat paineita suorituskyvyn parantamiseksi. Isossa hallituksessa on myös merkittäviä ihmisiä, joiden avulla pystytään hallitsemaan helpommin hallituksen työmäärää ja tehtävät on jaettu jäsenten kesken, tarjoten näin enemmän näkökulmia asioiden hallintaan.

Yleisesti ottaen OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) Yhdysvalloissa ja Euroopan governance suositukset huomioivat tarpeelliseksi sen, että yritysten hallituksissa on riittävä määrä riippumattomia jäseniä (ilman tiettyä prosenttiosuutta), ja yritykset määrittävät hallituksen puheenjohtajalle ja yrityksen toimitusjohtajalle eri roolit ja vastuut (johdon rakenne). Hallituksen koosta tai kokouksista ei ole tehty erillisiä suosituksia. Erityisesti Etelä-Euroopan maissa, kuten Italiassa, maan corporate governance koodi mukaillee mainittuja suosituksia. Kuitenkin Espanjassa maan corporate governance koodi on kaikkein tarkin koskien mainittuja aiheita. Espanjassa suositellaan hallituksen kooksi 5–15 jäsentä ja puolet jäsenistä tulisi olla riippumattomia jäseniä (yksi kolmasosa niissä yrityksissä, joissa osakkeenomistajat hallitsevat määräysvaltaa). Hallituksen kokouksia suositellaan pidettävän ainakin kahdeksan vuodessa. Lisäksi Espanjan corporate governance koodissa ilmoitetaan, että niissä yrityksissä, joissa on sama henkilö sekä hallituksen puheenjohtaja että yrityksen toimitusjohtaja, tulee nimetä johtava riippumaton johtaja, jolle annetaan lisävaltaa (Garcia-Ramos & Diaz, 2021).

Potharla ja Amirishetty (2021) tutkivat hallituksen koon ja itsenäisten hallitusten jäsenten ja muiden kuin rahoitusalan pörssiyritysten merkityksellistä non-lineaarista yhteyttä Intiassa. Analysoinnin tulokset paljastavat, että hallituksen koko ja jäsenten riippumattomuus tuovat positiivisia etuja yritykselle tietyille tasolle asti ja sen tason jälkeen isompi hallituksen koko tai jäsenten riippumattomuus tuovat negatiivisia vaikutuksia yrityksen suorituskyvylle. Tutkimus osoittaa myös, että promoottorinomistukset ja institutionaaliset omistusosuudet vaikuttavat myönteisesti yrityksen tulokseen. Lisäksi yrityksen koko, kasvuvauhti ja varojen vaihtuvuussuhde liittyvät positiivisesti yrityksen tulokseen. Tutkimusten tulosten perusteella voidaan päätellä, että tasapainottaminen on tarpeen hallituksen riippumattomuuden ja hallituksen koon suhteen sen sijaan, että nojaututaan pelkästään resurssiperusteiseen teoriaan tai taloudenhoitajateoriaan.

Potharlan ja Amirishettyn (2021) tutkimuksessa korostui tarve tutkia tekijöitä, jotka määrittävät tasapainotuksen tason. Vaikka molemmat teoriat, resurssiperusteinen ja taloudenhoitajateoria, tarjoavat kehyksen hallituksen koon ja riippumattomuuden muutoksen vaikutusten ymmärtämiseksi, niitä olisi sovellettava kokonaisvaltaisesti. Tulisi myös ottaa huomioon muut tekijät, jotka vaikuttavat hallituksen kokoon ja hallituksen riippumattomuuteen suhteessa yrityksen suorituskykyyn. Laatiessaan riippumattomia hallituksen jäseniä koskevia säännöksiä, poliittisten päättäjien tulisi ottaa huomioon hallituksen riippumattomuuden ja hallituksen koon ja yritysten suorituskyvyn suhteen epälineaarisuus. Vaikka riippumattomat hallituksen jäsenet myötävaikuttavatkin corporate governancen laadun rikastumiseen ja vähemmistöosakkaiden etujen turvaamiseen, heidän tietämyksensä ja kokemuksen puute kyseisellä liiketoiminta-alalla heikentää hallituksen tehokkuutta. Se voi myös aiheuttaa ongelmia yhteisymmärryksen aikaansaamisessa hallituksen tekemistä keskeisistä päätöksistä. Tämä pitää eteenkin paikkaansa silloin, kun hallituksen koko on suurempi. Lisäksi riippumattomien hallitusten jäsenten etujen ja yritysten yleisten tavoitteiden yhteensovittaminen voi olla vaikeaa. Hallituksen potentiaalinen esiintuomisessa auttaa kompromissin ylläpitäminen hallituksen riippumattomuuden ja hallituksen koon suhteen.

Suomen Hallinnointikoodissa, jonka on laatinut Arvopaperimarkkinayhdistys ry (2020), ei ole mainintaa tietystä vaaditusta jäsenmäärästä suomalaisten pörssiyritysten hallitusten kokoonpanossa. Jäsenten lukumäärä vaihtelee yhtiöittäin ja perustuukin kunkin yhtiön yhtiöjärjestykseen ja yhtiökokouksen päätökseen. Hallinnointikoodissa korostetaan, että hallituksen kokoonpanon on oltava sellainen, että jäseniä on riittävän monta ja jäsenten osaaminen tulee olla monipuolista ja riittävää. Jäsenten osaaminen, toimialatuntemus ja kokemus tulisi täydentää toisiaan, jotta hallitus pystyy suoriutumaan tehtävistään tehokkaasti. Tyypillisesti suomalaisen pörssiyrityksen hallituksessa on kolmesta kymmeneen jäsentä.

Hypoteesi 1: Hallituksen jäsenmäärällä on positiivinen vaikutus yrityksen kannattavuuteen.

4.2 Hallituksen sukupuolen monimuotoisuus

Tuo ja muut (2021) puoltavat väitettä, että organisaatioiden suorituskyvyn ja naispuolisten hallitusjäsenten välillä on merkittävä yhteys. He kuvaavat hallitusta laillisena ryhmänä tai moraalisisina henkilöinä vastuunaan yhtiön strategian määrittäminen ja johdon valvominen. Hallitus ja sen sukupuolijakauma ovat yrityksen suorituskyvyn analysoinnin keskiössä. Tuo ja muut (2021) jatkavat, että hallituksen naispuolisilla jäsenillä on valmiudet ymmärtää ja muodostaa yhteys yrityksen naispuolisten kumppanien kanssa ja vuorovaikuttaa ja työskennellä työntekijöiden kannalta paremmin. ”Human capital theory” edistää naisten henkilökohtaisia ominaisuuksia johtamisessa. Kun otetaan huomioon naisten kykyjen korkea taso, he voivat onnistua parantamaan liiketoimintaansa joustavuudellansa ja kekseliäisyydellensä. Agenttiteoria puoltaa myös tätä keskittymällä valvonnan, vallan ja keskinäisen neuvottelun rooliin resurssivirtojen vakaan takaamiseksi ja minimoimalla ympäristöön liittyvät epävarmuustekijät. Agenttiteorian mukaan hallituksella on ratkaiseva rooli kaupallisena voimavarana kilpailuympäristössä toimintakustannusten alentamiseksi ja hallitukseen yritysten riskialttiutta ja sitkeyttä. Naispuoliset jäsenet tuovat uutta näkökulmaa ja erilaista ammatillista taustaa

miehiin verrattuna tarjoten hallituksessa uusia näkymiä ja tärkeitä neuvoja johtaen parempaan ongelmanratkaisuun, parantaen kekseliäisyyttä, luovuutta ja tiedonsaantia.

Bilimoria (2006) on tutkinut naisten läsnäoloa yritysten hallituksissa ja sen positiivista yhteyttä sukupuolten moninaisuuteen yrityksen ylimmässä johtoryhmässä. Tulokset osoittavat naispuolisten hallitusjäsenten merkityksen ylimmän johtoryhmän monimuotoisuudelle ja viittaavat siihen, että yritykset, jotka haluavat lisätä sukupuolten moninaisuutta johtoportaan olisi niiden kiinnitettävä huomiota naisten hallitustason edustukseen. Conyon ja He (2017) löysivät positiivisen yhteyden yrityksen suorituskyvyn ja naispuolisten hallituksen jäsenten välillä. He tutkivat yli 3000 yritystä Yhdysvalloissa vuosien 2007 ja 2014 välillä. Heidän kvantitatiivisen regressioanalyysinsä tulokset viittaavat siihen, että naisjohtajilla on huomattavasti suurempi positiivinen vaikutus suorituskykyisiin yrityksiin verrattuna heikosti suoriutuviin yrityksiin. Cook ja Glass (2014) ovat havainneet, että päätöstentekijöiden monimuotoisuus lisää naispuolisten johtajien virassaoloaika ja valintaa johtotehtäviin huolimatta yrityksen taloudellisesta tuloksesta. Cook ja Glass (2015) ovat myös huomioineet, että hallituksen moninaisuus vaikuttaa merkittävästi naispuolisten toimitusjohtajien menestykseen valinnan jälkeen. Hallituksen moninaisuus on heidän mielestään kriittisessä roolissa naisten menestyksessä johtohenkilöinä ja hallituksen moninaisuuden lisääntyminen tulisi Cookin ja Glas- sin (2015) mielestä olla keskeistä kaikessa organisaatioiden moninaisuuden tavoittelussa.

Brahma ja muut (2021) ovat osaltaan tutkineet hallituksen sukupuolten monimuotoisuutta ja yritysten suorituskykyä Isossa-Britanniassa. Heidän tutkimuksessansa tutkittiin FTSE 100 yritysten suorituskyvyn yhteyttä yrityksen hallituksen sukupuolijakaumaan ja valittuihin naispuolisiin määritteisiin. Kriittistä massateoriaa hyödyntämällä mitattiin sukupuolijakaumaa hallituksen naispuolisten jäsenten määrää tutkimalla. Tutkimuksessa huomattiin positiivinen ja merkittävä yhteys sukupuolijakauman ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Samalla huomioitiin, että mikäli hallituksessa on kolme tai enemmän naispuolista jäsentä verrattuna kahteen tai vähempään, ovat tulokset sitäkin

merkittävimpiä positiivisen yhteyden kannalta. Lisäanalysointi toi esille sen, että nimityksen jälkeinen taloudellinen tulos liittyy myönteisesti naisten ikään, koulutustasoon ja siihen missä naispuoliset hallituksen jäsenet ovat myös toimitusjohtajan tehtävissä.

Etenkin corporate governance skandaalien jälkeen, kuten Enron tai WorldCom Yhdysvalloissa, Palmalatin vilpillinen konkurssi Italiassa ja viimeisimpänä maailmanlaajuinen talouskriisi vuosina 2007–2009, ei ole yllättävää, että yritykset ovat olleet suunnattoman paineen alla parantaakseen sukupuolijakaumaa yritystensä hallituksissa. Brahma ja muut (2021) toistavat kysymyksen mitä useimmat ovat pohtineet: Olisiko asiat olleet toisin, jos yritysten hallituksissa olisi ollut enemmän naisia näiden yhtiöiden asioiden ruorissa? Naiset ovat merkittävästi aliedustettuja hallituksissa. Silti väitetään, että sosiaalisten ja eettisten näkökohtien lisäksi naisten edustus hallituksissa voi helpottaa laajemman inhimillisen pääoman varannon saatavuutta, millä on merkittäviä vaikutuksia yrityksen kilpailu- ja suorituskykyyn (Brahma ja muut, 2021).

