

VAASAN YLIOPISTO

KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA

LASKENTATOIMEN JA RAHOITUKSEN LAITOS

Marja Boman

**TEHOKKAAN HALLITUSTYÖSKENTELYN VAIKUTUS
YRITYKSEN TALOUDELLISEEN TULOKSEEN**

Laskentatoimi ja rahoitus

Laskentatoimen ja rahoituksen yleinen linja

Pro Gradu -tutkielma

VAASA 2007

SISÄLLYSLUETTELO	SIVU
TIIVISTELMÄ	11
1. JOHDANTO	13
2. YRITYKSEN HALLINNOINTI- JA OHJAUSTEORIAM	17
2.1 Transaktiokustannusteoria	17
2.2 Sidosryhmäteoria	18
2.3 Agenttiteoria	20
3. CORPORATE GOVERNANCE	22
3.1 Corporate Governancen kehitys	22
3.1.1 Corporate Governance -tutkimussuuntauksen taustaa	22
3.1.2 Corporate Governance agenttiteorian näkökulmasta	25
3.2 Keskuskauppakamarin Corporate Governance -suositus	27
4. TEHOKKAAN HALLITUSTYÖSKENTELEYN ELEMENTIT	29
4.1 Hallituksen jäsenmäärä	29
4.2 Hallituksen jäsenten riippumattomuus	32
4.3 Valiokunnat	43
4.4 Hallituksen kokousten lukumäärä sekä osallistumisaktiivisuus	47
5. TUTKIMUSMETODIT	51
5.1 Aineisto ja sen rajoitteet	51
5.2 Tutkimusmenetelmä	57
6. TEHOKKAAN HALLITUSTYÖSKENTELEYN TALOUDELLINEN MERKITYS	60
6.1 Hallituksen jäsenmäärä	60

6.2 Hallituksen jäsenten riippumattomuus	61
6.3 Valiokunnat	63
6.4 Kokousten lukumäärä sekä osallistumisaktiivisuus	64
6.5 Corporate Governance- suosituksen käyttöönoton vaikutus	66
7. JOHTOPÄÄTÖKSET	68
LÄHTEET	72
LIITE 1: Tutkimusaineiston muodostavat yritykset	79
LIITE 2: Aikaisempaa tutkimusta	81
LIITE 3: Regressioanalyysin tulokset	82
LIITE 4: Osallistumisprosentin vaikutus	84

LYHENTEET

ETLA = Elinkeinoelämän tutkimuslaitos

ICGN = International Corporate Governance Network

OECD = Organization for Economic Cooperation and Development

ROA = Return on Assets

ROE = Return on Equity

KUVIOLUETTELO	SIVU
Kuvio 1: Sidosryhmien rooli yritystoiminnassa.	19
Kuvio 2: Taloudellisen tuloksen syntyminen agenttiteorian mukaan.	26
Kuvio 3: Riippumattomien hallituksen jäsenten roolit valiokunnissa.	46

TAULUKKOLUETTELO	SIVU
Taulukko 1: Hallituksen jäsenmäärä.	52
Taulukko 2: Riippumattomien hallituksen jäsenten lukumäärät sekä %- osuudet hallituksissa.	53
Taulukko 3: Valiokuntien määrä.	54
Taulukko 4: Hallituksen kokousten määrä vuodessa sekä osallistumisprosentti.	55
Taulukko 5: ROE tutkitulla ajanjaksolla.	56
Taulukko 6: Tobinin Q tutkitulla ajanjaksolla.	57
Taulukko 7: Aikaisempaa tutkimusta koskien riippumattomien hallituksen jäsenten osuuden vaikutusta yrityksen taloudelliseen tulokseen.	81
Taulukko 8: Hallituksen jäsenmäärän, riippumattomien hallituksen jäsenten, valiokuntien määrän sekä hallituksen kokousten määrän vaikutus ROE:en.	82
Taulukko 9: Hallituksen jäsenmäärän, riippumattomien hallituksen jäsenten, valiokuntien lukumäärän sekä hallituksen kokousten määrän vaikutus oman Tobinin Q -lukuun.	83
Taulukko 10: Osallistumisprosentin vaikutus ROE:en.	84
Taulukko 11: Osallistumisprosentin vaikutus Tobinin Q -lukuun.	84

VAASAN YLIOPISTO**Kauppateieteellinen tiedekunta**

Tekijä:	Marja Boman
Tutkielman nimi:	Tehokkaan hallitustyöskentelyn vaikutus yrityksen taloudelliseen tulokseen
Ohjaaja:	Annukka Jokipii
Tutkinto:	Kauppateieteen maisteri
Laitos:	Laskentatoimen ja rahoituksen laitos
Oppiaine:	Laskentatoimi ja rahoitus
Linja:	Laskentatoimen ja rahoituksen yleinen linja
Aloitusvuosi:	2004
Valmistumisvuosi:	2007
	Sivumäärä: 84

Yrityksen hallinto- ja ohjausjärjestelmä eli Corporate Governance tarkoittaa suppeimmillaan niitä tapoja, joilla yrityksen hallitus työskentelee. Hieman yleisemmin Corporate Governancella tarkoitetaan yrityksen johdon toimintaa ja valvontaa. Laajasti ymmärrettynä Corporate Governance tarkoittaa kaikkia niitä menettelytapoja ja välineitä, joilla yrityksen omistajat ja muut etutahot eli sidosryhmät pyrkivät vaikuttamaan johdon toimintaan ja päätöksentekoon yrityksessä.

Corporate Governance -tutkimussuuntaus tutkii mm. alan suositusten ja lakien vaikutusta yrityksen toimintaan. Suomessa listayhtiöt soveltavat Keskuskauppakamarin vuonna 2003 hyväksymää Corporate Governance -suositusta, joka sisältää suositukset mm. tehokkaasta hallitustyöskentelystä.

Tässä tutkimuksessa tutkitaan tehokkaan hallitustyöskentelyn vaikutusta yrityksen taloudelliseen tulokseen osakkeenomistajien intressien näkökulmasta. Tehokasta hallitustyöskentelyä mitataan hallituksen koolla, riippumattomien hallituksen jäsenien lukumäärällä, valiokuntien määrällä, hallituksen kokousten määrällä vuodessa sekä hallituksen kokousten osallistumisprosentilla. Taloudellista tulosta mitataan Tobinin Q -luvulla ja oman pääoman tuotto prosentilla. Tilastollisena menetelmänä käytetään regressioanalyysiä. Lisäksi tutkitaan, onko Corporate Governance -suosituksen käyttöönotto vuonna 2004 vaikuttanut tunnuslukuihin.

Tutkimustulokset osoittavat, ettei hallituksen koko, riippumattomien hallituksen jäsenten osuus, valiokuntien määrä, kokousten määrä tai osallistumisprosentti vaikuta taloudelliseen tulokseen. Myöskään Corporate Governance -suosituksen käyttöönotto ei ole vaikuttanut tunnuslukuihin.

AVAINSANAT: Corporate Governance, hallitus, omistajaohjaus, osakeyhtiö

1. JOHDANTO

Osakeyhtiön hallitus on yhtiön hallintoelin, jonka tehtävänä on ohjata ja valvoa yhtiön toimivaa johtoa, nimittää ja erottaa toimitusjohtaja, hyväksyä yhtiön strategiset tavoitteet ja riskienhallinnan periaatteet sekä varmistaa johtamisjärjestelmän toimivuus. Hallitus toimii yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välissä laajan omistajajoukon intressien edustajana ja pienemmän johtajaryhmän valvojana. Omistajat siirtävät päätäntävaltaa hallitukselle, jolloin syntyy tarve valvoa hallituksen toimia.

Omistajien ja myös laajempien sidosryhmien intressinä on mahdollisimman läpinäkyvä hallitustyöskentely, joka on omiaan maksimoimaan osakkeenomistajien sijoituksen arvon. Tätä läpinäkyvyyttä ja valvonnan tehokkuutta edistämään on syntynyt Corporate Governance -tutkimussuuntaus sekä lukuisat Corporate Governance -suositukset ja lait, joita sovelletaan nykyään laajasti eri maissa.

Corporate Governance voidaan kääntää suomeksi monella eri tavalla. Suomenkielisessä alan kirjallisuudessa se on käännetty mm. yrityksen johdon valvonnaksi, johdon hallinnoinniksi, osakeyhtiön valvonnaksi jne. Keskuskauppakamari on julkaissut joulukuussa 2003 suosituksen listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä, jossa Corporate Governancesta käytetään siis suomenkielistä termiä yhtiön hallinnointi ja ohjaus. Koska suomenkielinen terminologia on osittain vakiintumatonta, käytetään tässä tutkimuksessa englanninkielistä alkuperäistermiä Corporate Governance. Keskuskauppakamarin Corporate Governance -suositukseen viitataan tässä tutkimuksessa termillä *Corporate Governance -suositus*.

Maailmanpankki katsoo Corporaten Governancen käsittävän ne säännöt ja kannustimet, joilla yrityksen liikkeenjohtoa ohjataan ja kontrolloidaan tavoitteena yrityksen kannattavuus ja pitkän aikavälin arvo omistajille. Huomioon tulee kuitenkin ottaa myös muiden asiaankuuluvien sidosryhmien oikeutetut intressit. Maailmanpankin määritelmä on tarkoitettu sekä markkinakeskeisille talouksille kuten USA että pankikeskeisille talouksille kuten Suomi.

OECD:n (the Organization for Economic Cooperation and Development) määritelmän mukaan Corporate Governancessa täsmennetään yrityksen eri osapuolten kuten hallituksen, liikkeenjohdon, osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien oikeudet ja velvollisuudet sekä määritellään yrityksen päätöksenteossa noudatettavat säännöt ja menettelytavat. Tämä on omiaan luomaan liiketoiminnalle sellaiset rakenteet, joiden puitteissa voidaan määritellä yrityksen tavoitteet sekä keinot asetettujen tavoitteiden saavuttamiseksi ja suoritusten arvioimiseksi.

Suomen Kauppa- ja teollisuusministeriön mukaan Corporate Governance tarkoittaa suppeimmillaan niitä tapoja, joilla yrityksen hallitus työskentelee. Hieman yleisemmin Corporate Governancella tarkoitetaan yrityksen johdon toimintaa ja valvontaa. Laajasti ymmärretynä Corporate Governance tarkoittaa kaikkia niitä menettelytapoja ja välineitä, joilla yrityksen omistajat ja muut etutahot eli sidosryhmät pyrkivät vaikuttamaan johdon toimintaan ja päätöksentekoon yrityksessä.

Tässä tutkimuksessa tutkitaan sitä, vaikuttavatko Corporate Governance -suositusten mukaisen tehokkaan hallitustyöskentelyn elementit taloudelliseen tulokseen. Tehokasta hallitustyöskentelyä määrittävät hallituksen koko, hallituksen jäsenten riippumattomuus, valiokuntien määrä, hallituksen kokousten määrä vuodessa sekä osallistumisprosentti hallituksen kokouksiin. Lisäksi tutkitaan, onko Corporate Governance -suositusten käyttöönotto listayhtiöissä vaikuttanut niiden taloudelliseen tulokseen.