Maakohtaisella tasolla hallitukset ovat vastanneet naisten aliedustukseen yritysten hallituksissa uudistamalla hallituksen kokoonpanoa naisten lisäämiseksi hallituksissa. Lisätäkseen naisten osuutta hallituksissa, useat maat, kuten Saksa, Norja, Espanja, Ranska, Islanti, Italia, Belgia, Suomi ja Kenia ovat ottaneet käyttöön lainsäädäntökiintiön, jonka mukaan yritysten on nimettävä 30–40 % naisia yritystensä hallitukseen. Tästä seurauksena on kuitenkin huomattu, että sukupuolikiintiö on johtanut useiden kokemattomien naisten nimeämiseen hallitukseen vahingoittaen yritysten suorituskykyä. Esimerkiksi Ahern ja Dittmar (2012) huomasivat tämän tutkiessaan Norjan lakimuutoksen vaikutuksia yritysten suorituskykyyn. Uusi laki koskien 40 %:in naisten sukupuolikiintiötä Norjassa johti yritysten Tobinin Q-luvun jyrkkään laskuun lakimuutosta seuraavina vuosina, nuorempien ja kokemattomien hallitusjäsenten valintaan sekä yritysten toiminnan suorituskyvyn laskuun. Toisaalta kuitenkin vastakohtana, Brahman ja muiden (2021) mukaan, Iso-Britannia on omaksunut vapaaehtoisen lähestymistavan kiintiöihin perustuvan lähestymistavan vastaisesti. Tästä huolimatta naisten osuus Iso-Britannian hallituksissa on nousussa. Maa haluaakin perustavanlaatuisen muutoksen hallitustensa

kulttuurissa sisäisesti ja organisaatioiden itsensä johtamana sen sijaan, että muutosta pakotettaisiin ulkopuolelta ja ainoastaan nostamalla naispuolisten hallitusten jäsenten määrää. Onkin arveltu, että vapaaehtoisen lähestymistavan omaksuminen naispuolisten hallitusten jäsenten edustuksessa on johtanut kokeneiden naispuolisten jäsenten valitsemiseen sen sijaan, että vain täytetään lakisääteisiä kiintiöitä, joilla on myönteisiä vaikutuksia hallituksen strategiseen valvontaan, tehokkuuteen ja kiinteään arvoon.

Brahman ja muiden (2021) tutkimus osoittaa positiivisen yhteyden sukupuolijakaumaan sen jälkeen, kun on tutkittu kiinteitä ominaisuuksia ja muita tekijöitä, joiden on todettu vaikuttavan yrityksen suorituskykyyn. Huolimatta naisten hallituksen edustuksen tasosta, huomioivat Brahma ja muut (2021) yksiselitteisen positiivisen ja merkittävän yhteyden sukupuolijakauman ja yrityksen suorituskyvyn välillä, kun kolme tai enemmän naispuolista jäsentä valitaan hallitukseen verrattuna pienempään määrään. Tulokset eivät vastaa vaihtoehtoisia taloudellisen tuloksen mittareita tai erilaisia arviointimenetelmiä. Lisäanalysoinnin tuloksena saadaan selville, että taloudellinen suorituskyky on positiivisesti merkittävä naisiän sekä korkeamman koulutustason myötä ja mikäli naispuoliset hallituksen jäsenet ovat myös johtotehtävissä. Kuitenkaan samanaikaiset naisten hallitsevat johtotehtävät ja näkyvyys eivät ole tilastollisesti merkittäviä, mikä viittaa siihen, että moninkertaisella johtajakokemuksella ja näkyvyydellä mitattuna tittelleiden hallussapidolla ei ole merkittävää vaikutusta vakaaseen suorituskykyyn. Brahma ja muut (2021) vahvistavatkin tutkimuksessaan, että valitsemalla lisää naispuolisia jäseniä hallitukseen parantaa se yritysten suorituskykyä Isossa-Britanniassa. Sukupuolisesti tasapuolisiin hallituksiin on taloudellinen peruste yhtä lailla niin vakaan suorituskyvyn parantamisen vuoksi, kuin naisten yhtäläisten mahdollisuuksien edistämisenkin. Siitä syystä lisäämällä naispuolisten edustajien määrää hallituksissa, voi se auttaa saavuttamaan pitkäaikaisia kestäviä muutoksia työpaikoilla, vastuullista hallintoa ja kilpailukykyä maailmainlaajuisilla markkinoilla.

Hallitusten jäsenten monimuotoisuus on edelleen huolenaiheena sijoittajien, sääntelyviranomaisten ja kansalaisten keskuudessa. Siitä syystä Arenas-Torres ja muut (2021)

ovatkin tutkineet onko hallituksen jäsenten erilaisten muuttujien ja yrityksen suorituskyvyn välillä merkittävää ja positiivista yhteyttä. He pyrkivät selvittämään, onko hallituksen jäsenten monimuotoisuudella merkittävää ja positiivista vaikutusta Chilen pörssiyritysten taloudelliseen tulokseen. Tulokset osoittivat, että yleisesti on havaittavissa alhaista monimuotoisuutta sukupuolen ja kansalaisuuden osalta chileläisissä hallituksissa. Kuitenkin positiivinen ja merkittävä vaikutus oli havaittavissa kansalaisuuden, rakenne- ja sukupuolten moninaisuutena kaupallisella sektorilla. Myös Cabo ja muut (2011) raportoivat havainneensa syrjimisen merkkejä espanjalaisten 1000 suurimman yrityksen hallitusten vuosina 2005 ja 2008 toimittamien tietojen mukaan. Niistä voidaan todeta, että naispuolisia hallituksen jäseniä on vähemmän aloilla, joilla naisjohtajia on vähemmän tai joilla johtajat käyttävät pääosin yrityksen johtohenkilöstöä hallituksessa.

Arenas-Torres ja muut (2021) huomauttavat, että epäyhtenäisiä ja ei-yleistettävissä olevia eroavaisuuksia löytyy maiden, alojen ja yritysten välillä sekä keskustelun pirstomista eri alueiden kannalta merkityksellisistä aiheista, kunkin maan ja osakemarkkinoiden realiteettien mukaisesti. Jopa hallitusten jäsenten moninaisuuden ja yrityksen suorituskyvyn suhde luultavasti vaihtelee riippuen maiden erilaisista sääntelykehyksistä, poliittisesta ilmapiiristä, kulttuurista, talouden mallista ja markkinoiden koosta. Lisäksi monet maat yrittävät edistää sukupuolten tasapuolisuutta hallituksissa kiintiölakien kautta. Tosin sukupuolten tasapuolisuuden kiintiöiden seuraamisen seuraamukset ovat epäselvät ja voivat aiheuttaa yrityksille ja talouksille joko harmia tai etuja. Myös Adams ja Kirchmaier (2016) toteavat sen olevan epäselvää, hyötyvätkö kaikki yritykset hallitusten jäsenten sukupuolen moninaisuudesta, selvää kuitenkin on, että osa yrityksistä hyötyy siitä. Adams ja Kirchmaier (2016) jatkavatkin, että kun oikeat ihmiset ovat hallituksessa, sukupuolten moninaisuus voi johtaa lisääntyneeseen luovuuteen ja innovaatioihin, jotka ovat tärkeitä ominaisuuksia tiede- ja teknologia-alalla, sekä matemaattisella ja rahoitusallalla.

Arenas-Torres ja muut (2021) etsivät vastausta tutkimuskysymykseensä: vaikuttaako sukupuolen, kansalaisuuden ja iän moninaisuus positiivisesti ja merkittävästi Chilen pörssiyritysten taloudelliseen tulokseen? Chilessä ei ole säännöksiä koskien sukupuoli-kiintiöitä. Chileläisissä yrityksissä ei tällä hetkellä hallitusten moninaisuus ole kuitenkaan yritysten huolena. Arenas-Torres ja muut (2021) tuovat esille sen, että maailmanlaajuisesti naisilla on vähäinen edustus pörssiyritysten johtotehtävissä. Esimerkkinä he mainitsevat Terjesen ja muiden (2015) tutkimuksen tulokset, joiden mukaan naisilla on 10,3 % edustus pörssiyritysten hallituksissa. Eri maiden välillä on suuriakin eroja, kuten Marokossa naisten osuus on 0,0 %, Japanissa 0,9 %, ja Chilessä 2,4 % verrattuna maihin kuten Norjaan, jossa naisten osuus hallituksissa on 42,0 %, Ruotsiin, jossa naisten osuus on 28,0 % ja Suomen 27,2 % osuus. Joecks ja muut (2013) havaitsivat tutkimuksessaan, että vähintään 30 % hallituksen jäsenistä tulee olla naispuolisia, jotta se vaikuttaisi positiivisesti yrityksen taloudelliseen tulokseen. Vähempi kuin 30 % osuus vaikutti tulokseen negatiivisesti. Tämä prosenttiosuus tarkoitti heidän saksalaisten kohdeyritystensä tutkimuksessa kolmea naispuolista hallituksen jäsentä, mikä osoittautui "taianomaiseksi" määräksi naispuolisia hallituksenjäseniä.

Positiivisten tulosten lisäksi on myös havaittu negatiivisia tai neutraaleja vaikutuksia sukupuolten moninaisuudesta yritysten suorituskykyyn, vaikkakin näiden tulosten määrä on vähäisempi verrattuna positiivisiin havaintoihin. Chapple ja Humhrey (2014) eivät löytäneet tutkimuksessaan yhteyttä hallituksen sukupuolen monimuotoisuuden ja yrityksen taloudellisen tuloksen välillä. Arenas-Torres ja muut (2021) mainitsevat esimerkiksi Adusein ja Akomean (2017) tutkimuksen, jossa analysoitiin 494 instituutiota 76 eri maasta. Siinä huomattiin, että hallitusten jäsenten sukupuolten monimuotoisuus vaikuttaa negatiivisesti ja merkittävästi instituutioiden taloudelliseen tulokseen. Myös Pletzer ja muut (2015) saivat samanlaisia tuloksia analysoidessaan 3097 yritystä eri maista. He kertoivat, että pelkällä naisten edustuksella hallituksessa ei ole yhteyttä yritysten taloudelliseen suorituskykyyn vaan sen sijaan suurin osa ottaa huomioon muita tekijöitä. Toisaalta Marinova ja muut (2016) opiskellessaan 186 pörssi-yhtiötä Hollannista ja Tanskasta eivät löytäneet mitään yhteyttä hallituksen monimuotoisuuden ja yritys-

ten taloudellisen suorituskyvyn kanssa. Arenas-Torres ja muut (2021) mainitsevat vielä Hassan ja Marimuthun (2018) havainnot 330 yrityksen tutkimisesta Malesiassa, huomaten, että yritykset, joilla oli isoimmat voitot, täytyy olla sosiaalisesti vastuullisia ja suosivat näin monimuotoisuutta kaikissa hallinto- ja ohjausjärjestelmissään ja yritystensä kaikilla alueilla.

Toisaalta tulosten epäyhtenäisyys tulee esille myös kansalaisuuden monimuotoisuutta tutkiessa. Esimerkkinä Arenas-Torres ja muut (2021) mainitsevat, että kansalaisuuden monimuotoisuudella hallitusten jäsenten keskuudessa on positiivinen vaikutus yritysten suorituskykyyn. Myös Fernandez ja Tejerina (2020) saivat samankaltaisia tuloksia suorittaessaan pitkittäistutkimusta vuosina 2005–2015 ja osoittivat, että kansalaisuuk-sien moninaisuus sisäisissä johtajissa vaikuttaa positiivisesti yritysten suorituskykyyn. Päinvastoin Halcro ja muut (2021) tutkivat 76 Footsie 100 Lontoon pörssiyritystä vuosina 2010–2015 ja huomasivat, että kansalaisuuden monimuotoisuus hallituksissa ei ole merkittävä tekijä yritysten suorituskyvyssä. Myös Garcia ja muut (2015) huomioivat, että kansalaisuuden monimuotoisuus hallituksissa estää taloudellisen suorituskyvyn kasvun pankeissa. Arenas-Torres ja muut (2021) esittävätkin tiivistettynä, että hallitusten monimuotoisuuden ja yritysten suorituskyvyn suhde riippuu monesta eri tekijästä, kuten sääntelyrakenteesta, poliittisesta ilmapiiristä, taloudellisesta järjestelmästä ja osakemarkkinoiden koosta. Myös kannattavuusindikaattoreiden avulla taloudellisten suhteiden tutkinnalla on keskeinen rooli niin yhtiön taloudellisessa kuin kilpailuasemasakin.

Anderson ja muut (2011) tutkivat hallitusten erilaisuuden ja yritysten suorituskyvyn yhteyttä Yhdysvalloissa. Hallitusten jäsenten erilaisuus perustui jäsenten kuuteen eri ominaisuuteen, jotka olivat koulutus, kokemus, ammatti, ikä, sukupuoli ja kansalaisuus. Anderson ja muut (2011) huomasivat, että yritykset voivat hyötyä hallitusten jäsenten erilaisuudesta jäsenten tuodessa erilaisia näkökulmia, taitoja ja ongelmanratkaisukykyä yritysneuvotteluihin. Etenkin he panivat merkille merkittävän ja myönteisen yhteyden yrityksen toiminnan monimutkaisuuden ja hallituksen heterogeenisyyden välillä.

Hallitusten jäsenten moninaisuutta on tutkittu laajasti vuosien 1999–2019 ajalta ja Bakerin ja muiden (2020) mukaan suurin osa tutkimuksista keskittyy etenkin sukupuolten moninaisuuteen. Baker ja muut (2020) huomauttavatkin, että tutkijoiden mukaan tutkimukset yritysten hallitusten sukupuolten moninaisuudesta toimivat keinona parantaa yritysten corporate governancea.

Tuo ja muut (2021) tutkivat yhteyttä yrityksen suorituskyvyn ja sukupuolten monimuotoisuuden välillä osana hallituksen rakennetta. Otoksena he ovat käyttäneet Länsi-Afrikan yrityksiä, jotka on valittu kolmesta suurimmasta (Nigeria, Norsunluunrannikko ja Ghana) pörssistä. Tuo ja muut (2021) väittävät corporate governance keskustelujen perustuvan aina seuraavalle hypoteesille: johtajat voivat voittaa ohjausmekanismit, jotka heille on käyttöön otettu. Usein liiketoimintajohtajat toimivat kuitenkin osakkeenomistajien ja muiden yritysten sidosryhmien vahingoksi. Heidän mielestään tuleekin huomioida, että kiistely corporate governancesta tulee Yhdysvalloista, missä johtajilla on reilusti valtaa hajallaan olevaa osakeomistusta vastaan. Kyse on ehtojen etsimisestä, jotka varmistavat osakkeenomistajien hallintotavan johtamista, priorisoiden osakkeenomistajien etuja strategisessa päätöksentekoprosessissa. Siten kyseinen corporate governance käsitys on Anglosaksinen trendi, joka asettaa osakkeenomistajat järjestelmän keskiöön.

Hallinnointiteorioissa on edelleen ongelmana Tuon ja muiden (2021) mukaan johtajien ja omistajien välinen eroava kiinnostus, näin ollen hallitusten jäsenten ja naispuolisten johtajien erilaiset ominaisuudet ovat tähän ratkaisuna. Koska hallituksen jäsenillä on merkittävä rooli yrityksen johdossa, nämä ominaisuudet voivat olla ensisijaista näyttöä yritysten suorituskyvystä. Hallitus on organisaation tai yrityksen elin, jolla on päätöksentekovalta, ja se tekee päätökset organisaation tai yrityksen käytännön mukaisesti ottaen niiden budjetin ja ohjelman käyttöön ennen kuin esittävät ne yhtiökokoukselle. Tuo ja muut (2021) kertovat, että afrikkalaisissa yrityksissä on kuitenkin vain muutamia johdon käytäntöjä, hallinnointitapoja, ja erityisiä hallituksia havaittavissa.

Yhteenvetona hallituksen tärkeimmäksi tehtäväksi voidaan nimetä avainrooli corporate governance päätösten valvojana. Afrikan kehittymisen vauhdissa teollistuminen, sijoittaminen ja hyvä hallinnointitapa ovat auttaneet ymmärtämään hallituksen elintärkeää roolia, ja sitä, että yritysten suorituskyvystä on tullut merkittävä lähde niin ulkoisessa kuin sisäisessä rahoituksessa houkuttelemalla sijoittajia. Erityisesti hallituksen moninaisuutta on alettu pitämään tärkeänä tekijänä yrityksen suorituskyvyssä sekä hyvän hallitustavan käytäntönä. Tuo ja muut (2021) tuovat kuitenkin esille, että naispuolisten hallitusten jäsenten määrä on edelleen suppea useimmissa maissa, jopa Yhdysvalloissa. Se on kuitenkin ollut nousussa ja on suotuisa merkki niin naisten hyödyksi, kuin yritysten yleisen hyödyn eduksi. Afrikassa naiset ovat vahvasti ottaneet osaa Afrikan taloudelliseen ja sosiaaliseen kehittymiseen, ja jatkavat positiivista vaikutusta sosiaalisiin toimiin vähentäen sukupuolten välisiä haittoja. Maailman pankin mukaan tilastot vuodelta 2017 osoittavat naisten osallistumisen olevan 63 % Länsi-Afrikassa. Afrikan kehitys pankin mukaan naisten osuus hallituksissa Länsi-Afrikassa on 12 % ja 13.7 % Afrikassa verrattuna vuoteen 2015 jolloin se oli 12.7 % Afrikassa ja 17.3 % maailmassa ollen vielä hyvin vähäistä. Tuo ja muut (2021) uskovatkin heidän tutkimuksensa olevan hyvin tärkeä, sillä kasvava trendi on naisten kiintiöpolitiikka hallituksissa tai hallitusten sukupuolten monimuotoisuus ympäri maailman.

Suomessa Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n (2020) Hallinnointikoodiin kuuluu suositus hallituksen monimuotoisuudesta. Yhtiön tulee selostaa ja määrittää periaatteet, jotka koskevat hallituksen monimuotoisuutta. Nämä periaatteet voivat koskea esimerkiksi ikää, sukupuolta, ammatti- tai koulutustaustaa. Hallinnointikoodin mukaan monimuotoisuus tukee yhtiön liiketoimintaa, edistää sen hallinnointia ja tehostaa johdon valvontaa.

Hypoteesi 2: Hallituksen sukupuolen moninaisuudella on positiivinen merkitys yrityksen taloudelliseen tulokseen.

4.3 Hallituksen riippumattomuus

Bhagat ja Bolton (2008) tuovat tutkimuksessaan esille, voiko hallituksen jäsenten ominaisuudet olla tehokas mitta corporate governancea. He mainitsevatkin, että aiheesta on paljon kirjallisuutta, joka tutkii hallitusten ominaisuuksien lisäksi hallituksen riippumattomuutta, hallitusten jäsenten osakkeiden omistajuutta, ja sitä onko yrityksen toimitusjohtaja ja hallituksen puheenjohtaja sama henkilö. Bhagat ja Bolton (2008) myöntävätkin aiheen olevan empiirinen kysymys sekä taloudelliselta että ekonometriseltä kannalta, ja on mahdollista, että hallituksen jäsenten ominaisuudet voivat olla tehokas mittari corporate governancealle. Yritysten hallituksilla on valta tehdä tai ainakin ratifioida kaikkia tärkeitä päätöksiä mukaan lukien päätöksiä koskien sijoituspolitiikasta, johdon palkkiopolitiikasta ja hallituksen hallintotavasta itsestään. On uskottavaa, että hallituksen jäsenet, joilla on sopivasti yrityksen osakkeita omaavat kannustimen yrityksen tehokkaaseen valvontaan ja tärkeiden päätösten silmälläpitoon. Siten hallituksen riippumattomuus tai omistajuus voivat olla hyvän hallintotavan välittäjinä.

Kyere ja Ausloos (2021) ovat tutkineet hyvän corporate governance ja pörssiyritysten taloudellisen tuloksen suhdetta Isossa-Britanniassa ja havaitsivat, että joillakin corporate governance menetelmillä, kuten hallituksen koolla ja riippumattomilla hallituksen jäsenillä oli ennakoitavaa valtaa taloudellisen tuloksen indikaattoreissa. Tutkimuksessa huomattiinkin, että vahva riippumaton hallitus on yksi ratkaisu hallitusten ongelmaan vähentämällä kustannuksia ja parantamalla siten yrityksen taloudellista suorituskykyä.

Agenttiteoria on eniten käytetty teoria tutkittaessa hallitustyöskentelyn ja johdon osakeomistuksen vaikutuksia yrityksen taloudelliseen tulokseen. Tämän teorian mukaan epäsymmetrinen informaatio aiheuttaa johdon käyttäytymisen tavalla, joka puoltaa heidän etujaan osakkeenomistajien kustannuksella (Jermias & Gani, 2014). Lubatkinin (2006) mukaan agenttiteoriamalla omistajuusstruktuuri osakeyhtiöissä antaa johdolle eli agenteille aihetta toimia itseä hyödyttävällä tavalla, joten omistajilla on aihetta investoida muodollisiin hallintomekanismeihin.

Jensen ja Meckling (1976) ovat sitä mieltä, että valvonta ja kannustimet lieventävät johdon opportunistista käytöstä. Isoissa organisaatioissa corporate governance mekanismit, erityisesti hallituksen jäsenet palvelevat taatakseen, että yrityksen omaisuutta johdetaan tehokkaasti osakkeenomistajien etuja silmällä pitäen ja lieventäen johdon tai muiden etuoikeuksien ja ei-rahallisten etujen kuluista (Fama & Jensen, 1983; Jermias & Gani, 2014). Jensen ja Meckling (1976) väittävät, että mikäli johto omistaa yrityksen osakkeita, antaa se heille kannustimen investoida toimintoihin, jotka maksimoivat yrityksen arvoa, sillä he saavat siitä myös oman osansa. He myös väittävät, että samalla kun johdon osakkeiden omistus lisääntyy, johdon osuus etuoikeuksien kuluista lisääntyy, mikä lannistaa heitä osallistumaan opportunistisiin toimintoihin.

Jermias ja Ganin (2014) tutkimuksen tavoitteena oli saada selville hallituksen pääoman vaikutus corporate governanceen, ja johdon osakkeiden omistamisen suhteesta yrityksen taloudelliseen tulokseen. Kyseisessä tutkimuksessa käytettiin otosta Yhdysvaltojen yrityksistä, jotka ovat listattu Compustat S&P 500 pörssissä. Tutkimuksessa määriteltiin hallituksen pääomaa ulkopuolisen johtajan kykyä käyttää heidän taitojaan, mainettaan, kokemustaan, erityisosaamistaan ja tietojään sekä johdon toiminnan valvontaan että johdon neuvontaan ja konsultointiin liittyviin tehtäviin kuten Chen (2008) ja Hillman (2005) ovat sanoneet. Jermias ja Gani (2014) väittävätkin, että hallituksen pääoma osaltaan vaikuttaa corporate governancen ja johdon osakeomistajuuden vaikutuksiin yrityksen taloudellisessa menestyksessä. He myös jatkavat, että vaikka hyvä hallinnointitapa ja johdon kannustimet omalta osaltaan ovat tarvittavia toimenpiteitä erinomaiseen tulokseen, eivät ne yksistään riitä, mikäli yritys tavoittelee erinomaista taloudellista menestystä. Tulee myös ottaa huomioon hallitusten jäsenten ominaisuudet ja kapasiteetti hallitustyön tekemiseen, koska johdon valvonnan ja resurssien tarjoamisen kyvyt vaihtelevat. Esimerkiksi tilanteessa, jossa kahdella yrityksellä on sama hyvä hallinnointitapa ja johdon osakkaiden omistajaosuus, mutta toisen yrityksen hallituksen jäsenillä on paremmat taidot ja asiantuntijuus verrattuna toisen yrityksen hallitukseen, on loogista olettaa, että sen yrityksen, jonka hallituksen jäsenillä on paremmat taidot,

suoriutuvat he paremmin auttaessaan johtoa tehtävissään ja suorittamaan johdon valvontatehtäviä, kuin toisen verratun yrityksen hallituksen jäsenet.