Taloudellista tulosta mitataan tässä tutkimuksessa kahdella tunnusluvulla, jotka ovat oman pääoman tuotto prosentti (ROE) ja yrityksen arvoa mittaava Tobinin Q -luku. Molemmat esiintyvät hyvin usein alan tutkimuksissa. ROE korostaa juuri osakkeenomistajien näkökulmaa, koska se kertoo osakkeen omistajien omaisuudelleen saaman tuoton. Tobinin Q on markkinaperusteinen yrityksen arvon mittari. Tutkimukseen on valittu sekä tuottoa että yrityksen arvoa ilmaisevat tunnusluvut, jotta tutkimustulokset olisivat paremmin yleistettävissä. Taloudellisen tuloksen mittaaminen vain yhdellä tunnusluvulla saattaisi johtaa virheellisiin yleistyksiin.

Tehokkaan hallitustyöskentelyn elementtien vaikutusta taloudelliseen tulokseen on tutkittu kansainvälisesti melko paljon. Erityisesti riippumattomien hallituksen jäsenten määrän tai suhteellisen osuuden vaikutuksesta tunnuslukuihin on löydettävissä runsaasti tutkimustuloksia. Kotimainen aiheeseen liittyvä tutkimus on kuitenkin niukkaa. Lisäksi aikaisemmat tutkimustulokset ovat olleet varsin ristiriitaisia käytetyistä menetelmistä, aineistosta ja rajauksista riippuen. Eri maissa Corporate Governancen elementit, esimerkiksi riippumattomat hallituksen jäsenet, määritellään hieman eri tavalla, mikä vaikeuttaa tutkimustulosten vertailukelpoisuutta kansainvälisesti.

Tämä tutkimus perustuu agenttiteoriaan, jolla tarkoitetaan yrityksen johdon ja omistajuuden erillisyyteen perustuvaa näkemystä yritystoiminnasta. Osakkeenomistajia kutsutaan agenttiteoriassa päämiehiksi ja hallituksen jäseniä agenteiksi, jotka valvovat operatiivisen johdon toimia. Päämiesten intressit eivät ole samat kuin agenttien. Osakkeenomistajat siis siirtävät johto- ja päätöksentekotehtäviä hallitukselle, jolloin osakkeenomistajille syntyy hallituksen valvontaintressi. Hallitus taas valvoo omalta osaltaan muita yrityksen johtotehtävissä toimivia henkilöitä. (Jensen & Meckling 1976; Denis 2003.)

Hallituksen kautta tapahtuva valvonta on vain yksi osakkeenomistajien keinoista valvoa yritystoimintaa. Muita vastaavia valvontakeinoja ovat osakkeenomistajien antamien valtuutusten rajoittaminen, suurten osakkeenomistajien harjoittama valvonta ja vallankäyttö yhtiössä, yritysvaltauksen uhka sekä yrityksen omistus rakenteesta johtuvat valvontamahdollisuudet. (Hart 1995: 681–686.)

Yhtiön valvonta- ja kontrollimekanismeja voidaan jaotella myös muulla tavalla. Bushman ja Smith (2001: 238) jakavat kontrollimekanismit sisäisiin ja ulkoisiin. Sisäisiä mekanismeja ovat mm. johdon kannustimet, johdon valvonta sekä yhtiön sisäiset työmarkkinat, joilla tarkoitetaan johtoasemassa olevien etenemismahdollisuuksia. Ulkoisia mekanismeja ovat osakkeenomistajien ja velkojien harjoittama valvonta, kilpailu tuotemarkkinoilla, kilpailu osakemarkkinoilla, yrityksen ulkoiset työmarkkinat liittyen johtotehtäviin yhtiössä sekä ulkopuolisten sijoittajien oikeuksia turvaava sisäpiirilainsäädäntö. Tehokkaan hallitustyöskentelyn elementit ja osakkeenomistajien

harjoittama valvonta ovat siis vain yksi osatekijä laajassa yritystoiminnan valvonnan kentässä.

Tutkimus jakautuu teoria- ja empiriaosaan. Teoriaosassa esitellään yrityksen hallinnointi- ja ohjausteoriat, minkä jälkeen esitellään Corporate Governance - tutkimussuuntaus sekä Suomessa sovellettava keskeinen Corporate Governance - sääntely taustoineen. Teoriaosan lopuksi käydään läpi tehokkaan hallitustyöskentelyn elementit tässä tutkimuksessa eli hallituksen koko, jäsenten riippumattomuus yhtiöstä sekä suurimmista osakkeenomistajista, valiokuntien määrä, kokousten määrä vuodessa ja osallistumisprosentti hallituksen kokouksiin. Empiriaosassa esitellään tutkimuksessa käytetty aineisto, menetelmät sekä esitellään keskeiset tutkimustulokset. Lopputyhteenvedossa kerrataan keskeiset tutkimustulokset sekä pohditaan niiden taustoja hieman laajemmassa kontekstissa.

2. YRITYKSEN HALLINNOINTI- JA OHJAUSTEORIAT

Corporate Governance- tutkimussuuntaukseen liittyviä yritystoiminnan teorioita ovat *transaktiokustannusteoria*, *sidosryhmäteoria* ja *agenttiteoria*. Agenttiteoria, johon tämä tutkimus perustuu, korostaa omistajaohjausta sekä omistajien varallisuuden maksimoimista. Tässä luvussa esitellään nämä yritystoiminnan teoriat sekä perustellaan, miksi juuri agenttiteoria on valittu tämän tutkimuksen teoreettiseksi viitekehykseksi.

2.1 Transaktiokustannusteoria

Transaktiokustannusteorian mukaan yritys ei ole vain persoonaton taloudellinen yksikkö vaan organisaatio, joka koostuu ihmisistä, joilla on erilaisia mielipiteitä ja näkemyksiä. Teoria on saanut alkunsa siitä, että yritykset ovat kasvaneet niin suuriksi ja monimutkaisiksi, että hintamuutokset yhtiöitten varsinaisen tuotannon ulkopuolella koordinoitavat transaktioita yhdessä markkinoiden kanssa. Markkinatransaktiot ovat yhtiöitten ulkopuolella, koska johdon vaikutusmahdollisuuksien piirissä on vain oma tuotanto. Yhtiön oma organisaatio määrittää rajat, joiden puitteissa yhtiö voi vaihdella hintojansa sekä tuotantonsa määrää. Näin ollen yhtiön organisaatiosta riippuu, miten se voi hallita transaktioita. (Solomon & Solomon 2004: 21–22.)

Yhtiön intressissä on kontrolloida transaktioita mahdollisimman paljon, mikä poistaa riskejä ja epävarmuuksia tulevaisuuden hintakehitykseen liittyen. Transaktioita voidaan kontrolloida mm. yhtiön sisäisen jakeluverkoston tai mahdollisimman laajan tuotantoprosessin avulla taikka muuten järjestämällä yritystoiminta siten, että koko tuotantoprosessi tuotekehityksestä valmistukseen ja jakeluun asiakkaalle on yhtiön hallinnassa mahdollisimman hyvin. (Solomon ym. 2004: 23.)

Transaktiokustannusteorian mukaan johto järjestää yhtiön toiminnan siten, että se pystyy hallitsemaan transaktioita mahdollisimman hyvin. Johdon toiminnan tavoit-

teena ei siis ole omistajien edun maksimoiminen, vaan taloudellisen tuloksen tavoittelu transaktioita hallitsemalla ja riskejä minimoimalla.

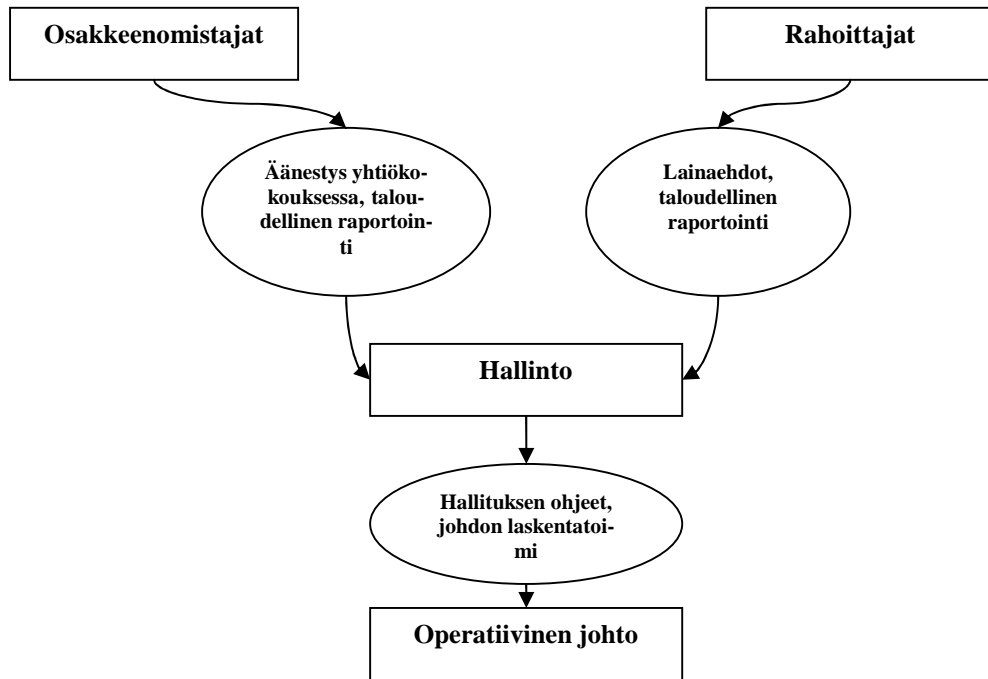
Transaktiokustannus teoria on hyvin lähellä agenttiteoriaa, joka esitetään jäljempänä, mutta siinä käytetään eri terminologiaa. Agenttiteoria korostaa johdon itsekkäitä päämääriä esimerkiksi omien bonuksiensa maksimoimiseksi, kun taas transaktiokustannusteoria näkee yrityksen johtajat opportunisteina, jotka hallitsemalla transaktioita minimoivat riskejä. Lisäksi agenttiteoriassa analysoitava yksikkö on taho, joka toimii omistajien agenttina, kun taas transaktiokustannusteoria tutkii transaktioita. Molemmat teoriat on kuitenkin luotu tarkastelemaan sitä perusongelmaa, miten johto saadaan toiminaan omistajien intressien mukaisesti eikä edistämään omia etujaan.

2.2 Sidosryhmäteoria

Sidosryhmäteoria edustaa laajaa näkemystä liiketoiminnasta, koska siinä yhdistyy etiikka, taloustiede, oikeustiede ja sosiaalitieteet. Sidosryhmäteoria näkee yhtiön laajan yhteiskunnallisen vaikutuksen omaavana toimijana, jonka tulee olla vastuussa myös muille sidosryhmille yhteiskunnassa kuin omistajilleen. (Solomon ym. 2004: 23.)

Sidosryhmäteorian mukaan Corporate Governance on paljon laajempi käsite kuin pelkkä yhtiön hallinnointi ja valvonta omistajien etujen valvomiseksi. Sidosryhmäteoria johtaa käytännössä siihen, että myös yhtiön muilla sidosryhmillä kuin omistajilla on valvontaintressi suhteessa yhtiöön. Näitä sidosryhmiä ovat esimerkiksi yhtiön asiakkaat, rahoittajat, alihankkijat sekä työntekijät.

Kuviossa 1 kuvataan sidosryhmien roolia yritystoiminnassa. Osakkeenomistajat siirtävät päätösvaltaansa hallitukselle, jolloin heille syntyy valvontaintressi. Rahoittajien valvontaintressi perustuu riskiin siitä, että laina maksetaan takaisin korkoineen ja että lainanottaja noudattaa rahoitussopimuksen ehtoja. (Whittington 1993: 312.)



Kuvio 1. Sidosryhmien rooli yritystoiminnassa.

Hallitus ohjeistaa puolestaan operatiivista johtoa, joka tuottaa hallitukselle informaatiota johdon laskentatoimen avulla. Sijoittajat ja osakkeenomistajat saavat tietoa ulkoisen laskentatoimen eli tilinpäätöksen kautta. Koska sisäinen laskentatoimi ei ole tarkoitettu yrityksen ulkoiseen käyttöön, muodostuu agenttiteorialle tyypillinen informaatioylioiva juuri hallituksen kohdalla informaatioketjussa.

Sidosryhmäteorian ja agenttiteorian yhteinen piirre on se, että Corporate Governance palvelee niiden molempien mukaan valvontaintressiä. Eroa teorioilla on se, että Corporate Governance palvelee sidosryhmäteorian mukaan laajempaa tahoaa, jolla on valvontaintressi, kuin agenttiteorian mukaan. Agenttiteorian mukaisen intressitahon muodostavat osakkeenomistajat, joten agenttiteoria sivuuttaa täysin muut yrityksen sidosryhmät.

2.3 Agenttiteoria

Agenttiteorian pioneeritutkijat ovat Jensen ja Meckling, jotka kehittivät teorian vuonna 1976. Samat tutkijat ovat kehittäneet agenttiteoriaa myöhemmin eteenpäin yhdessä Faman kanssa. Agenttiteorian lähtökohta on omistuksen ja päätösvallan erillisuus, jolloin omistajille syntyy valvontaintressi suhteessa päätösvaltaa käyttävään tahoon eli yleensä hallitukseen. (Fama 1980; Fama & Jensen 1983.)

Omistajat delegoivat päätösvaltaansa useasta eri syystä. Ensinnäkin, kun omistuspohja on laaja ja hajanainen, ei yksittäisellä osakkeenomistajalla ole intressiä osallistua yhtiön liiketoiminnan päivittäiseen hoitoon. Toiseksi, yksittäisillä omistajilla ei ole intressiä eikä resursseja harjoittaa operatiivisen johdon valvontaa ilman välikäsiä. (Hart 1995: 681–682.)

Agenttiteoriaan mukaan omistajien intressit eroavat hallituksen jäsenten intresseistä siten, että omistajien tavoitteena on heidän omaisuutensa arvon maksimointi eli mahdollisimman suuri tuotto sijoitetulle pääomalle, kun taas hallitus pyrkii yrityksen koon kasvattamiseen ja omien bonustensa maksimoimiseen. Jyrkimmät näkemykset katsovat jopa, että omistajien ja hallituksen välillä on intressiristiriitä. Hallitus on omistajien agentti eli omistajat ovat delegoineet hallitukselle osan päätösvallastansa, jolloin heillä tulee olla myös mahdollisuus valvoa hallituksen toimia. Toisaalta hallitus valvoo operatiivista johtoa omistajien etujen mukaisesti. (Fama 1980: 288–289.)

Omistuksen ja päätösvallan eriytyminen johtaa informaation epätasapainoon. Hallituksella on luonnollisesti enemmän informaatiota yrityksen toiminnasta kuin omistajilla, koska se hoitaa yrityksen päivittäistä hallintoa. Omistajien intressissä on saada tätä informaatiota mahdollisimman paljon valvoakseen hallitusta tehokkaasti. Epätäydellinen informaatio johtaa moraaliseen riskiin, jolloin johto voi käyttää informaatiolyivoimaansa hyödykseen omistajien kustannuksella. Omistuksen ja päätösvallan eriytyminen aiheuttaa myös agenttikustannuksia, jotka syntyvät epätäydellisen informaation, epävarmuuden ja intressiristiriitojen seurauksena. (Fama 1980: 288–289.)

Agenttiteoria ja sidosryhmäteoria eivät ole välttämättä ristiriidassa keskenään. Jos yhtiön johto toimii omistajien intressien mukaisesti tavoitteenaan omistajien varallisuuden maksimoiminen, se voi samalla myös toteuttaa yhteiskuntavastuuta ja muiden sidosryhmiensä intressejä. Varsinkin, jos omistajapohja on laaja, on hyvin todennäköistä, että näin myös tapahtuu. Teoriat eroavat lähinnä sen suhteen, tulisiko yhteiskuntavastuuta ja sidosryhmien etua toteuttaa omistajien edun kustannuksella.

Agenttiteoria ja transaktiokustannusteoria ovat tavallaan saman asian eri puolia, koska ne molemmat käsittelevät sitä peruskysymystä, miten johto saadaan toteuttamaan omistajien etua oman etunsa sijaan. Sidoryhmäteoria onkin tavallaan jatkoa agenttiteorian viitoittamalle kehitykselle, jolloin agenttiteoria voidaan nähdä osana sidoryhmäteoriaa eikä sen vastakohtana. Tämä tutkimus perustuu agenttiteoriaan, koska käytetyt taloudellista tulosta ja yrityksen arvoa mittaavat tunnusluvut kuvaavat nimienomaisesti omistajien sijoitukselleen saamaa arvoa.

3 CORPORATE GOVERNANCE

Tässä luvussa esitellään Corporate Governance -tutkimussuuntauksen syntymiseen johtaneita tekijöitä. Aluksi käydään läpi Corporate Governancen sekä kansainvälinen että kotimainen merkitys. Lopuksi esitellään Keskuskauppakamarin Corporate Governance -suositus ja sen keskeinen sisältö tämän tutkimuksen näkökulmasta.

3.1 Corporate Governancen kehitys

3.1.1 Corporate Governance -tutkimussuuntauksen taustaa

Yrityksen johdon erillisyys sen omistajuudesta synnyttää omistajille tarpeen valvoa johdon toiminnan tarkoituksenmukaisuutta. Omistajien tavoitteena on varallisuuden kartuttaminen yrityksen omistajuuden kautta. Johto toimii ikään kuin välikätenä tämän tavoitteen saavuttamisessa tehdessään päätöksiä yhtiössä. Osakkeenomistajien lisäksi myös muilla tahoilla kuten rahoittajilla, asiakkailta ja työntekijöillä on hallituksen valvontaintressi. Tässä tutkimuksessa keskitytään kuitenkin erityisesti omistajien valvontaintressiin.

Viime vuosien useat paljon julkisuutta saaneet taloudelliset väärinkäytökset yhtiöissä ovat lisänneet myös tutkijoiden mielenkiintoa johdon valvontaa kohtaan. Näin on syntynyt Corporate Governance -tutkimussuuntaus. USA:ssa merkittävin Corporate Governance -uudistus on ollut Sarbanes-Oxley -laki, jossa säädetään yritystoiminnan hallinnointi- ja valvontajärjestelmistä. Corporate Governance -ajattelu on virrannut USA:sta Eurooppaan ja myös muihin maanosiin kuten Kauko-Itään ja Venäjälle. Tämän myötä useassa eri maassa on hyväksytty Corporate Governance -ohjeita ja -suosituksia, jotka koskevat joko pelkästään pörssiyhtiöitä tai kaikkia osakeyhtiöitä. Kaikkein pisimmälle viedyt Corporate Governance -suositukset koskevat kaikkia yhtiömuotoja sisältäen myös PK -sektorin yritykset. Joissakin maissa Corporate Gover-

nance -seikkoja on myös sisällytetty lainsäädäntöön, jolloin ne eivät ole enää pelkkiä suosituksia vaan velvoittavia lakeja. Suomessa Corporate Governance -suositus täydentää pakottavaa lainsäädäntöä.

EU:n tasolla Corporate Governance -työtä on viety eteenpäin mm. komission ohjeistuksen sekä ulkoministerien työryhmän toimesta. Työryhmä tuotti raportin, jossa se asetti tavoitteekseen Enron -tyyppisten skandaalien estämisen jäsenvaltioiden alueella. Valtioiden valittavaksi jäi, toteuttavatko he tavoitteet pakottavan lainsäädännön vai suositusten avulla. Työryhmä nimesi keskeisiksi Corporate Governance -elementeiksi johdon palkkausjärjestelmän, tilintarkastusvaliokunnan sekä riippumattomat hallituksen jäsenet. (Monks ym. 2006: 312–313.)

Englannissa Corporate Governancen kehitystä on vienyt eteenpäin mm. Cadbury Committee, joka asetettiin vuonna 1991 Lontoon pörssiin, paikallisen tilintarkastajien ammattiyhteisön sekä tilintarkastuslautakunnan toimesta. Kyseiset tahot olivat huolestuneita yritysten taloudellisen raportoinnin huonosta tasosta sekä valvonnan puutteesta yhtiöissä. Cadbury Committee on määritellyt Corporate Governancen järjestelmäksi, jonka avulla yhtiöitä johdetaan ja kontrolloidaan. (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance 1992: 14–15.)

Saksassa pääomasijoittamiselle tyypillisiä piirteitä ovat olleet mm. pitkän tähtäimen toiminta verrattuna anglosaksisten maiden lyhytjänteisempään liiketoimintaan sekä jäykät tiukasti säännellyt rakenteet. Vuonna 1997 sekä julkisen että yksityisen sektorin edustajien toimesta Saksassa havahduttiin ulkomaisen pääoman tarpeeseen markkinoilla. Ulkomaisten sijoittajien houkuttamiseksi investoimaan Saksaan tarvittiin yritysten valvontajärjestelmien tehostamista ja läpinäkyvyyden lisäämistä, minkä vuoksi Corporate Governance -suositukset laadittiin tammikuussa 2000. (Gromme 2005: 364; Monks ym. 2006: 322.)

Japanissa elinkeinoelämä on tiukasti valtionvarainministeriön sääntelemää ja yrityssektori toimii läheisessä yhteistyössä julkisen sektorin kanssa. Japanissa ensimmäisen Corporate Governance -suosituksen julkaisu Corporate Governance Forum -niminen

organisaatio. Kyseessä ei siis ollut laki vaan suositus, joka on sisällytetty mm. Tokion pörssin sääntöihin. Corporate Governance -suositus, joka pyrki mm. riippumattomien tahojen lisäämiseen yhtiöiden hallintoelimiin sekä valiokuntien perustamiseen, vaati Japanissa suuria muutoksia yhtiöiden toimintaan. (Monks ym. 2006: 318.)

Usein motivaattorina Corporate Governance -suositusten tai lakien kehittämiseen toimii juuri ulkomaisen pääoman houkuttaminen kohdevaltioon. Näin on ollut Saksan ja Japanin lisäksi mm. Ranskassa, jossa Corporate Governance perustuu sekä lainsäädäntöön että suosituksiin.