Yllä mainittu tutkimus perustui agenttiteoriaan ja resurssiperusteiseen teoriaan ja niitä käytettiin hypoteesien kehittämiseen ja testaamiseen. Tuloksena tässä tutkimuksessa saatiin tietää, että hallituksen pääomalla eli ominaisuuksilla on merkitystä yrityksen taloudelliseen menestykseen. Toiseksi saatiin selville, että hallituksen ei-riippumattomuudella ja toimitusjohtajan ollessa myös hallituksen jäsen on negatiivinen merkitys taloudelliseen menestykseen. Tosin negatiivinen merkitys on lievennetty hallituksen pääomalla. Kolmanneksi huomattiin yhtäläisyys agenttiteorian kanssa siitä, että johdon osakkeiden omistajuus antaa johdolle kannustimen toimia tavalla, joka maksimoi taloudellista arvoa koska he saavat itse siitä oman osuutensa. Lisäksi saatiin selville, että ulkopuolisilla korkean tason johtajilla voidaan vahvistaa positiivista suhdetta johdon osakkeiden omistajuuden ja taloudellisen tuloksen välillä (Jermias & Gani, 2014).

Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n (2020) ylläpitämän Hallinnointikoodin mukaan hallituksen jäsenten enemmistön tulee olla riippumattomia yhtiöstä ja lisäksi vähintään kahden jäsenen tulee olla riippumattomia yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista yhtiön riippumattomuuden lisäksi. Tällä suosituksella pyritään estämään eturistiriitoja, kun hallituksen jäsenten enemmistöllä ei ole riippuvuussuhdetta yhtiöön. Tämä myös tukee hallituksen tehtävää toimitusjohtajan ohjaamisessa ja valvomisessa, sekä tukee hallituksen toimia yhtiön ja kaikkien osakkeenomistajien etujen eteen. Tyypillisesti suomalaisen pörssiyrityksen kaikki jäsenet ovat yhtiön toimivaan johtoon kuulumattomia jäseniä (non-executive directors).

Hypoteesi 3: Riippumattomien hallitusten jäsenten määrä ei vaikuta yrityksen kannattavuuteen.

4.4 Hallituksen kokousten määrä

Hallituksen kokoukset ovat hallituksen toiminnassa usein helposti havaittavaa ja sääntelyviranomaiset ja kansalaiset pitävätkin hallituksen kokouksia keinona tehostaa niiden toimintaa julkisissa yrityksissä. Monissa maissa, kuten Jin, Talaveran ja Yinin (2019) mainitsemien Yhdysvaltojen, Iso-Britannian, Intian ja Kiinan laissa säädetäänkin julkisten yhtiöiden pitävän tietyn minimimäärän hallituksen kokouksia vuodessa. Kokousten korkea määrä ei kuitenkaan takaa hyvin toimivaa hallitusta johtuen esimerkiksi kokousten aiheiden laajasta kirjosta. Ji ja muut (2019) kirjoittavatkin, että kokousten määrä ei kerro hallituksen onnistumisesta valvontatehtävässään, vaan ennemminkin yritysehdo-
tusten ratifiointi ja seuranta hallituksen kokouksissa, jotka auttavat hallituksia seuraamaan ja arvioimaan toimitusjohtajia. Choun ja muiden (2013) tutkimuksessa, joka koski Taiwanilaisten yritysten hallitusten jäsenten osallistumisaktiivisuutta ja yrityksen suorituskykyä, huomattiin, että mikäli hallituksen jäsen osallistui itse kokoukseen, oli sillä positiivinen vaikutus ja jäsenen valtuuttaessa toisen henkilön puolestaan, oli sillä negatiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn. Briegerin ja muiden (2017) tutkimuksen mukaan naisilla on positiivinen vaikutus laadullisesti hallituksen tehtävien suorittamisessa. He käyttävät paljon aikaa etenkin kokouksiin valmistautumisessa ja osallistuvat niihin miespuolisia hallitustenjäseniä useammin. Suomessa pörssiyritykset ilmoittavat pidettyjen hallituksen kokousten lukumäärän tilikauden aikana ja kunkin hallituksen jäsenen kokouksiin osallistumisen aktiivisuuden (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020).

Hypoteesi 4: Hallituksen kokousmäärä ei vaikuta yrityksen kannattavuuteen.

5 Tutkimusmenetelmät ja aineisto

Tämä työ on tehty kvantitatiivisena tutkimuksena ja työn analysointiin käytetty aineisto on saatu Vaasan yliopiston Asset4 -tietokannasta. Tutkimustyypiksi valikoitui kvantitatiivinen tutkimus, koska se soveltuu tutkimukseen, jossa tutkimusaineistot ovat usein suuria (Holopainen & Pulkkinen, 2008, s. 21). Holopainen ja Pulkkinen (2008, s. 21) kertovat, kuinka kvantitatiivisessa tutkimuksessa ilmiöitä kuvataan numeerisesti ja siinä pyritään vastaamaan kysymyksiin ”mikä?”, ”missä?”, ”kuinka paljon?” ja ”kuinka usein?”. Hirsjärven ja muiden (2014, s. 140) mukaan kvantitatiivisen tutkimuksen keskeisiä piirteitä ovat aiemmat teoriat ja aiemmista tutkimuksista tehdyt johtopäätökset, käsitteiden määrittelyt ja hypoteesien esittäminen. Hirsjärvi ja muut (2014, s. 140) toteavat, että aineiston keruussa on tärkeää, että valittu aineisto soveltuu määrälliseen ja numeeriseen mittaamiseen. Keskeistä kvantitatiivisessa tutkimuksessa on aineiston muututtujen muodostaminen taulukkomuotoon ja sen tulisi olla tilastollisesti käsiteltävissä muodossa. Lisäksi päätelmien tulisi perustua havaintoaineiston tilastolliseen analysointiin.

Kuten Jermias ja Ganin (2014) tutkimuksessa hallituspääoman ja hallitusominaisuuksien vaikutuksista yrityksen tulokseen, tähänkin työhön on valittu aineistoksi Yhdysvaltojen S&P 500 indeksiin kuuluvat pörssiyritykset, joita oli yhteensä 504 kpl. S&P indeksi on Yhdysvaltojen markkina-arvoltaan suurimpien pörssiyritysten keskeinen talousmittari ja osakeindekseistä yksi maailman tunnetuimmista. Se antaa kattavan kuvan Yhdysvaltojen taloudellisesta tilanteesta (Osakesijoittaja.fi, n.d.). Yrityksistä on jätetty pois pankki-, vakuutus- ja rahoitusalan toimijat, koska toimiala on niin erilainen suhteessa muihin yrityksiin ja niitä koskettavat erilaiset säännökset tehdessä mahdollisista tuloksista vertailukelvottoman tähän tutkimukseen. Yrityksiä jätettiin myös pois aineistosta, mikäli niistä ei ollut riittävästi dataa saatavilla tai niillä oli huomattavan poikkeavia tietoja muihin yrityksiin verrattuna. Aineistoon valikoitui lopulta 403 yritystä. Dataa valituista yrityksistä on haettu vuosilta 2017–2022. Tämä on riittävän pitkä jakso, jotta saatiin tarpeeksi pitkä ja vertailukelpoinen tutkittava ajanjakso. Aineistoa ei käsitellä aikasarja-

na, vaikka havaintoja onkin viideltä peräkkäiseltä vuodelta. Sen sijaan aineistoa käsitellään yhtenä joukkona eli poikkileikkausaineistona.

Yrityksistä on haettu tähän tutkimukseen tehokasta hallitustyöskentelyä mittaaviksi tekijöiksi seuraavat selittävät muuttujat: hallituksen koko, hallituksen monimuotoisuus (naispuolisten jäsenten osuus), hallituksen toimitusjohtajan ja jäsenten riippumattomuus ja hallitusten kokousten määrä vuodessa. Hallituksen ja toimitusjohtajan riippumattomuus on valittu myös Jermias ja Ganin (2014) ja Pucheta-Martinezin ja Gallego-Alvarezin (2019) tutkimuksessa selittäviksi muuttujiksi, sekä jälkimmäisessä oli valittu näiden lisäksi hallituksen koko ja naispuolisen johdon jäsen selittäväksi muuttujaksi. Hallituksen kokoa mitataan hallituksen jäsenten määrällä tilikauden lopussa. Hallituksen monimuotoisuutta mitataan naispuolisten hallitusten jäsenten osuudella. Hallituksen puheenjohtajan riippumattomuutta mitataan dummy muuttujalla, jossa annetaan arvo yksi, mikäli hallituksen puheenjohtaja on myös hallituksen jäsen ja arvo nolla, mikäli näin ei ole. Hallituksen jäsenten riippumattomuutta mitataan niiden jäsenten osuudella, jotka ovat riippumattomia sekä yhtiöstä että yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista. Hallitusten kokousten määrä on tilikauden lopussa pidettyjen kokousten yhteenlaskettu määrä.

Selitettäviksi muuttujiksi tässä tutkimuksessa on valittu ROE (Return on Equity), ROA (Return on Assets) ja Tobinin q -luku, jotka kuvaavat yrityksen kannattavuutta. Täysin samat selitettävät ja selittävät muuttujat olivat valittuna myös Rodriguez-Fernandezin ja muiden (2014) tutkimuksessa, jossa tutkittiin hallitusten ominaisuuksien ja yritysten suorituskyvyn korrelaatiota Espanjassa. Myös Pucheta-Martinez ja Gallego-Alvarez (2019) ja Chung ja Zhang (2011) käyttivät Tobinin Q :ta selitettävänä muuttujana tutkimuksessaan. Oman pääoman tuotto ROE lasketaan jakamalla yrityksen nettotulos oikaistun oman pääoman määrällä keskimäärin tilikaudella (Yritystutkimus ry, 2017, s. 68). Tämä tunnusluku on erityisen tärkeä sijoittajille ja yrityksen omistajille. ROA kuvastaa liiketoiminnan suhteellista kannattavuutta ja kertoo sijoittajille, kuinka tehokkaasti yritys muuntaa sijoitetut varat tuotoksi. Se myös kuvastaa, kuinka suuri osa tuloksesta on

saavutettu kokonaispääoman avulla. ROA lasketaan jakamalla nettotulos taseen loppusummalla. Tobinin q lasketaan jakamalla yrityksen markkina-arvo sen tasesubstanssilla. Tobinin q -lukua käytetään yrityksen markkinaperusteisena arvon mittarina (Investopedia, 2024a).

Tässä tutkimuksessa on käytetty lineaarista regressioanalyysiä tutkimuksen tilastollisena menetelmänä aiempia tutkimuksia (Jermias & Gani, 2014; Rodriguez-Fernandez ja muut, 2013; Chung & Zhang, 2011) mukailten. Holopaisen ja Pulkkinen (2008, s. 261) mukaan päämääränä regressioanalyysissä on löytää mahdollinen yhteys muuttajien välillä ja sen kuvaaminen matemaattisen mallin avulla. Linearisessa mallissa tarkasteltavia ilmiöitä kuvataan yksinkertaisimmillaan yhden selittävän muuttujan avulla (Pulkkinen & Holopainen, 2008, s. 261) tosin käytännössä selittäviä muuttujia on useita. Jotta tulokset olisivat luotettavia, kontrollimuuttujiksi analyysiin valikoitiin yrityksen koko (yrityksen varat yhteensä), ikä ja leverage kuten Pucheta-Martinezin ja Gallego-Alvarezin (2019) ja Chungin ja Zhangin (2011) tutkielmissa muiden heidän käyttämiensä kontrollimuuttujien ohessa. Hirsjärvi ja muut (2014, s. 221) pitävät aineiston analyysiä, tulkintaa ja johtopäätösten tekoa tutkimuksen ydinasiana. Analyysivaiheessa tutkimuskysymyksiin ja -ongelmiin saadaan vastauksia.

6 Tulosten analysointi

Tässä luvussa kuvaillaan regressioanalyysien avulla saatuja tuloksia. Ensimmäisessä alaluvussa käydään läpi kuvailevat tunnusluvut, toisessa alaluvussa puolestaan esitellään Pearsonin korrelaatiomatriisin avulla muuttujien välisiä korrelaatiokertoimia ja niiden tilastollista merkitsevyyttä. Kolmannessa ja viimeisessä alaluvussa esitellään regressioanalyysien tulokset.

6.1 Kuvailevien tunnuslukujen analysointi

Taulukosta 1 voidaan nähdä hallitusten kokovertailua jäsenmäärien perusteella. Jäseniä hallituksissa on 4–28. Tyypillisin hallitusmäärä on 11–12 jäsentä ja keskihajonta vain 1,97. Yli 90 % tämän otoksen hallituksissa oli 8–13 jäsentä, tätä suuremmat tai pienemmät hallitukset olivat erittäin harvinaisia. OECD Yhdysvalloissa ja European governance eivät anna suosituksia hallituksen koosta. Garcia-Ramos & Diazin (2021) mukaan hallituksen ei tulisi olla liian iso ollakseen kömpelö, kuitenkin sopiva yrityksen liiketoimintaan. Tuo ja muut (2021) tuovat kuitenkin esille sen, että suuremmalla hallituskoolalla on enemmän mahdollisuuksia suorittaa hallituksen valvontatehtävää. Luonnollisesti suurempi henkilömäärä lisää merkittävien henkilöiden osuutta hallituksessa ja myös mahdollistaa työvastuun jakamisen tarjoten erilaisia ja useita näkökulmia asioiden hoitamiseen. Suomen hallinnointikoodin mukaan hallituksessa tulisi olla riittävän monta jäsentä, korostaen sitä, että jäsenten osaaminen on monipuolista ja riittävää.

Taulukosta on nähtävillä hallituksen moninaisuuden jakauman. Tätä mitataan hallituksen naispuolisten jäsenten prosenttiosuudella. Aineistosta saatiin tuloksia 2–56 prosenttiosuuden väliltä. Tyypillisimmin valitun aineiston hallitusten moninaisuuden prosenttiosuus on 25. Yhdeksällä prosentilla hallituksista oli neljännes naispuolisia jäseniä. Tuo ja muut (2021) ovatkin tuoneet esille sen, että naispuoliset jäsenet tuovat uutta näkökulmaa ja erilaista ammatillista taustaa hallitukseen tarjoten mahdollisuuden parempaan ongelmanratkaisuun mm. kekseliäisyyden, luovuuden ja tiedonsaannin kautta.

Hallitusten moninaisuuden analysointi onkin ollut suosittu tutkimuskohde, kun on tutkittu hallitusten tehokkuutta. Cook ja Glassin (2015) mukaan moninaisuuden lisääntyminen hallituksissa tulisikin olla se keskeisin tavoite organisaatioiden moninaisuuden tavoittelussa. Sillä on myös todettu olevan tärkeä rooli naisten johtohenkilöinä menestyksessä. Canoy ja He (2017) löysivät positiivisen yhteyden tutkimuksessaan naispuolisten hallitusten jäsenten ja yrityksen suorituskyvyn välillä.

Taulukosta nähdään vuosittaisten hallitusten kokousten määrä. Kokouksia on ollut 3–19 vuodessa. Tyypillisesti kokouksia on pidetty 6–8 kpl vuodessa. Kokousten korkea määrä ei kuitenkaan automaattisesti mahdollista tehokasta hallitusta johtuen Jin ja muiden (2019) mukaan kokousaiheiden laajasta kirjosta, eikä kokousten määrällä ole myöskään tekemistä hallituksen onnistumisessa sen valvontatehtävässä. Jäsenten osallistumisaktiivisuus tulisi myös huomioida, kun mietitään hallitusten kokousten määrän vaikutusta hallituksen tehokkuuteen. Jäsenten osallistumisaktiivisuutta ei ole huomioitu tässä tutkimuksessa.

Taulukosta voidaan tarkastella hallitusten jäsenten ja toimitusjohtajan riippumattomuutta. Mikäli yrityksen toimitusjohtaja oli myös hallituksen jäsen, annettiin sille arvo 1. Tuloksista kävi ilmi, että kaikissa yrityksissä yrityksen toimitusjohtaja oli osana hallitusta. Hallitusten jäsenten riippumattomuutta mitattiin riippumattomien hallituksen jäsenten prosenttiosuudella. Selkeästi eniten riippumattomia jäseniä oli 85–92 % hallitusten jäsenistä. Huomioitavaa kuitenkin on, että minimissään hallituksissa oli vain vajaa 9 % yrityksestä riippumattomia jäseniä. Suomessa hallinnointikoodin suosituksen mukaan enemmistön hallituksesta tulisi olla riippumattomia jäseniä. Kyere ja Ausloosin (2021) Isossa-Britanniassa tekemän tutkimuksen mukaan vahva riippumaton hallitus oli osaltaan keino ratkaista hallitusten ongelmaa, parantaen yrityksen taloudellista suorituskykyä vähentämällä kustannuksia.

Seuraavaksi tarkastellaan selitettävien muuttujien tunnuslukuja. Kokonaispääoman tuottoprosentin ROA:n keskiarvo on tällä otoksella ollut 8,65. Alma Insightsin (n.d. -a)

mukaan ROA kertoo yrityksen kyvystä käyttää sen kokonaispääomaa ja siitä käytetään myös nimitystä kansantaloudellinen kannattavuus. Yritystutkimus ry:n (2017, s. 67) mukaan kokonaispääoman tuotto prosenttia voidaan tulkinta seuraavasti:

- yli 10 % hyvä
- 5–10 % tyydyttävä
- alle 5 % heikko

Tähän perustuen ROA on keskimäärin otoksen yrityksillä tyydyttävällä tasolla.

Alma Insights (n.d. -b) antaa seuraavat viitteelliset arvot oman pääoman tuotto prosentin ROE:n tulkintaan:

- yli 20 % erinomainen
- 15–20 % hyvä
- 10–15 % tyydyttävä
- 5–10 % välttävä
- alle 5 % heikko

Oman pääoman tuotto prosentin ROE:n keskiarvo oli 58,75 % ollen Alma Insights:in (n.d. -b) tulkinnan mukaan erinomaisella tasolla. Tobinin q -luku mielletään matalaksi sen ollessa 0–1 ja luvun ollessa yli yksi, mielletään se korkeaksi. Yritys on tasapainossa luvun ollessa yksi. Muihin toimialan yrityksiin verrattuna, yrityksen osakekurssi voi olla yli- tai aliarvostettu. Mikäli luku on alle yksi, on yritys aliarvostettu sen todelliseen arvoon verrattu ja vastaavasti sen ollessa yli yksi, ylittää yrityksen markkina-arvo sen ta-searvon (Investopedia, 2024b). Tobinin q-luvun keskiarvo on yli 2 ollen siis korkea.

Sekä ROA:n, Tobinin q -luvun ja etenkin ROE:n pienimmän ja suurimman arvojen välillä oli suuria eroja. Regressioanalyysiä tehtäessä on tässä tutkielmassa poistettu havainnot, jotka ovat selkeitä ääritapauksia selitettävien muuttujien normaalijakautuneisuuden varmistamiseksi.

Taulukko 1. Kuvailevat tunnusluvut vuosilta 2016–2022

	N	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Keskihajonta
Selitettävät muuttujat					
ROA	403	-4,8	43,74	8,65	6,34
ROE	403	-216,84	4694	58,75	327
Tobin's Q	403	-10,38	34,49	2,43	2,84
Selittävät muuttujat					
Koko	403	4,29	27,86	10,78	1,97
Monimuotoisuus(%)	403	2,38	55,84	25,54	7,75
Kokoukset	403	2,86	19,14	7,81	2,41
Toimitusjohtaja	403	1	1	1	0
Riippumattomuus	403	8,71	93,5	81,85	14,03
Kontrollimuuttujat					
Leverage	403	0,1	3,63	0,65	0,29
LNAsset	403	1036392	487383857	39327046	58709674

6.2 Korrelaatioanalyysi

Pearsonin korrelaatiomatriisia on käytetty tutkimuksessa havainnollistamaan valittujen muuttujien välisiä korrelaatiokertoimia sekä niiden tilastollista merkitsevyyttä. Holopaisen ja Pulkkisen (2008) mukaan korrelaatiokertoimella ja yleisimmin Pearsonin korrelaatiokertoimella, mitataankin muuttujien välisen yhteyden voimakkuutta. Taulukosta 2 voidaan huomata, että yhdelläkään selitettävällä muuttujalla ei ole tilastollisesti merkittävää korrelaatiota ROE:n kanssa. Sen sijaan ROA:n kanssa on merkittävä negatiivinen korrelaatio hallitusten kokousmäärän (MEETINGS) kanssa ja merkittävä positiivinen korrelaatio hallituksen riippumattomuuden (INDEPENDENT) kanssa 0,1 % merkitsevyystasolla. Hallituksen koolla (SIZE) ja kokousmäärällä oli merkittävä positiivinen korrelaatio Tobinin q-luvun kanssa 0,1 % merkitsevyystasolla. Tobinin q-luvulla on myös merkittävä negatiivinen korrelaatio hallituksen riippumattomuuden kanssa 5 % merkittävyydestasolla. Selittävistä muuttujista hallituksen moninaisuudella (DIVERSITY) ei ollut merkittävää korrelaatiota ROA:n, ROE:n tai Tobinin q-luvun kanssa.

Hallituksen moninaisuudella on kuitenkin positiivinen korrelaatio ROE:n ja ROA:n kanssa. Hallituksen koolla on positiivinen korrelaatio kaikkien selitettävien muuttujien kanssa. Kokousten määrällä on positiivinen korrelaatio ROE:n ja Tobinin q-luvun kanssa ja negatiivinen korrelaatio ROA:n kanssa. Hallituksen riippumattomuudella on positiivinen korrelaatio sekä ROE:n että ROA:n kanssa. Ennakoasetuksista poiketen ainoastaan hallituksen koolla näyttäisi olevan positiivinen merkitys kaikkien tarkasteltavien selitettävien muuttujien osalta.

Tutkielman selittävien muuttujien välisiä korrelaatiokertoimia ja niiden merkitsevyyksiä tarkastellessa voidaan huomata, että kaikki selittävät muuttujat korreloivat positiivisesti keskenään sekä tilastollisesti merkittävästi joko 0,1 % tai 1 % merkitsevyydellä.