Corporate Governance -suosituksia on pyritty laatimaan myös ylikansallisella tasolla. Ensimmäisen globaalin Corporate Governance -säännösten laati OECD, jonka tarkoituksena oli harmonisoida käytäntöjä OECD -jäsenmaissa. Vuonna 1995 perustettiin ICGN (The International Corporate Governance Network), joka koostui ei-poliittisista tahoista, toisin kuin OECD, kuten yhtiöiden, arvopaperin välittäjien ja suurten investoijien edustajista. ICGN totesi, että OECD:n Corporate Governance -periaatteet muodostavat hyväksyttävän minimitason, jonka päälle järjestö halusi laatia omat yhdenmukaiset, mutta hieman pidemmälle menevät suosituksensa. (Monks ym. 2006: 299.)

Sekä OECD:n että ICGN:n periaatteet korostavat agenttiteorian mukaista näkökulmaa, jonka mukaan yhtiön toiminnan tarkoitus on osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi, minkä toteuttamiseksi liiketoiminnan tulee olla läpinäkyvää ja valvonnan toimivaa. Molemmat periaatteet sisältävät suosituksen siitä, että hallituksessa tulisi olla riittävä määrä jäseniä, joista enemmistön tulisi olla yhtiöstä riippumattomia. Hallituksen tulisi myös kokoontua riittävän usein. (Monks ym. 2006: 300–304.)

Vaikka suositukset ovatkin usein kansallisten tahojen laatimia, on Corporate Governance valtioiden rajat ylittävä ilmiö. Yritykset harjoittavat liiketoimintaansa usein kansainvälisillä markkinoilla tai ovat listautuneina useiden eri maiden pörsseissä, jolloin niiden tulee ottaa huomioon sekä kansallisia että ylikansallisia Corporate Governance -säädöksiä ja käytäntöjä. Myös sijoittajat toimivat globaalisti, jolloin sijoi-

tuksen kohteena olevat yhtiöt eivät voi rajata Corporate Governance -käytäntöjään vain yhden valtion lainsäädännön tai suositusten mukaisiksi.

Yleisesti ottaen eri maiden Corporate Governance -sääntely sisältää hyvin samantyyppisiä suosituksia tai velvoittavia lakeja siitä huolimatta, että alan tutkimustulosten kirjo on laaja ja eri maissa saadut tulokset poikkeavat toisistaan paljonkin. Useissa maissa mallia on otettu USA:sta, erityisesti Sarbanes-Oxley -laista. Esimerkiksi riippumattomien hallituksen jäsenien suosiminen on yhteistä lähes kaikille Corporate Governance -säädöksille suositukset mukaan lukien, vaikka riippumattomien jäsenten vaikutuksesta taloudelliseen tulokseen on saatu hyvin ristiriitaisia tutkimustuloksia (ks. luku 4.2).

Corporate Governance -tutkimus on kansainvälisesti melko vilkasta, mutta Suomessa tämä tutkimussuuntaus on vielä suhteellisen nuori ja tutkimukset tuoreita. Suomessa Keskuskaupakamari on reagoinut kansainväliseen kehitykseen julkaisemalla tutkimuksia ja ohjeita kuten Corporate Governance -suosituksen listatuille ja listaamattomille yhtiöille. Tässä tutkimuksessa listaamattomat yhtiöt ja niitä koskevat suositukset rajataan tutkimuskohteen ulkopuolelle.

3.1.2 Corporate Governance agenttiteorian näkökulmasta

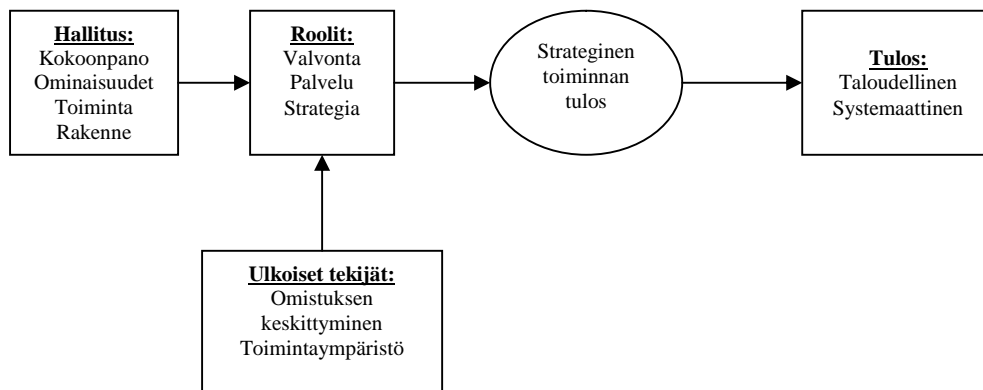
Agenttiteorian ja Corporate Governancen yhtymäkohta on omistuksen ja päätösvallan erillisyydestä johtuva yrityksen arvon laskeminen. Omistajien valvontaintressi aiheuttaa kustannuksia, mikä laskee heidän sijoituksensa arvoa. Corporate Governancella pyritään tehokkaaseen johdon valvontaan, joka on omiaan minimoimaan agenttikustannuksia ja maksimoimaan omistajien sijoituksen arvon.

Omistajat mittaavat yrityksen liiketoiminnan tehokkuutta sen mukaan, kuinka paljon voittoa yrityksen toiminta tuo heidän sijoitukselleen. Omistajien preferenssit voivat olla sekä laadullisia että määrällisiä (Laitinen 2004: 40). Tässä tutkimuksessa rajataan

laadulliset preferenssit tutkimuskohteen ulkopuolelle ja keskitytään määrällisiin, omistajien varallisuutta maksimoiviin tekijöihin.

Agenttiteorian näkökulmasta Corporate Governance voidaan määritellä sekä sisäisiksi että markkinaperusteisiksi mekanismeiksi, joilla päätösvaltaa käyttävä taho saadaan toteuttamaan omistajien intressejä omien intressiensä sijaan. Sisäisiä Corporate Governance- mekanismeja ovat hallituksen valvonta ja omistajuuden rakenne. Ulkoisia Corporate Governance- mekanismeja sen sijaan ovat liiketoiminnan ulkoiset markkinat eli esimerkiksi yritysvaltauksen uhka sekä sen valtion oikeusjärjestys, jonka piiriin yritys kuuluu. (Denis & McConnell 2003: 1–2; Weinberg 2003: 4–7; Shleifer & Vishny 1997: 737–740; Ks. myös Hart 1995: 681–686.)

Zahra & Pearce (1989: 302) ovat tutkimuksessaan esittäneet taloudellisen tuloksen syntymisen prosessina, jonka taustalla ovat hallituksen kokoonpanoon liittyvät muuttajat, hallituksen roolit sekä ulkoiset tekijät. Kaikki osa-alueet yhdessä vaikuttavat yrityksen strategiaan tuloksiin ja edelleen taloudelliseen tulokseen (ks. kuvio 2).



Kuvio 2. Taloudellisen tuloksen syntyminen agenttiteorian mukaan (Zahra ym. 1989: 302).

Tässä tutkimuksessa keskitytään sisäisiin Corporate Governance -mekanismeihin, joista rajataan pois omistajuuden rakenteen tarkastelu, koska se ei ole tehokkaan hallitustyöskentelyn elementti. Omistajuuden rakenne kuuluu hallitustyöskentelyn ulkopuolelle. Edelleen hallituksen valvontakeinoista valitaan hallitustyöskentelyn tehokkuutta mittaaviksi muuttujiksi hallituksen koko, riippumattomien jäsenten määrä, valiokuntien määrä, hallituksen kokousten määrä sekä osallistumisprosentti. Tässä tutkimuksessa sivutaan Suomen oikeusjärjestystä siltä osin kuin se sääntelee edellä mainittuja tehokasta hallitustyöskentelyä mittaavia muuttujia.

3.2 Keskuskauppakamarin Corporate Governance -suositus

Ulkomaisen kehityksen johdosta myös Suomessa virisi laaja Corporate Governance -keskustelu 1990 -luvun loppupuolella. Keskuskauppakamari asettui keskeiseksi Corporate Governance -työn suunnannäyttäjäksi ja laati ensimmäisen Corporate Governance -suosituksen pörssiyritysten hallinnoinnista vuonna 1997. HEX Oyj, Keskuskauppakamari sekä Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliitto asettivat vuonna 2003 työryhmän selvittämään vuonna 1997 annetun suosituksen uudistustarvetta. Työryhmän asettajat totesivat, että Corporate Governance -työryhmän asettamisen taustalla on listayhtiöiden ohjaus- ja valvontajärjestelmien toiminnan ja niitä koskevan tiedottamisen kasvanut merkitys. Vuosituhannen vaihteessa oli uudistettu useita ulkomaisia Corporate Governance -suosituksia ja -säännöksiä, ja suomalaisia käytänteitä oli tarvetta tarkastella myös tästä näkökulmasta. Tämän kehityksen seurauksena laadittiin nykyinen Corporate Governance -suositus.

Keskuskauppakamarin Corporate Governance -suositus sisältää ohjeet siitä, millainen suomalaisen listayhtiön hallituksen kokoonpanon tulisi olla ja kuinka usein hallituksen tulisi pitää kokouksia. Luonnollisesti on myös suositeltavaa, että hallituksen jäsenet osallistuvat mahdollisimman useasti kokouksiin. Corporate Governance -suositus ei ole pakottavaa lainsäädäntöä, vaan suositus, jota kotimaisten listayhtiöiden suositellaan noudattavan. Mikäli jotakin suosituksen kohtaa ei noudateta, tulisi syyt poikkeamiselle selvittää julkisesti. Suosituksen tavoitteena on listayhtiöiden toimintatapo-

jen yhtenäistäminen, toiminnan läpinäkyvyyden parantaminen, sijoittajille ja osakkeenomistajille annettavan tiedon yhtenäistäminen sekä tiedonkulun tehostaminen. (Keskuskauppakamari 2003.)

Tämän tutkimuksen kannalta keskeisiä Corporate Governance -suositusten kohtia ovat hallituksen kokoa ja kokoonpanoa, valiokuntia, hallituksen kokousten määrää ja osallistumisaktiivisuutta koskevat pykälät. Corporate Governance -suositusten mukaan hallitus huolehtii yhtiön hallinnosta ja toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. Hallitus ohjaa ja valvoo yhtiön toimivaa johtoa, nimittää ja erottaa toimitusjohtajan, hyväksyy yhtiön strategiset tavoitteet ja riskienhallinnan periaatteet sekä varmistaa johtamisjärjestelmän toiminnan. Hyvään hallintotapaan kuuluu myös, että hallitus huolehtii siitä, että yhtiö vahvistaa toiminnassaan noudatettavat arvot. Hallituksen tehtävänä on edistää yhtiön ja kaikkien osakkeenomistajien etua. Hallituksen jäsenet eivät edusta yhtiössä heitä jäseneksi ehdottaneita tahoja. (Keskuskauppakamari 2003.)