Taulukko 2. Pearsonin korrelaatiomatriisi

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1 SIZE	1.00								
2 DIVERSITY	0.21***	1.00							
3 MEETINGS	0.13**	0.15***	1.00						
4 INDEPEND	0.16***	0.21***	0.20***	1.00					
5 ROE	0.02	0.03	0.02	0.04	1.00				
6 ROA	0.01	0.01	-0.28***	0.24***	0.20*	1.00			
7 QTOBIN	0.20***	-0.01	0.25***	-0.10*	0.09*	0.50***	1.00		
8 LNASSET	0.25***	0.14**	0.14**	0.11*	-0.02	-0.16***	-	1.00	
							0.19**		
							*		
9 LEVERAGE	0.12**	0.13**	-0.03	-0.31***	0.13**	0.16***	0.01	0.01	1

* Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 5 %:n merkitsevyydellä.

** Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 1 %:n merkitsevyydellä.

*** Korrelaation on tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n merkitsevyydellä.

6.3 Regressioanalyysit

Regressioanalyysin avulla tutkitaan selittävän muuttujan vaikutusta selitettävään muuttajaan ja sen päämääränä onkin löytää näiden muuttujien mahdollinen yhteys (Holopainen & Pulkkinen, 2008, s. 261). Selitettäviä muuttujia on regressioanalyysissä vain yksi, selittäviä muuttujia taas useita. Regressioanalyysiä käytetäänkin usein silloin, kun halutaan tarkastella, mitkä valitut muuttujat selittävät selitettävää muuttujaa parhaiten. Tämä sopii hyvin myös, kun halutaan ennustaa (Tähtinen ja muut, 2011, s. 149).

Tässä kappaleessa esitellään kaikkien kolmen regressioanalyysin tuloksia. Analyyseissa on testattu, onko aikaisemminkin mainituilla hallituspiirteillä, koolla, moninaisuudella, kokousten määrällä ja riippumattomuudella vaikutusta yrityksen kannattavuuteen. Yritysten kannattavuutta on mitattu kokonaispääoman ja oman pääoman tuottoosenteilla ja Tobinin q-luvulla. Jokaiselle selitettävälle muuttujalle on tehty oma analyysi selittävien ja kontrollimuuttujien pysyessä samana.

Alla olevasta taulukosta 3 on nähtävillä regressioanalyysin tulokset, kun selitettävänä muuttujana on ROE. Taulukosta on havaittavissa, että hallituksen koko, monimuotoisuus ja riippumattomuus eivät vaikuta yrityksen kannattavuuteen. Näiden kolmen selittäjän p-arvo ylittää 5 % rajan, joten tuloksia ei voida pitää merkittävänä. Monimuotoisuus ja riippumattomuus korreloivat kuitenkin positiivisesti selitettävän muuttujan kanssa p-arvojen ollessa monimuotoisuudella 0,065 ja riippumattomuus selittäjällä 0,09 ylittäen 5 % rajan lievästi. Sen sijaan kokousmäärän p-arvo 0,031 alittaa 5 % rajan ja sitä voidaan pitää tilastollisesti merkittävä. Kokousmäärällä on negatiivinen vaikutus yrityksen kannattavuuteen tämän mallin mukaan, eli sillä ei ole vaikutusta tilastollisesti merkittävällä tasolla kannattavuuteen. Tuloksia voidaan pitää hieman ennakkoodotuksista poikkeavina.

Taulukko 3. Regressiomallin tulokset. Selitettävänä muuttuja ROE

Selittäjä	Estimoitu regressiokerroin	kertoimen keskivirhe	regressiokertoimen 2-suuntaisen t-testin p-arvo
Vakiotermin	5,696	22,100	0,797
Size	-0,427	1,495	0,775
Diversity	0,71	0,38	0,065
Meetings	-2,628*	1,218	0,031
Independent	0,361	0,212	0,090

$R^2 = 0,0251$; F-testi = 2,56*

* Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 5 %:n merkitsevyystasolla.

** Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 1 %:n merkitsevyystasolla.

*** Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n merkitsevyystasolla.

Alla olevasta taulukosta 4 voidaan tutkia regressioanalyysin tuloksia ROA:n ollessa selitettävänä muuttujana. Tästä taulukosta nähdään, että kaikilla selittäjillä on tilastollisesti merkittävä tulos. Hallituksen monimuotoisuus vaikuttaa positiivisesti yrityksen kannattavuuteen 5 % merkitsevyystasolla, kun selitettävänä muuttujana on ROA. Sen sijaan hallituksen koko vaikuttaa kannattavuuteen negatiivisesti 1 % merkitsevyystasolla, samoin kuin kokousmäärä ja riippumattomuus vaikuttavat negatiivisesti 0,1 % merkitsevyystasolla. Monimuotoisuuden positiivinen vaikutus yrityksen kannattavuuteen oli ennalta odotettava tulos, samoin kuin hallituksen riippumattomuuden ja kokousten määrän vaikutus negatiivisesti yrityksen kannattavuuteen perustuen aiempiin tutkimuksiin.

Taulukko 4. Regressiomallin tulokset. Selitettävänä muuttujana ROA

Selittäjä	Estimoitu regressiokerroin	kertoimen keskivirhe	regressiokertoimen 2-suuntaisen t-testin p-arvo
Vakiotermin	22,863	2,291	<.0001
Size	-0,420**	0,155	0,007
Diversity	0,088*	0,040	0,028
Meetings	-0,628***	0,126	<.0001
Independent	-0,086***	0,022	0,0001

$R^2 = 0,1343$; F-testi = 15,44***

* Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 5 %:n merkitsevyystasolla.

** Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 1 %:n merkitsevyystasolla.

*** Korrelaation on tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n merkitsevyystasolla.

Alla olevan taulukon 5 tuloksista on nähtävillä regressioanalyysin tulokset Tobinin q -luvun ollessa selittävänä muuttujana. Tulokset olivat lähes samat kuin edellisessä taulukossa. Ainoastaan monimuotoisuus sai positiivisen korrelaation selittävän muuttujan kanssa, tosin selittäjän p -arvo jää reilusti alle 5 % rajan näin ollen tulosta ei voida pitää merkittävä. Hallituksen koko ja kokousmäärä vaikuttavat kannattavuuteen negatiivisesti 0,1 % merkitsevyystasolla ja riippumattomuus saa myös lievän negatiivisen merkin 1 % merkitsevyystasolla. Tulos kertoo saman kuin edellä, eli koolla, kokousten määrällä tai riippumattomuudella ei ole vaikutusta yrityksen kannattavuuteen tai se on negatiivinen.

Taulukko 5. Regressiomallin tulokset. Selitettävänä muuttujana Qtobin.

Selittäjä	Estimoitu regressiokerroin	kertoimen keskivirhe	regressiokertoimen 2-suuntaisen t-testin p -arvo
Vakiotermi	8,383	0,805	<.0001
Size	-0,274***	0,054	<.0001
Diversity	0,018	0,015	0,194
Meetings	-0,230***	0,044	<.0001
Independent	-0,021**	0,008	0,007

$R^2 = 0,1618$; F-testi = 19,20***

* Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 5 %:n merkitsevyystasolla.

** Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 1 %:n merkitsevyystasolla.

*** Korrelaation on tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n merkitsevyystasolla.

Seuraavaksi käydään läpi asetetut neljä hypoteesia yksitellen ja verrataan saatuja tuloksia sekä aikaisempia tutkimustuloksia ja joko hylätään tai hyväksytään hypoteesit.

H1: Hallituksen jäsenmäärällä on positiivinen vaikutus yrityksen kannattavuuteen.

Regressioanalyysien tulokset eivät puolla tätä hypoteesia ja se hylätään. Analyysien perusteella hallituksen jäsenmäärällä oli negatiivinen vaikutus yrityksen kannattavuuteen. Tämä tulos on eriyvä esimerkiksi Tuo ja muiden (2021) saamien tulosten kanssa,

ja he argumentoivatkin isomman hallituksen lisäävän positiivista yhteyttä hallituksen suorituskykyyn useampien jäsenten myötä vaikuttaen myös vahvempaan valvontakykyyn. Vaikkakin isompi hallituskoko saattaa edistää tehokkuutta, tuoden useampia näkökulmia ja merkittäviä henkilöitä, voi liian iso hallitus olla kuitenkin kömpelö Garcia-Ramos & Diazin (2021) mukaan. Sen tulisi olla kunkin yrityksen liiketoimintaan sopivan kokoinen. Yhdysvalloissa ei ole annettu suositusta yritysten hallituskoosta ja kokousten määrästä. Potharlan ja Amirishettyn (2021) tutkimuksen mukaan Intiassa yritysten suorituskyky kasvaa ainoastaan tiettyyn pisteeseen asti kasvavan hallituskoon ja riippumattomuuden kanssa ja sen jälkeen se alkaa vaikuttaa suorituskykyyn negatiivisesti.

H2: Hallituksen sukupuolen moninaisuudella on positiivinen merkitys yrityksen kannattavuuteen.

Analyysien tulokset osoittivat positiivisen korrelaation puoltaen tätä hypoteesia ja se hyväksytään. Conyon ja Hen (2017) Yhdysvalloissa tehdyn tutkimuksen mukaan naispuolisilla hallitusjäsenillä havaittiin positiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn. Tämä aihe onkin saanut eniten suosiota ja näkyvyyttä hallituksen suorituskyvyn tutkijoiden keskuudessa. Tuo ja muut (2021) tuovatkin esille havaintonsa siitä, että naispuolisten hallitusjäsenten ja suorituskyvyn välillä on merkittävä positiivinen yhteys. Hallituksen naispuoliset jäsenet tuovat omilla henkilökohtaisilla ominaisuuksillaan kuten vuorovaiikutustaidoilla, kekseliäisyydellä, joustavuudella ja uusilla näkökulmilla kannattavuutta liiketoimintaan. Brahma ja muut (2021) osoittavat tutkimuksessaan, että etenkin kolme tai enemmän naispuolista hallitusjäsentä luo suuremman edun suorituskykyyn verrattuna kahteen tai vähempään naispuoliseen jäseneseen.

H3: Riippumattomien hallitusten jäsenten määrä ei vaikuta yrityksen kannattavuuteen.

Analyysin tulos tukee tätä hypoteesia ja se hyväksytään. Analyysien perusteella riippumattomuudella on negatiivinen vaikutus yrityksen kannattavuuteen Tobinin q-luvun ja ROA:n ollessa selitettävänä muuttujana. ROE:n kanssa riippumattomuudella oli positiiv-

vinen korrelaatio, mutta se ei ole tilastollisesti merkittävä p-arvon ollessa 0,09. Hallituksen riippumattomuuden vaikutuksesta yrityksen kannattavuuteen onkin saatu riittäviä tutkimustuloksia. Esimerkiksi Garcia-Ramos ja Diaz (2021) toteavatkin, että merkittävä osa hallituksen jäsenistä tulisi olla riippumattomia jäseniä jäsenten laadun tason parantamiseksi. Vastaavasti, Jensen ja Mecking (1976) ottavat sen kannan, että siitä on yritykselle hyötyä, jos johdolla on yrityksen osakkeita, antaen heille kannustimen investoida yrityksen arvoa maksimoiviin toimintoihin.

H4: Hallituksen kokousmäärä ei vaikuta yrityksen kannattavuuteen.

Analyysien tuloksena hallituksen kokousmäärä vaikutti yrityksen kannattavuuteen negatiivisesti. Hallituksen kokouksille ei ole asetettu Yhdysvalloissa suositusta ja tämän tutkielman tulosten mukaan suurempi kokousmäärä ei lisää kannattavuutta. Asetettu hypoteesi hyväksytään.