EU- komissio ottaa jatkuvasti kantaa kansallisiin Corporate Governance -suosituksiin ja laatii sekä listayhtiöille että listaamattomille yhtiöille suunnattua lisäohjeistusta. Keskuskauppakamari pohtii parhaillaan sitä, onko Corporate Governance -suositusta tarvetta päivittää komission ohjeistuksen tai muun kehityksen perusteella. Kansainvälisellä tasolla arvioituna Keskuskauppakamarin Corporate Governance -suositus vastaa kuitenkin melko hyvin tämänhetkisiä alan käytäntöjä.

4 TEHOKKAAN HALLITUSTYÖSKENTELYN ELEMENTIT

Tässä luvussa käydään läpi aikaisempaa tutkimusta tehokkaan hallitustyöskentelyn elementteihin liittyen. Hallituksen koon ja erityisesti riippumattomien hallituksen jäsenten osuuden vaikutusta taloudelliseen tulokseen on tutkittu laajasti. Hieman vähemmän tutkittuja aiheita ovat olleet valiokuntien määrän, kokousten määrän sekä osallistumisaktiivisuuden vaikutus taloudellista tulosta mittaaviin tunnuslukuihin. Osa tutkimuksista on kansainvälisiä, kun taas osa on tehty kansallisilla aineistoilla. Kotimainen vastaava tutkimus on ollut varsin niukkaa. Kuten jäljempänä todetaan, ovat tutkimustulokset melko ristiriitaisia johtuen käytetyistä menetelmistä sekä muuttujien rajauksista. Jokaisen alaluvun lopussa johdetaan tutkimushypoteesit aikaisempien tutkimustulosten perusteella.

4.1 Hallituksen jäsenmäärä

Corporate Governance -suosituksen mukaan pörssiyhtiön hallitukseen tulisi valita vähintään viisi jäsentä. Joissakin tapauksissa pienempi hallitus voi kuitenkin olla perusteltu ratkaisu. Hallituksen jäsenmäärään vaikuttaa myös lainsäädäntö. Suomen osakeyhtiölain mukaan on mahdollista, että hallitus koostuu vain yhdestä jäsenestä ja varajäsenestä eikä hallituksen jäsenten enimmäismäärää ole määrätty lainsäädännössä tai Corporate Governance -suosituksessa. Corporate Governance -suositus korostaa sitä, että jäsenmäärän tulee olla sopiva tehokkaan hallitustyöskentelyn turvaamiseksi.

Monks ym. (2006) tutkivat 500 suurimman USA:ssa pörssiin listatun yhtiön hallitusten jäsenmääriä ja totesivat, että hallituksen keskimääräinen jäsenmäärä on pudonnut 15 jäsenestä 10,9 jäseneseen vuosina 1988–2002. Neljäsosassa yhtiöistä hallituksen muodostaa 8–9 jäsentä, kun taas vuonna 1997 vain 16 % yhtiöistä oli alle 10 hallituksen jäsentä. Suurimmissa hallituksissa vuonna 2002 on ollut 22 jäsentä. Voidaan siis todeta, että hallituskoot USA:ssa ovat pienentyneet viime vuosikymmeninä. (Monks ym. 2006: 198.)

Kiel ja Nicholson (2003) tutkivat hallituksen koon vaikutusta yrityksen arvoon ja totesivat, että suuri hallituksen koko korreloi positiivisesti yrityskoon kanssa. Suuri yrityskoko vaikuttaa edelleen positiivisesti yrityksen arvoon. Näin ollen suuri hallituskoko viittaa myös parempaan yrityksen arvoon. Tutkimus toteutettiin australialaisella aineistolla, jossa hallituksen keskimääräinen koko oli 6,6 jäsentä eli hyvin lähellä suomalaisten pörssiyritysten hallitusten keskimääräistä kokoa. Toisaalta on mielenkiintoista, että uusiseelantilaisella aineistolla päädyttiin päinvastaiseen tulokseen (Chin ym. 2004).

Myös Dalton, Daily, Johnson ja Ellstrand (1999) osoittivat tutkimuksessaan positiivisen tilastollisesti merkitsevän yhteyden hallitukseen ja tuloksen välillä. Tutkimustulos oli yhdenpitävä niin markkinaperusteisella kuin tilinpäätöstietoihinkin perustuvalla taloudellisen tuloksen mittarilla. Positiivinen korrelaatio oli voimakkaampi pienemmissä yrityksissä kuin suurissa. Tutkimuksessa kuitenkin huomautetaan että tulos on altis useille eri rajoitteille ja on vaikeasti yleistettävissä.

Barnhart, Marr ja Rosenstein (1994) ovat tutkineet hallituksen kokoonpanon ja yrityksen taloudellisen tuloksen välistä yhteyttä ja todenneet, että hallituksen kokoonpanolla on vaikutusta yrityksen taloudelliseen tulokseen. Samansuuntaisia tuloksia saatiin myös Barnhartin ja Rosensteinin myöhemmässä tutkimuksessa (1998), jossa todettiin hallituksen koon kasvattamisen ja taloudellisen tuloksen välinen negatiivinen yhteys. Tutkimuksessa kuitenkin huomautetaan, että tuloksia tulee tulkita tietyin varauksin.

Sekä de Andres, Azofra ja Lopez (2005) että Walid ja André (2006) ovat tutkimuksessaan todenneet, että suurella hallituskoolla on negatiivinen vaikutus tulokseen. Samanlaisia tuloksia on saanut Hanifa ja Hubaid (2006) suhteellisen tuoreella tutkimuksellaan, jossa otokseen kuului Kauko-Idässä listattuja yhtiöitä. Tutkimuksessa todetaan, että negatiivinen vaikutus johtuu siitä, että suuri hallitus aiheuttaa kustannuksia yhtiölle mm. erilaisten palkkioiden muodossa eikä se yleensä kykene toteuttamaan johdon valvontafunktiotaan yhtä tehokkaasti kuin pieni ja dynaaminen hallitus.

Grahamin (2004: 125) mukaan hallituksen jäsenmäärän kasvu suomalaisissa pörssi-yhtiöissä vaikuttaa negatiivisesti riskinottoon. Conyon ja Peck toteavat (1998: 302–303), että hallituksen jäsenmäärä vaikuttaa negatiivisesti yrityksen taloudelliseen tulokseen siten, että jäsenmäärän kasvattaminen pienentää tulosta. Negatiivinen vaikutus johtuu siitä, että suuressa hallituksessa informaation kulku vaikeutuu, kommunikointi ei ole niin tehokasta ja päätöksenteko on monimutkaisempaa. Verrattaessa tutkimustuloksia suomalaiseen aineistoon tulee kuitenkin ottaa huomioon, että tutkimusotoksen muodostaneissa yhtiöissä hallitukset olivat keskimääräisesti huomattavasti suurempia kuin suomalaisissa pörssi-yhtiöissä.

Alshimmiri (2004) esitti tutkimuksessaan, että hallituksen koon ja taloudellisen tuloksen välillä vallitsee epälineaarinen suhde. Hallituskoon kasvattaminen vaikuttaa negatiivisesti tulokseen silloin, kun hallitus on pieni. Jos taas hallituksen jäsenmäärä on keskimääräistä suurempi, vaikuttaa sen kasvattaminen edelleen positiivisesti tulokseen.

Rose (2005) on tutkinut hallituskoon vaikutusta taloudelliseen tulokseen tanskalaisella aineistolla ja todennut, ettei tilastollisesti merkitsevää vaikutusta pystytty näyttämään toteen. Tanskassa pörssiyritysten koko ja niiden hallitusten koko on hyvin lähellä suomalaisia pörssi-yhtiöitä, mikä tekee tutkimusaineiston hyvin vertailukelpoiseksi suomalaisten pörssi-yhtiöitten kanssa verrattuna esimerkiksi amerikkalaiseen tutkimukseen. Myös Chin, Voss ja Casey (2004) päätyivät uusiseelantilaisella aineistolla tutkimustulokseen, jonka mukaan hallituskoon ei voida osoittaa vaikuttavan yrityksen taloudelliseen tulokseen.

Yoshimori (2005) on esittänyt, ettei amerikkalainen Corporate Governance johda välttämättä parempaan taloudelliseen tulokseen ainakaan Japanissa. Tokion pörssissä listatuissa yhtiöissä on useimmiten poikkeuksellisen suuret hallitukset, minkä ei voida katsoa vaikuttavan negatiivisesti niiden taloudelliseen tulokseen eri mittareilla mitattuna. Kuriositeettina todettakoon että esimerkiksi Toyotan hallituksessa on 27 jäsentä ja ennen vuotta 2003 jäsenmäärä on ollut 57.

Yhteenvetona voidaan todeta, että vain harvat tutkijat ovat pystyneet todistamaan, että hallituksen kokoonpanon ja yrityksen taloudellisen tuloksen välillä olisi riippuvuutta tai, että tämä riippumattomuus olisi positiivista (Barnhart ym. 1994 ja 1998; Conyon ym. 1998; Dalton ym. 1999; Kiel ym. 2003; Alshimmiri 2004; Andrés ym. 2005; Wamid ym. 2006; Hanifa ym. 2006). Niissäkin tutkimuksissa, joissa riippuvuus on pystytty osoittamaan, kehoitetaan useimmiten suhtautumaan tuloksiin tietyin varauksin. Tutkimukset, joissa on pystytty osoittamaan negatiivinen yhteys, on tehty aineistolla, joka koostuu yrityksistä, joiden hallituskoko on huomattavasti suurempi kuin suomalaisten pörssiyritysten hallituskoko. Lisäksi samantyyppisillä aineistoilla tehtyjen tutkimusten tuloksissa on havaittavissa merkittäviä ristiriitoja.

Tutkimuksissa, jotka on tehty eurooppalaisella tai pohjoismaisella aineistolla regressioanalyysin avulla, on osoitettu, ettei hallituksen jäsenmäärällä ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta taloudelliseen tulokseen tai yrityksen arvoon. Näin ollen 1. ja 2. tutkimushypoteesit muodostuvat seuraaviksi:

Hypoteesi 1: Hallituksen jäsenmäärällä ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen taloudelliseen tulokseen.

Hypoteesi 2: Hallituksen jäsenmäärällä ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen arvoon.

4.2 Hallituksen jäsenten riippumattomuus

Hallituksen tehtävänä on yhtiön toimivan johdon ohjaus ja valvonta. Tehtävä edellyttää, että hallituksen jäsenten enemmistöllä ei ole riippuvuussuhdetta yhtiöön. Tällainen hallituksen kokoonpano tukee sitä, että hallitus toimii yhtiön ja kaikkien osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Osakkeenomistajat hyötyvät riippumattomista hallituksen jäsenistä, koska heidän päätöksentekonsa voidaan olettaa olevan objektiivisempaa verrattuna ei-riippumattomiin hallituksen jäseniin. Toisaalta ei-

riippumattomilla hallituksen jäsenillä on enemmän toimiala-asiantuntemusta sekä yhtiökohtaista tietoa kuin riippumattomilla hallituksen jäsenillä.

Corporate Governance -suosituksen mukaan hallituksen jäsenten enemmistön on oltava riippumattomia yhtiöstä. Lisäksi vähintään kahden mainittuun enemmistöön kuuluvista jäsenistä on oltava riippumattomia yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista. Riippumattomuuden määritelmä vaihtelee hieman sen mukaan, mistä Corporate Governance -säädöksestä tai -suosituksesta on kyse. Kansainvälisesti yhdenpitäviä kriteerejä riippumattomuudelle ei ole. Koska tämä tutkimus perustuu Keskuskauppakamarin Corporate Governance -suositukseen, käytetään tässä tutkimuksessa Keskuskauppakamarin riippumattoman hallituksen jäsenen määritelmää.

Corporate Governance -suosituksen mukaiset riippumattomuuden kriteerit voidaan jakaa kolmeen osaan. Ensinnäkin on olemassa ehdottomat kriteerit, joista yhdenkin täytyminen riittää siihen, että hallituksen jäsen katsotaan ei-riippumattomaksi yhtiöstä. Toiseksi hallitus voi kokonaisarvioinnin perusteella katsoa jäsenen ei-riippumattomaksi yhtiöstä, vaikka tietyn kriteerin täyttymistä ei voida osoittaaakaan. Kolmanneksi jäsenen täytyy olla riippumaton yhtiön kaikista merkittävistä osakkeenomistajista.

Corporate Governance -suosituksen mukaan hallituksen jäsen ei ole riippumaton yhtiöstä, jos (Keskuskauppakamari 2003):

- ”a) jäsenellä on työ- tai toimisuhte yhtiöön;*
- b) jäsen on ollut työ- tai toimisuhteessa yhtiöön viimeisen kolmen vuoden aikana ennen hallituksen jäsenyyden alkamista;*
- c) jäsen saa yhtiöltä tai yhtiön toimivaan johtoon kuuluvilta henkilöiltä vähäistä suuremman korvauksen hallitustehtäviin liittymättömistä palveluista tai muusta neuvonnasta, esimerkiksi hallituksen jäsen toimii konsultointitehtävissä yhtiössä;*

d) jäsen kuuluu toimivaan johtoon toisessa yhtiössä, ja yhtiöiden välillä on yhtiöön nähden asiakkuus-, toimittajuus- tai yhteistyösuhde, joka on merkittävä tuolle toiselle yhtiölle; tai

e) jäsen kuuluu toimivaan johtoon sellaisessa yhtiössä, jonka hallituksen jäsen kuuluu toimivaan johtoon ensin tarkoitettussa yhtiössä (ristikkäinen valvontasuhte).”

Lisäksi hallitus voi kokonaisarvioinnin perusteella katsoa, että jäsen ei ole riippumaton yhtiöstä, jos jäsen on mukana yhtiön tulokseen sidotussa tai osakejohdannaisessa palkitsemisjärjestelmässä. Riippumattomuuden este voi myös muodostua, jos yhtiön tiedossa on muu seikka, joka voi vaikuttaa jäsenen itsenäisyyteen ja kykyyn edustaa kaikkia osakkeenomistajia.

Jäsen ei ole riippumaton merkittävästä osakkeenomistajasta, jos jäsenellä on määräysvalta yhtiöön tai jäsen on työ- tai toimisuhteessa sellaiseen tahoon, jolla on määräysvalta yhtiöön. Myöskään yhtiön merkittävä osakkeenomistaja ei ole riippumaton tässä yhteydessä. Merkittävä osakkeenomistus on 10 % kaikista osakkeista tai yhteenlasketusta äänimäärästä. Riippumattomuuden arvioinnissa on kaikissa tilanteissa otettava huomioon myös jäsenen lähipiiriin kuuluvien yksityisten henkilöiden tai oikeushenkilöiden vastaavat olosuhteet. Yhtiöön rinnastetaan yhtiön kanssa samaan konserniin kuuluvat yhtiöt.

Hallituksen jäsenen osakeomistuksen suhteen on erotettavissa argumentteja sekä puolesta että vastaan. Mikäli hallituksen jäsen on myös osakkeenomistaja, yhtyvät omistajien intressit ja hallituksen jäsenten intressit. Näin ollen, hallituksen on helpompi ottaa tavoitteekseen juuri omistajien varallisuuden maksimoiminen ja sitoutua tähän tavoitteeseen. Toisaalta, jos hallituksen jäsen on myös omistaja, voi hänen puolueettomuutensa ja objektiivisuutensa vaarantua. Hallituksen jäsen, joka on myös omistaja, voi myös pyrkiä edistämään omaa etuaan osakkeenomistajana muiden osakkeenomistajien etujen kustannuksella, mikä on Suomessa osakeyhtiölain vastaista. Lisäksi vaarana on, että hallitus pyrkii toimissaan osakkeen arvon nostamiseen lyhyellä tähtämellä eikä perusta päätöksiään pidemmällä aikavälillä kannattaviin ratkaisuihin.

Hallituksen jäsenen riippumattomuutta on tutkittu runsaasti verrattuna muihin tässä tutkimuksessa käytettyihin muuttujiin. Riippumattomien jäsenten osuuden vaikutusta taloudelliseen tulokseen on mitattu kansainvälisesti useilla menetelmillä ja hieman eri näkökulmista tarkasteltuna. Kotimainen tutkimus on tälläkin saralla niukkaa.

Zahran ym. mukaan (1989: 305–308) jäsenten riippumattomuuden perusteella on erotettavissa neljä erilaista hallitustyyppiä. *Sisäisiä hallituksia* ovat *vahtimestarihallitus* ja *lakimääräinen hallitus*, joissa molemmissa on tyypillistä toimitusjohtajan merkittävä valta ja ei-riippumattomien hallituksen jäsenten enemmistö. Vahtimestarihallitus on muodollinen elin eikä se kykene valvomaan johdon toimia, koska se koostuu toimitusjohtajasta ja hänen alaisistaan. Lakimääräisessä hallituksessa toimitusjohtajalla on edelleen huomattavasti valtaa, mutta jäsenenä on myös muita kuin hänen alaisiaan. Päätökset tehdään hallituksen ulkopuolella ja hallitus hyväksyy ne vain muodollisesti.

Ulkoisia hallituksia ovat *määräävä hallitus* ja *osallistuva hallitus*, jotka koostuvat enimmäkseen riippumattomista hallituksen jäsenistä. Corporate Governance- suositus siis suosittaa ulkoista hallitustyyppiä. Määräävässä hallituksessa hallituksella on enemmän valtaa kuin toimitusjohtajalla, minkä lisäksi hallitus kokoontuu usein ja tuottaa lisäarvoa. Hallintovastuuta on määräävässä hallituksessa jaettu valiokunnille. Osallistuva hallitus eroaa määräävästä hallituksesta vain vallankäytön suhteen. Osallistuva hallitus ei pyri valtaylivoimaan vaan päätökset tehdään keskustellen yksimielisyyteen pyrkien.

Pearcen ja Zahran (1991: 148) myöhemmän tutkimuksen mukaan yhtiö, jolla on osallistuva hallitus, yltää parempaan taloudelliseen tulokseen kuin yhtiö, jossa on esimerkiksi vahtimestarihallitus. Yhtiöissä, joissa oli määräävä hallitus tai lakimääräinen hallitus, taloudellinen tulos ei poikennut paljon. Tutkimuksen mukaan on silti yleistettävissä, että yhtiöt, joissa on määräävä tai osallistuva hallitus, yltävät parempaan tulokseen kuin yhtiöt, joissa on vahtimestarihallitus tai lakimääräinen hallitus.

USA:ssa kehitys on kulkenut viime vuosina kohti riippumattomien hallituksen jäsenten osuuden lisäämistä ja ei-riippumattomien osuuden vähentämistä hallituskokoon-

panoissa. Usein toimitusjohtaja on ainoa ei-riippumaton jäsenen listayhtiön hallituksessa USA:ssa (Monks ym. 2006: 198). Samansuuntaista kehitystä on ollut havaittavissa myös Euroopassa, joskin tutkimustulokset riippumattomuuden vaikutuksesta yrityksen taloudelliseen tulokseen ovat melko ristiriitaisia.

Englannissa yhtiöt ovat pitäneet amerikkalaisia yhtiöitä tiukemmin kiinni ei-riippumattomien hallituksen jäsenten osuudesta hallituksissa (Short, Keasey, Hull & Wright 1998: 156). Tämä on huomionarvoista siksi, että tutkijat anglosaksisissa maissa ovat korostaneet riippumattomien jäsenten merkitystä valvontamekanismien tehostajana jo pitkään ja Corporate Governance -ajattelun alkuperä on nimenomaan anglosaksisessa yrityskulttuurissa.

Riippumattomien jäsenten merkitystä perustellaan riippumattomien hallituksen jäsenten kaksoisroolilla. Yhtäältä he toimivat tehokkaina operatiivista johtoa valvovina tahoina. Toisaalta heillä on usein merkittävä neuvoa antava rooli, koska heidän kokemuksensa ja osaamisensa tulee yhtiön ulkopuolelta. (Short, Keasey, Wright & Hull 1999: 339).

Graham (2004: 30–31, 125) on tutkinut riippumattomien hallituksen jäsenten vaikutusta yhtiöiden riskinottoon Suomessa. Tutkimuksen mukaan niissä yhtiöissä, joissa enemmistö hallituksesta koostui riippumattomista jäsenistä, riskinotto oli varovaisempaa kuin niissä yhtiöissä, joissa enemmistö hallituksen jäsenistä ei ollut riippumattomia. Grahamin mukaan useimmissa yhtiöissä hallitus koostuu sekä ulkoisista riippumattomista jäsenistä sekä ei-riippumattomista jäsenistä. Ääripäät kuten hallitus, joka koostuu vain riippumattomista tai ei-riippumattomista jäsenistä, vaikuttavat usein negatiivisesti yhtiön toiminnan tulokseen. Tämä johtuu siitä, että ei-riippumattomista jäsenistä koostuva hallitus lisää usein agenttikustannuksia, koska riippumattomien hallituksen jäsenten mukanaan tuoma informaatio ja osaaminen menetetään. Vastaavasti pelkistä ei-riippumattomista jäsenistä koostuvat hallitus lisää myös agenttikustannuksia, koska sisäisten jäsenten yrityskohtainen asiantuntemus jää hyödyntämättä.

Short ym. (1998: 157) tekemän tutkimuksen mukaan riippumattomien hallituksen jäsenten ja omistajien sijoituksen tuoton (*Shareholder wealth effects*) välillä vallitsee positiivinen korrelaatio silloin, kun riippumattomia hallituksen jäseniä on 40–60 % hallituksen kokoonpanosta. Näin ollen 60 % olisi optimaalinen riippumattomien jäsenten osuus osakkeenomistajien saaman hyödyn maksimoimiseksi. Jos sen sijaan riippumattomien jäsenten osuus on yli 60 %, vaikuttaa riippumattomien hallituksen jäsenten määrän kasvattaminen negatiivisesti taloudelliseen tulokseen. Jos riippumattomia jäseniä on alle 40 %, ei tilastollisesti merkitsevää yhteyttä voitu havaita. Tutkimus toteutettiin englantilaisella aineistolla.