Lopuksi otetaan vielä kantaa tulosten luotettavuuteen. Regressiomallien selitysvoimaa kuvaavista testeistä käytetään yleisimmin käytettyjä R^2 -lukua ja F-testiä. R^2 - luku on regressiomallin selitysosuus ja se kertoo kuinka suuren prosenttiosuuden selitettävän muuttujan vaihtelusta, pystytään selittävien muuttujien avulla selittämään. Tuloksissa saatiin regressiomallien selitystasoksi 2,5 % (ROE), 13,4 % (ROA) ja 16,2 % (QTOBIN). Mitä suurempi prosenttiluku saadaan sen paremmin pystyvät regressiomallin selittävät muuttujat selittämään selitettävän muuttujan vaihtelusta. Saatuja regressiomallien selitettävyyttä voidaan pitää melko matalina, etenkin ROE:n selitystaso oli erittäin matala. F-testi on tilastollinen testi, jonka avulla voidaan tarkastella, onko valittujen hallituspiirteiden vaikutuksia selitettäviin muuttujiin kuvaavat regressiomallit kokonaisuudessaan merkitseviä. Kaikissa regressiomalleissa huomattiin F-testien olevien merkitseviä, ROE:lla 5 % merkitsevyystasolla ja ROA:lla ja Tobinin q-luvulla 0,1 % merkitsevyystasolla. Näin saatuja hypoteesien kumoavia tai hyväksytyjä tuloksia voidaan pitää merkitsevinä.

7 Johtopäätökset

Tämän pro gradu -tutkielman tarkoituksena oli selvittää, onko tehokkaalla hallitustyöskentelyllä vaikutusta yrityksen kannattavuuteen. Tutkielman neljä ensimmäistä kappaletta koostuivat johdannon lisäksi teoriaosuudesta. Teoriaosuudessa läpikäytiin corporate governance teemaa yleisesti, sen taustaa ja teoreettista viitekehitystä, corporate governancea eli hyvää hallintotapaa maailmalla ja Suomessa. Viisi erilaista corporate governance teoriaa esiteltiin, joista agenttiteoria on se mihin muut teoriat perustuvat. Muita teorioita, joita kuvailtiin myös lyhyesti, olivat sidosryhmäteoria, taloudenhoitajateoria, transaktiokustannusteoria ja resurssiperusteinen teoria. Viimeiseksi teoriaosuudessa käsiteltiin hallituselementtejä, joista tähän tutkielmaan valikoitui hallituskoko, hallituksen monimuotoisuus, hallituksen riippumattomuus ja hallituksen kokousmäärä.

Hyvä hallinnointitapa eli hyvät corporate governance käytännöt parhaimmillaan nostavat yrityksen arvoa lisäten luottamusta sijoittajien keskuudessa. Termistä corporate governance onkin tullut käytetyin ja yleisin termi liiketoiminta- ja rahoitusalailla viimeisen 15 vuoden ajan (Singh & Pillai, 2022). Termi ymmärretäänkin yleisesti tapana ja käytäntönä, joka ohjaa, valvoo ja organisoii yritystä. Vahvat corporate governance käytännöt auttavat yrityksen kasvua, sijoituksia, tuottavuutta. Ne myös auttavat parantamaan yrityksen taloudellista asemaa ja käytäntöjen pitkäntähtäimen tavoite onkin optimoida edut sidosryhmille ja osakkeenomistajille (Zahroh & Hamidah, 2016).

Hallituksella on monia tärkeitä tehtäviä, kuten valvoa ja johtaa yrityksen liikkeenjohtoa. Sen tulee tarkkailla päätöksentekoa ja valvoa, että yritys toimii osakkeenomistajien eduksi, kuitenkin yhteiskunnan eettisten sääntöjen ja normien mukaisesti. Hallituksen tulisi tarjota yritykselle resursseja, kuten asiantuntijuutta, apua, neuvontaa ja yhteistyötä. Hallituksen kokoonpanolla ja toimintakyvyllä voi olla suuri merkitys yrityksen tavoitteiden asettamisessa, niiden saavuttamisessa vaikuttaen yrityksen taloudelliseen tulokseen ja kannattavuuteen. Siitä syystä tutkielma koettiin tärkeäksi toteuttaa,

jotta saataisiin selville, onko hallituksen kokoonpanolla ja sen tehokkuudella vaikutusta yrityksen kannattavuuteen. Tutkielmasta voi olla hyötyä osakkeenomistajille, jotka valitsevat hallitusjäsenet tai yrityksille ja organisaatioille. Hallituksen kokoonpanoon ja sen tehokkaaseen työskentelyyn on tärkeä kiinnittää huomiota, jotta voidaan maksimoida hallituksen tuoma positiivinen panostus yrityksen menestykselle. Aihe on ajankohtainen ja tärkeä etenkin hallituksen monimuotoisuuden tutkimusten osalta.

Tutkielma toteutettiin kvantitatiivisena tutkimuksena ja aineistoksi valikoitui Yhdysvaltojen S&P 500 indeksiin kuuluvat pörssiyritykset. Data tutkielmaan saatiin Vaasan yliopiston Asset4 -tietokannasta. Yrityksistä on jätetty pois pankki-, vakuutus ja rahoitusalan toimijat, ne yritykset, joista ei ollut riittävästi dataa saatavilla tai niillä oli huomattavan poikkeavia tietoja muihin yrityksiin verrattuna. Lopulta aineistoon valikoitui alkuperäisestä 504 yrityksestä 403 yritystä. Yrityksistä on haettu dataa vuosilta 2017–2022. Aineistoa käsitellään yhtenä joukkona eli poikkileikkausaineistona.

Saatua aineistoa kuvaillaan tutkielmassa kuvailevien tunnuslukujen ja korrelaationmatriisin avulla. Tutkimusmenetelmänä käytettiin lineaarista regressiomallia, joissa selittävinä muuttujina olivat kannattavuuden tunnusluvut ROE, ROA ja Tobinin q-luku. Regressionalyysit toteutettiin SAS Enterprise Guide 7.1 -ohjelmalla. Yli 90 % tämän otoksen hallituksista jäsenmäärä oli 8–13 jäsentä, tyypillisimmin 11–12 jäsentä. European governance tai OECD Yhdysvalloissa ei anna suositusta hallituksen koosta. Hallituksen monimuotoisuutta mitattiin naispuolisten jäsenten prosenttiosuudella. Tuloksia saatiin 2–56 % väliltä. Tyypillisin moninaisuuden osuus oli 25 %, joka oli 9 % hallituksista. Tuloksista selvisi, että kaikissa yrityksissä yrityksen toimitusjohtaja on osana hallitusta. Hallitusten jäsenten riippumattomuus mitattiin riippumattomien jäsenten prosenttiosuudella ja tyypillisimmin riippumattomia jäseniä oli 85–92 % hallituksista. Hallitusten kokouksia oli 3–19 vuodessa ja tyypillisimmin kokouksia on pidetty 6–8 kpl vuoden sisällä.

Yritysten kannattavuutta mitataan tässä tutkielmassa kokonaispääoman tuottoosentilla ROA:lla, oman pääoman tuottoosentilla ROE:lla ja Tobinin q-luvulla. ROA:n keskiarvoksi saatiin 8,65 %, jota voidaan pitää tyydyttävällä tasolla. ROE:n keskiarvoksi saatiin 58,75 %, jota voidaan pitää erinomaisella tasolla. Tobinin q-luvun keskiarvoksi saatiin yli 2, jota voidaan pitää korkeana. Yritysten osakekurssia voidaan pitää yliarvostettuna muihin toimialan yrityksiin verrattuna Tobinin q-luvun ollessa yli 1, näin ollen yrityksen markkina-arvo ylittää sen tasearvon.

Tutkimuksessa käytettiin Pearsonin korrelaatiomatriisia havainnollistamaan valittujen muuttujien välisiä korrelaatiokertoimia ja niiden tilastollista merkitsevyyttä. Selitettävistä muuttujista hallituksen koolla ja kokousmäärällä oli merkittävä positiivinen korrelaatio Tobinin q-luvun kanssa, kokousmäärällä oli merkittävä negatiivinen korrelaatio ROA:n kanssa. Hallituksen riippumattomuudella oli merkittävä positiivinen korrelaatio ROA:n kanssa ja negatiivinen korrelaatio Tobinin q-luvun kanssa. Hallituksen moninaisuudella ei ollut merkittävää korrelaatiota selitettävien muuttujien kanssa, eikä millään selittävällä muuttujalla ollut merkittävää korrelaatiota ROE:n kanssa. Selittävien muuttujien välisiä korrelaatiokertoimia ja niiden merkitsevyyksiä tarkastellessa huomattiin, että kaikki selittävät muuttujat korreloivat positiivisesti keskenään sekä tilastollisesti merkittävästi.

Tutkimuksessa asetettiin neljä hypoteesia, jotka joko hyväksyttiin tai hylättiin regressioanalyysien tuloksien perusteella. Jokaiselle selitettävälle muuttujalle tehtiin oma analyysinsä selittävien ja kontrollimuuttujien pysyessä samana. Ensimmäinen hypoteesi hylättiin, mihin Rodriguez-Fernandez ja muut (2014) myös päätyivät omassa tutkimuksessaan; analyysien perusteella hallituksen jäsenmäärällä oli negatiivinen vaikutus yrityksen kannattavuuteen. Samaan tulokseen päätyivät O'Connell ja Cramer (2010) tutkiessaan hallituskoon ja kokoonpanon suhdetta yrityksen suorituskykyyn Irlannin pörssiyrityksissä. Tuo ja muut (2011) ja Pucheta-Martinez ja Gallego-Alvarez (2019) päätyivät päinvastaiseen tulokseen omassa tutkimuksessaan. Voidaankin todeta, että yksistään hallituksen jäsenmäärä ei vaikuta yrityksen kannattavuuteen, vaan tärkeämpää on

sen jäsenten tuoma laaja asiantuntijuus, huolellinen työskentely, laatu, kokemus ja monimuotoinen, ja toisiaan täydentävä osaaminen, mikä yleisesti voi olla jäsenmäärää tärkeämpää. Seuraava hypoteesi hyväksyttiin, sillä analyysien tulokset osoittivat positiivisen korrelaation hallituksen sukupuolen monimuotoisuudella yrityksen kannattavuuteen. Coyon ja He (2017), Tuo ja muut (2021) ja Brahma ja muut (2021) päätyivät myös positiiviseen tulokseen hallituksen monimuotoisuuden ja yrityksen kannattavuuden välillä. Aihe on ollut ajankohtainen ja herättänyt julkista keskustelua, monissa maissa onkin kiinnitetty huomiota aiheen tärkeyteen ja jotkin maat ovat asettaneet kiintiöitä naispuolisille jäsenille hallituksissa. Perustuen aikaisempiin tutkimuksiin, tämä tulos oli odotettu eikä varsinaisesti yllättänyt. Kuten Garcia-Ramos ja Diaz (2021) ovat todenneet, mikään yksittäinen muuttuja ei voi selittää yrityksen kannattavuutta, sitä vastoin muuttujien yhdistelmä.

Seuraavat kaksi hypoteesia myös hyväksyttiin. Analyyseissä selvisi, että riippumattomien hallitusten jäsenmäärä tai kokousten määrä ei vaikuta yrityksen kannattavuuteen tai niiden vaikutus oli negatiivinen. Rodriguez-Fernandez ja muut (2014) löysivät myös negatiivisen korrelaation hallitusten kokousten määrän ja yrityksen kannattavuuden välillä omassa tutkimuksessaan, mutta hallituksen riippumattomien jäsenten määrän vaikutukseen ei heidän tutkimuksessansa saatu luotettavaa tulosta puolesta tai vastaan. Puolestaan O'Connell ja Cramer (2010) ja Kyere ja Ausloos (2021) löysivät positiivisen yhteyden hallituksen riippumattomuuden ja yrityksen kannattavuuden välillä toisin kuin aikaisemmat tutkimukset.