Myöhemmissä tutkimuksissaan Short ym. (1999: 2001) on korostanut oikean tasapainon löytymistä riippumattomien ja ei-riippumattomien hallituksen jäsenten määrän välille. Näin saadaan yhdistettyä ei-riippumattomien jäsenten yhtiökohtainen asiantuntemus sekä riippumattomien jäsenten objektiivisuus ja muu yhtiön ulkopuolelta tuleva innovatiivisuus ja osaaminen. Myös ne riskit, joita joko pelkkien ei-riippumattomien ja riippumattomien jäsenten muodostama hallitus saattaa aiheuttaa, minimoituvat, kun oikea suhde saavutetaan.

Schellenger, Wood ja Tashakori (1989) osoittivat tutkimuksessaan, että ei-riippumattomien hallituksen jäsenten osuudella on vaikutusta yrityksen taloudelliseen tulokseen. Tutkimuksessa ei kuitenkaan oteta kantaa siihen, mikä olisi optimaalinen riippumattomien jäsenten määrä. Sen sijaan tutkimustulokset osoittavat, että hallituksen kokoonpanon vaikutus taloudelliseen tulokseen vaikuttaa edelleen yhtiön osingonjakopolitiikkaan, jolloin voidaan päätellä että riippumattomien hallituksen jäsenten osuus vaikuttaa jo itsessään osakkeenomistajien saamaan tuottoon.

Bhagat ja Black (2002) ovat myös tutkineet hallituksen kokoonpanon vaikutusta taloudelliseen tulokseen ja todenneet, että hallituksen koon tai sen jäsenten riippumattomuuden ja yrityksen taloudellisen tuloksen välillä ei voitu havaita olevan positiivista riippuvuutta. Tutkimuksessa ei oteta kantaa siihen, onko riippuvuutta yleensäkin havaittavissa. Bhagat ym. (2002: 264) tutkimuksessa todetaan, että toisin kuin usein oletetaan myös ei-riippumattomat hallituksen jäsenet voivat lisätä yrityksen arvoa. Ei-

riippumattomilla hallituksen jäsenillä on yrityskohtaista asiantuntemusta, he tuntevat yrityksen liiketoiminnan ja markkinat, minkä vuoksi he ovat parhaimmillaan taitavia strategiatyössä ja erilaisten suunnitelmien laatimisessa. Heitä motivoi mahdollisesti eteneminen organisaatiossa toimitusjohtajaksi. Ei-riippumattomilla hallituksen jäsenillä saattaa olla myös puolellaan informaatioylivoima verrattuna riippumattomiin jäseniin.

Riippumattomien jäsenten vaikutusta taloudelliseen tulokseen on myös tutkittu vertaamalla taloudellista tulosta ennen ja jälkeen hallituksen jäsenen vaihdoksen (Rosenstein & Wyatt 1994). Tutkimustulosten mukaan ei ole voitu osoittaa positiivista riippuvuutta ulkopuolisen hallituksen jäsenen mukaantulon ja taloudellisen tuloksen välillä. Riippumattoman hallituksen jäsenen rekrytoinnista hallituskokoonpanoon on kuitenkin eniten hyötyä silloin, kun yhtiön tulos on ollut tavanomaista heikompi.

Hermalin ja Weisbach (1988) ovat saaneet samantyyppisiä tuloksia tutkittuaan muutostilanteita hallitusten kokoonpanoissa. Lisäksi heidän tutkimuksensa on osoittanut, että yhtiön yllettyä vain tavanomaista huonompaan tulokseen, ei-riippumattomat hallituksen jäsenet irtisanoutuvat hallitustehtävästään useammin kuin riippumattomat. Riippumattomat jäsenet sen sijaan liittyvät hallitukseen usein tavanomaista huonomman tuloskauden jälkeen. Tämä johtuu todennäköisesti juuri siitä, että heidän odotetaan parantavan yrityksen taloudellista tilannetta ja tuovan mukanaan muutoksia. Tutkimustuloksiin tulee suhtautua hieman varauksella, koska taloudellista tulosta ei ole seurattu pitkällä aikavälillä, vaan pelkästään ennen hallituksen jäsenen vaihdosta ja juuri sen jälkeen. Tulokseen on siis voinut vaikuttaa hetkellisesti myös jokin muu esimerkiksi toimialaan liittyvä tekijä eikä niinkään muutokset hallituksen kokoonpanossa. Tutkimuksissa ei ole myöskään huomioitu, vaihtuuko hallituksessa vain yksi jäsen vai useampi vai kenties kaikki.

Hermalinin ym. (1988) mukaan yritykset pyrkivät parantamaan tulostaan korvaamalla hallituksen jäseniä, jotka ovat riippuvaisia yhtiöstä, uusilla riippumattomilla hallituksen jäsenillä. Agenttiteorian mukainen syy tällaisille ratkaisuille on tutkimuksen mukaan se, että osakkeenomistajat katsovat huonon tuloksen johtuvat huonosta johdosta.

Vahvistaakseen valvontaansa yhtiössä osakkeenomistajat haluavat hallituksen koostuvan riippumattomista ulkopuolisista jäsenistä, jotka omalta osaltaan valvovat toimivaa muuta johtohenkilöstöä. Tutkimustulos ei kuitenkaan osoita, ovatko tällaiset henkilövaihdokset todellisuudessa parantaneet yritysten tulosta.

Positiiviseen tilastollisesti merkitsevään riippuvuuteen ovat päätyneet tutkimuksensa Lee, Rosenstein ja Wyatt (1999). Tutkimuksen mukaan hallituksen kokoonpano ja riippumattomien hallituksen jäsenten osuus koko hallituksesta on yksi yrityksen arvoon vaikuttava osatekijä. Positiiviseen riippuvuuteen tutkimustuloksissa vaikutti todennäköisesti se, että tutkimuksen kohteena olleissa yrityksissä yrityksen ulkopuolelta rekrytoidut riippumattomat hallituksen jäsenet olivat kaikki talouden asiantuntijoita. Erityisesti riippumattomista jäsenistä hyötyivät pienet yhtiöt, jotka valitsivat usein hallitukseensa investointipankkiirin todennäköisesti juuri tarkoituksenaan saavuttaa tätä kautta merkittävää kasvua. Näin ollen tutkimustuloksia on hieman vaikea yleistää koskemaan niitä tapauksia, joissa riippumaton hallituksen jäsen ei ole rahoitusalan asiantuntija.

Kiel ym. (2003) osoittivat tutkimuksessaan, että mitä enemmän ei-riippumattomia hallituksen jäseniä, sitä korkeampi oli yrityksen arvo, kun käytettiin markkinaperusteista yrityksen arvon mittaria. Jos sen sijaan käytettiin tilinpäätöstietojen perusteella laskettua arvoa, ei tilastollisesti merkittävää yhteyttä pystytty osoittamaan. Tutkimus toteutettiin australialaisella aineistolla, jossa hallituksen jäsenten määrä oli hyvin lähellä suomalaisten yritysten vastaavaa määrää. Myös riippumattomia jäseniä oli keskimäärin suunnilleen saman verran kuin Suomessa.

Alves ja Mendez (2004) tutkivat Portugalin Corporate Governance -suosituksen noudattamisen vaikutusta taloudelliseen tulokseen. Suosituksessa suositettiin vähintään yhden riippumattoman hallituksen jäsenen mukaan ottamista hallitukseen. Tutkimustulos osoitti, että vähintään yhden riippumattoman jäsenen osuus hallituksessa vaikutti positiivisesti taloudelliseen tulokseen.

Barnhartin ym. (1998) mukaan riippumattomien jäsenten määrän ja taloudellisen tuloksen välillä on pystytty osoittamaan vain heikko yhteys. Siitä huolimatta yhtiön hallintorakenteella ja tuloksella on olemassa tilastollisesti merkitsevä yhteys ja yrityksen arvon maksimoimiseksi hallintorakenteita tulisi aika ajoin muuttaa. Hallituksen kokoonpano on eräs hallintorakenteen osatekijä. Aikaisemmassa tutkimuksessaan Barnhart ym. (1994) oli todennut, että hallituksen kokoonpanon ja yrityksen arvon välillä vallitsee tilastollisesti merkitsevä kurvilineaarinen suhde, joskin tuloksia on tulkittava varauksella, koska ne ovat hyvin herkkiä pienillekin muutoksille muuttujissa.

Kurvilineaarisen suhteen ovat pystyneet esittämään myös Wagner, Stimpert ja Fubara (1998). Tutkimuksen mukaan keskimääräistä korkeampi määrä riippumattomia hallituksen jäseniä johtaa parempaan taloudelliseen tulokseen, mutta näin käy myös, jos hallitus koostuu keskimääräistä enemmän ei-riippumattomista jäsenistä. Tulos siis paranee, jos yhtiön hallituksessa on enemmistö joko riippumattomia tai ei-riippumattomia jäseniä. Tulos on sen sijaan huonompi, jos riippumattomia jäseniä on suunnilleen saman verran kuin ei-riippumattomia. Tutkimus toteutettiin amerikkalaisella aineistolla ja regressioanalyysia käyttäen. Taloudellisen tuloksen mittarina käytettiin ROA:a (Return on Assets).

Riippumattomien hallituksen jäsenten merkitystä perheyhtiöissä ovat tutkineet mm. Shapiro ja Young (2004) sekä Burkart, Panunzi ja Shleifer (2003). Molemmissa tutkimuksissa kritisoidaan Corporate Governance -tutkimussuuntauksen taipumusta suosia riippumattomia hallituksen jäseniä ja argumentoidaan sen puolesta, etteivät Corporate Governance -säädökset yleensä sovi perheyhtiöihin. Samansuuntaisia tuloksia on saanut turkkilaisella aineistolla myös Kula (2005), jonka mukaan Corporate Governance -suositukset ja -tutkimukset eivät ota huomioon perheyhtiöiden erityispiirteitä.

Shapiro ym. (2004) esittää, ettei hallituksen jäsenten riippumattomuuden ja taloudellisen tuloksen välillä voida osoittaa tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Jos otos rajataan koskemaan vain perheyhtiöitä, voidaan osoittaa, että riippumattomien hallituksen

jäsenten lisääminen vaikuttaa tulokseen negatiivisesti. Tämä johtuu perheyhtiöiden erityispiirteistä verrattuna muihin mahdollisiin omistusrakenteisiin.

Walid ym. (2006) on tullut tutkimuksessaan juuri päin vastaiseen tulokseen. Tutkimuksen mukaan riippumattomien hallituksen jäsenten lisääminen hallitukseen vaikuttaa positiivisesti tulokseen ja perheyhtiöissä tämä positiivinen vaikutus on havaittavissa erityisen hyvin. Tutkimuksessa huomautetaan, että tulos poikkeaa siitä, mitä kansainvälisissä tutkimuksissa yleensä on pystytty osoittamaan. Tutkimus tehtiin kanadalaisella aineistolla.