Tulosten luotettavuudesta voitiin sanoa, että perustuen F-testiin voidaan tuloksia pitää merkittävinä, tosin saatujen regressiomallien selitettävyyttä pidettiin R^2 -lukuun perustuen melko matalina. Toki huomioitavaa on, että yksi yhtenäinen hyvä hallintotapasuositus ei voi olla sopiva kaikille yrityksille, eikä yksi optimaalinen hallituskokoonpano sopiva kaikille organisaatioille. Tärkeänä voidaan pitää kullekin yritykselle sen liiketoimintaan sopivaa, yritykselle lisäarvoa tuovaa tehokasta hallitusta.

Tutkimuksen analyyseissä on käytetty suhteessa vähemmän kontrollimuuttujia verrattuna aikaisempien tutkimuksien malleihin. Tämä luo rajoitteita tutkimukseen ja voi osaltaan vaikuttaa tulosten luotettavuuteen. Tutkimuksen aineistona on käytetty ainoastaan yhdysvaltalaisista aineistoa, mikä osaltaan luo rajoitteita tutkimuksen yleistettävyyteen ja tulokset saattaisivat olla erilaiset esimerkiksi eurooppalaisella aineistolla. Mielenkiintoista voisi olla myös vertailla esimerkiksi yhdysvaltalaisista aineistoa isobriantialaiseen aineistoon ja tämä voisikin olla yksi mahdollisuus jatkotutkimukselle.

Lähteet

- Adams, R. B. and Kirchmaier, T. (2016). *Women on boards in finance and STEM industries*. *American Economic Review* 106(5), 277–281. <https://doi.org/10.1257/aer.p20161034>
- Aggaswal, R., Schloetzer, J.D. & Williamson, R. (2019). *Do corporate governance mandates impact long-term firm value and governance culture?* *Journal of Corporate Finance*. Vol (59), 202-217. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.06.007>
- Aguilera, R. V. and Jackson, G. (2003). *The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants*. *Academy of Management Review* 28(3), 447–465. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196772>
- Ahern, K. R. and Dittmar, A. K. (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.
- Alma Insights. (n.d.) -a. *Kokonaispääoman tuotto-% (ROA)*. Noudettu 20.7.2024 osoitteesta <https://www.almainights.fi/tunnuslukuopas/kannattavuus/kokonaispaaoman-tuotto-prosentti-roe/>
- Alma Insights. (n.d.) -b. *Oman pääoman tuotto-% (ROE)*. Noudettu 20.7.2024 osoitteesta <https://www.almainights.fi/tunnuslukuopas/kannattavuus/oman-paaoman-tuotto-prosentti-roe/>
- Anderson, R. C., Reeb, D. M., Upadhyay, A. and Zhao, W. (2011). *The economics of director heterogeneity*. *Financial Management* 40(1), 5–38. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01133.x>
- Arenas-Torres, F., Bustamante-Ubilla, M. & Campos-Troncoso, R. (2021). *Diversity of the Board of Directors and Financial Performance of the Firms*. *Sustainability*, Vol.13 (21), 11687. <https://doi.org/10.3390/su132111687>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (n.d.) -a. *Corporate Governance Suomessa*. Noudettu 17.11.2021 osoitteesta <https://cgfinland.fi/yleista-itsesaantelysta/yleista-corporate-governancesta/>

- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (2020). *Hallinnointikoodi*. Noudettu 28.2.2022 osoitteesta <https://cgfinland2017.kauppakamari.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (2023) *Hallinnointikoodin päivittäminen alkaa*. Noudettu 07.10.2023 osoitteesta <https://www.cgfinland.fi/2023/hallinnointikoodin-paivittaminen-alkaa/>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (n.d.) -b. *Itsesääntely*. Noudettu 17.11.2021 osoitteesta <https://cgfinland.fi/yleista-itsesaantelysta/itsesaantely/>
- Baker, H. K., Pandey, N., Kumar, S. and Haldar, A. (2020). *A bibliometric analysis of board diversity: Current status, development, and future research directions*. Journal of Business Research 108, 232–246. <https://doi.org/10.1016/j.ibusres.2019.11.025>
- Baselga-Pascual, L., Trujillo-Ponce, A., Vähämaa, E. & Vähämaa, S. (2018). *Ethical Reputation of Financial Institutions: Do Board Characteristics Matter?* Journal of Business Ethics, 148, 489-510. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2949-x>
- Bear, S., Rahman, N. and Post, C. (2010). *The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation*. Journal of Business Ethics 97(2), 207–221. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0505-2>
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). *Corporate governance and firm performance*. Journal of Corporate Finance. Vol. 14, Issue 3, 257-273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Bilimoria, D. (2006). *The relationship between women corporate directors and women corporate officers*. Journal of Managerial Issues 18(1), 47–61.
- Borlea, S. & Achim, M-V. (2013). *Theories of corporate governance*. Economics Series, Vol. (23), 1, 117-128.
- Brahma, S., Nwafor, C. & Boateng, A. (2021). *Board gender diversity and firm performance: The UK evidence*. International journal of finance and economics. Vol.26 (4), p.5704-5719. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1002/ijfe.2089>

- Brieger, S. A., Francoeur, C., Welzel, C. and Ben-Amar, W. (2019). *Empowering Women: The role of emancipative forces in board gender diversity*. *Journal of Business Ethics* 155(2), 495–511. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3489-3>
- Cabo, R. M. de, Gimeno, R. and Escot, L. (2011). *Disentangling discrimination on Spanish boards of directors*. *Corporate Governance: An International Review* 19(1), 77–95. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00837.x>
- Campbell, K. and Mínguez-Vera, A. (2008). *Gender diversity in the boardroom and firm financial performance*. *Journal of Business Ethics* 83(3), 435–451. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>
- Carter, D. A., Simkins, B. J. and Simpson, W. G. (2003). *Corporate governance, board diversity, and firm value*. *Financial Review* 38(1), 33–53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Chapple, L. and Humphrey, J. E. (2014). *Does board gender diversity have a financial impact? Evidence using stock portfolio performance*. *Journal of Business Ethics* 122(4), 709–723. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1785-0>
- Chhaochharia, V. & Laeven, L. (2009). *Corporate governance norms and practices*. *Journal of Finance Intermediation* 18, 405-431.
- Chou, H., Chung, H & Yin, X. (2013). *Attendance of board meetings and company performance: Evidence from Taiwan*. *Journal of banking & finance*. Vol.37 (11), p.4157-4171. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.028>
- Chung, K.H. & Zhang, H. (2011). *Corporate Governance and Institutional Ownership*. *The Journal of Financial and Quantitative Analyses*. Vol.46, No. 1. (February 2011), pp. 247–273.
- Canyon, M. J. and He, L. (2017). *Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach*. *Journal of Business Research* 79, 198–211. <https://doi.org/10.1016/j.ibusres.2017.02.006>
- Cook, A. and Glass, C. (2014). *Women and top leadership positions: Towards an institutional analysis*. *Gender, Work & Organization* 21(1), 91–103. <https://doi.org/10.1111/gwao.12018>

- Cook, A. and Glass, C. (2015). *Diversity begets diversity? The effects of board composition on the appointment and success of women CEOs*. *Social Science Research* 53, 137–147. <https://doi.org/10.1016/j.ssresearch.2015.05.009>
- Garcia-Ramos, R. & Diaz, B. (2021) *Board of Directors structure and firm financial performance: A qualitative comparative analysis*. Elsevier. 2021-12, Vol.54 (6), p.102017. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2020.102017>
- Garner, J. (2017). *Corporate Governance*. *Managerial Finance*. 2017-10-9, Vol.43 (10), p. 1054-155. <https://doi.org/10.1108/MF-08-2017-0300>
- Gillan, S. (2006). *Recent Developments in Corporate Governance: An Overview*. *Journal of Corporate Finance*. 12 (2006) 381-402.
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. (2014). *Tutki ja kirjoita*. Tammi. 19. uudistettu painos.
- Holopainen, M. & Pulkkinen, P. (2008). *Tilastolliset menetelmät*. Wsoy Oppimateriaalit Oy. 5. uudistettu painos.
- Investopedia (2021). *Q Ratio or Tobin's Q: Definition, Formula, Uses, and Examples*. Haettu 17.3.2024 osoitteesta <https://www.investopedia.com/terms/q/gratio.asp>
- Investopedia (2024a). *Return on Assets (ROA): Formula and 'Good' ROA Defined*. Haettu 17.3.2024 osoitteesta <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>
- Investopedia (2024b). *Q Ratio or Tobin's Q: Definition, Formula, Uses and Examples*. Haettu 20.7.2024 osoitteesta <https://www.investopedia.com/terms/q/gratio.asp#toc-what-the-q-ratio-can-tell-you>
- Ji, J., Talavera, O. & Yin, S. (2019). *Frequencies of board meetings on various topics and corporate governance: evidence from China*. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 54 (1), p. 69-110. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-00784-2>
- Joecks, J., Pull, K. and Vetter, K. (2013). *Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What exactly constitutes a "critical mass?"* *Journal of Business Ethics* 118(1), 61–72. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1553-6>

- Kirsch, A. (2018). *The gender composition of corporate boards: A review and research agenda*. *The Leadership Quarterly* 29(2), 346–364. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2017.06.001>
- Kyere, M. & Ausloos, M. (2021). *Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom*. *International journal of finance and economics*. Vol.26 (2), 1871-1885. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1002/ijfe.1883>
- Lubatkin, M. (2006). *One more time: What is a realistic theory of corporate governance?* *Journal of Organizational behavior*. 28, 56-67 (2007) <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1002/job.403>
- Moyo, D. (2021). *How boards work: and how they can work better in a chaotic world*. New York: Basic Books.
- O’Connell, V. & Cramer, N. (2010). *The Relationship between Firm Performance and Board Characteristics in Ireland*. *European Management Journal*. Vol.28(5) 387–399. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2009.11.002>
- Osakesijoittaja.fi (n.d.). *S&P -Indeksi- Warren Buffetin suosima sijoituskohde*. Haettu 24.08.2024 osoitteesta <https://osakesijoittaja.fi/sp-500-indeksi/>
- Potharla, S. & Amirishetty, B. (2021). *Non-linear relationship of board size and board independence with firm performance – evidence from India*. *Journal of Indian Business Research*. Vol.13 (4), p.503-532. <https://doi.org/10.1108/JIBR-06-2020-0180>
- Pucheta-Martinez, M. & Gallego-Alvarez, I. (2019). *Do Board Characteristics Drive Board Performance? An International Perspective*. *Review of Managerial Science*. Vol.14, p.1251-1297. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1007/s11846-019-00330-x>
- Rodriguez-Fernandez, M., Fernandez-Alonso, S. & Rodriguez-Rodriguez, J. (2014). *Board Characteristics and Firm Performance in Spain*. *Corporate Governance*. Vol.14 (4), p.485-503. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2013-0013>
- Singh, K. & Pillai, D. (2022). *Corporate governance in small and medium enterprises: a review*. *Corporate governance*. Vol.22 (1), p. 23-41. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2020-0470>

- Tuo, S.J., Chang, L., Tesfagebreal, M. & Edjoukou, A.J.R. (2021). *Gender diversity inclusive board structure and firm performance: Evidence from West Africa*. The Journal of corporate accounting & finance. Vol.32 (4) p. 118-131
- U.S. Securities and Exchange Commission. Investor.gov. (n.d.) *Corporate Governance*. Noudettu 27.1.2021 osoitteesta <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/corporate-governance>
- Yritystutkimus ry (2017). Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. Gaudeamus Oy. 10., korjattu laitos.
- Zahroh, N. & Hamidah. (2017). *The role of Corporate Governance in Firm Performance*. SHS Web of Conferences 34, 13003. <https://doi.org/10.1051/shsconf/20173413003>