Perheyhtiöissä yhtiökohtaisen asiantuntemuksen vaikutus korostuu. Perheyhtiöissä omistuksen enemmistö on perheen hallussa. Perheyhtiö voi olla myös listayhtiö, jolla on perheyhtiöhistoria. On määrittelykysymys, kutsutaanko yhtiötä enää perheyhtiöksi, jos omistuksen enemmistö ei ole perheen hallussa tai osakkeet ovat julkisen kaupan käynnin kohteena. Perheyhtiössä tai yhtiössä, jolla on perheyhtiötausta, perheen jäsenet ovat usein johtoasemassa. Näin johtohenkilölle muodostuu henkilökohtainen side yhtiöön, mikä on omiaan vaikuttamaan hänen päätöksentekoonsa. Tästä syystä Corporate Governance -ajattelun suosima ulkopuolisten riippumattomien hallituksen jäsenten enemmistö hallituksessa saattaa perheyhtiöissä osoittautua hieman ongelmalliseksi. Ainakaan ei voida yksiselitteisesti päätellä, johtaako riippumaton enemmistö vai henkilökohtaisesti sitoutuneiden perheen jäsenten enemmistö hallituksessa, parempaan taloudelliseen tulokseen.

de Andres ym. (2005) on tutkinut riippumattomuuden vaikutuksia regressioanalyysia käyttäen eurooppalaisella aineistolla. Tutkimustulokset osoittavat, ettei riippumattomien jäsenten osuudella ja taloudellisella tuloksella ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Vastaavia tuloksia sai Rose (2005) tanskalaisella aineistolla, Alshimmiri (2004), Chin ym. (2004) sekä Davidson, Rosenstein ja Sundaram (2002).

Davidson ym. (2002) tutki hallituksen kokoonpanon vaikutuksia osakkeenomistajien varallisuuteen erityisesti yritysjärjestelytilanteissa ja suunniteltujen transaktioiden peruuntuessa. Tutkimustuloksissa todettiin, että yritykseen arvoon vaikuttaa kaikkein

merkittävimmin omistuksen rakenne eikä hallituksen kokoonpanolla voida katsoa olevan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta.

Myös Kauko-Idästä kootulla aineistolla on saatu vastaavia tutkimustuloksia, joitten mukaan riippumattomien jäsenten enemmistöllä ei ole vaikutusta taloudelliseen tulokseen. Tutkimuksissa on käytetty taloudellisen tuloksen mittareina Tobinin Q - lukua ja pääoman tuottoa kuvaavia tunnuslukua sekä menetelmänä regressioanalyysia. (Hanifa ym. 2006.)

Wan ja Ong (2005) esittivät tutkimuksessaan, että hallituksen rakenne, jonka eräs osatekijä on riippumattomien jäsenten osuus, ei vaikuta hallitustyöskentelyyn prosessina. Hallitustyöskentely prosessina sen sijaan vaikuttaa taloudelliseen tulokseen. Tästä voidaan päätellä, ettei riippumattomien hallituksen jäsenten määrä vaikuta tilastollisesti merkitsevästi taloudelliseen tulokseen.

Lisäksi on huomattava, että vaikka riippumattomalla hallituksen jäsenellä on mahdollisuus ja edellytykset toimia objektiivisesti päätöksenteossaan lisäarvoa luoden, ei tämä välttämättä kuitenkaan käyttyädy niin. Brennanin (2006: 586) mukaan riippumattomat hallituksen jäsenet toimivat useimmissa yhtiöissä niin kuin he olettavat operatiivisen johdon haluavan heidän toimivan. He eivät siis välttämättä toteuta omistajien intressejä sen enempää kuin ei-riippumattomat hallituksen jäsenet. Näin ollen riippumattomien hallituksen jäsenten lisäarvoa tuova rooli ei ole lainkaan niin itsestään selvä kuin monet osakkeenomistajat saattavat olettaa.

Taulukossa 1 (ks. liite 2) on esitetty tiivistetysti riippumattomien hallituksen jäsenten osuuden vaikutuksia taloudelliseen tulokseen koskevien aikaisempien tutkimusten tulokset. Tutkimukset, jotka on tehty eurooppalaisella tai pohjoismaisella aineistolla regressioanalyysia käyttäen, ovat osoittaneet, ettei riippumattomien jäsenten osuudella hallituksen jäsenmäärästä ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta tunnuslukuihin. Näin ollen 3. ja 4. tutkimushypoteesit muodostuvat seuraaviksi:

Hypoteesi 3: Riippumattomien hallituksen jäsenten osuus hallituksen jäsenmäärästä ei vaikuta yrityksen taloudelliseen tulokseen.

Hypoteesi 4: Riippumattomien hallituksen jäsenten osuus hallituksen jäsenmäärästä ei vaikuta yrityksen arvoon.

4.3 Valiokunnat

Hallitustyöskentelyssä keskeisessä roolissa ovat usein myös erilaiset valmistelevat elimet kuten komiteat ja valiokunnat. Niiden tehtävänä on valmistella hallituksen päätettäväksi tulevia asioita. Tyypillisimpiä hallituksen päätöksiä valmistelevia elimiä ovat tilintarkastusvaliokunta, palkitsemisvaliokunta tai -komitea sekä nimitysvaliokunta tai -komitea. Selvyyden vuoksi näistä valmistelevista elimistä käytetään tässä tutkimuksessa nimitystä hallituksen valiokunnat Keskuskauppakamarin Corporate Governance -suosituksen mukaisesti.

Valiokuntatyöskentelyn etuna on se, että päätökset valmistellaan huolellisesti. Hallituksen päätettäviksi tulevia asioita pohtivat ne valiokunnan jäsenet, joilla usein on asiantuntemusta juuri kyseisten asioiden käsittelyyn. Haittapuolena voidaan pitää päätösvallan keskittymistä muutamille hallituksen jäsenille, jotka valmistelevat päätösehdotuksen, jonka hallitus vain muodollisesti hyväksyy. Vaarana on päätösvallan ja vastuun eriytyminen.

Joissakin tutkimuksissa on jopa esitetty, että hallituksen valiokuntarakenteella voitaisiin kompensoida hallituksen kokoonpanon ja taloudellisen tuloksen heikkoa tilastollista yhteyttä. Kun hallituksen jäsenet muodostavat valmistelevia valiokuntia, on tarkoituksenmukaisempaa tutkia valiokuntarakenteen ja taloudellisen tuloksen yhteyttä kuin hallituksen riippumattomuuden vaikutusta taloudelliseen tulokseen, koska todellinen päätöksenteko joko tapahtuu tai ainakin saa alkunsa valiokunnissa. (de Andres ym. 2005: 199.)

Osakeyhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän toimivuus edellyttää, että hallitustyöskentely järjestetään mahdollisimman tehokkaalla tavalla. Hallituksen vastuulle kuuluvien asioiden valmistelua voidaan tehostaa hallituksen jäsenistä koostuvien valiokuntien perustamisella. Valiokunnassa työskentelevät hallituksen jäsenet voivat perehtyä valiokunnassa käsiteltäviin asioihin laajemmin kuin koko hallitus. (Keskuskauppakamari 2003.)

Hallituksen tehtävien tehokas hoitaminen voi edellyttää hallituksen valiokuntien perustamista. Valiokuntien perustaminen voi olla tarpeen erityisesti yhtiön raportointi- ja valvontajärjestelmien valvontaa ja johtohenkilöiden nimittämistä varten sekä yhtiön palkitsemisjärjestelmien kehittämiseksi. Varsinkin laajaa liiketoimintaa harjoittavissa yhtiöissä valiokunnat lisäävät hallitustyöskentelyn tehokkuutta. Valiokunnat avustavat hallitusta valmistelemalla hallitukselle kuuluvia asioita. Hallitus on vastuussa valiokunnille osoittamiensa tehtävien hoitamisesta. Valiokunnilla ei ole itsenäistä päätösvaltaa, vaan hallitus tekee sille kuuluvat päätökset kollektiivisesti.

Corporate Governance -suositus sisältää suositukset siitä, milloin tarkastusvaliokunta, nimitysvaliokunta tai palkitsemisvaliokunta on tarpeellinen yhtiössä sen tehokkaan hallinnon turvaamiseksi. Myös muita valiokuntia voidaan perustaa tarpeen mukaan. Muut valiokunnat kuin tarkastusvaliokunta, nimitysvaliokunta tai palkitsemisvaliokunta ovat kuitenkin suomalaisissa pörssiyhtiöissä harvinaisia. Usein nimitys- ja palkitsemisvaliokunta on yhdistetty.

USA:ssa pörssiyhtiöiden hallituksen päätösten valmisteleminen erilaisissa valiokunnissa on yleistynyt viime vuosina. Valiokuntien katsotaan mahdollistavan hallitustyöskentelyn jakamisen ja erityiskysymysten valmistelun kohdistamisen niille tahoille, joilla on asiantuntemusta juuri kyseisten asioiden käsittelyyn. Vastuu päätöksistä säilyy kuitenkin koko hallituksella kollektiivina. Valiokunnat koostuvat nykyään usein juuri riippumattomista hallituksen jäsenistä. Näin ollen myös valiokuntien riippumattomuus on myös lisääntynyt. (Monks ym. 2006: 199.)

Alves ym. (2004) on esittänyt, että hallituksen valiokunnan (*executive committee*), jossa on riippumattomia jäseniä samassa suhteessa kuin hallituksessakin, perustaminen vaikuttaa positiivisesti taloudelliseen tulokseen. Positiivinen vaikutus selittyy päätöksenteon tehokkuuden kasvamisella. Lisäksi hallituksen käsiteltäväksi tuleviin asioihin perehdytään perinpohjaisemmin, kun ne valmistellaan valiokunnissa. Tutkimus tehtiin portugalilaisella aineistolla.

Valiokunnat muodostuvat usein riippumattomista hallituksen jäsenistä, mikä on omiaan luomaan heille lisää vaikutusmahdollisuuksia hallitustyöskentelyssä. Osakkeenomistajan näkökulmasta ajateltuna erityisesti tarkastusvaliokunta myös tehostaa parhaimmillaan valvontaa erittäin tehokkaasti. Keasey ja Wrightin (1993) mukaan englantilaisella aineistolla tehdyssä tutkimuksessa saatiin tulokseksi, että juuri tarkastusvaliokunnan perustaminen alentaa johdon omistuksen määrää sekä johtaa korkeampiin vieraan pääoman kustannuksiin. Lisäksi niiden yhtiöiden, joissa on tarkastusvaliokunta, hallitus muodostuu myös todennäköisemmin riippumattomien jäsenten enemmistöstä.

Koh'n, Laplanten ja Tong'n (2007) tutkimuksen mukaan niissä yhtiöissä, joissa on aktiivinen tarkastusvaliokunta, kassavirrat ovat paremmat kuin yhtiöissä, joissa tarkastusvaliokuntaa ei ole. Tulos pätee kuitenkin vain lyhyellä tähtämellä. Jos aikajännettä pidennetään yli vuoteen, ovat kassavirrat alhaisemmat yhtiöissä, joissa tarkastusvaliokunnalla on aktiivinen rooli. Yhtiöissä, joissa päätöksenteko on keskitetty hallitukselle ilman valiokuntarakennetta, kassavirrat ovat korkeammat pitkällä tähtämellä.

Eri valiokuntien jäsenyydet saattavat aiheuttaa ristiriitoja riippumattomien hallituksen jäsenten rooliin ja näin ollen valiokuntien lisäarvoa tuottava tarkoitus minimoituu. Tarkastusvaliokunnan jäsenenä hallituksen jäsenen rooli korostaa valvontaa. Palkitsemisvaliokunta sen sijaan käsittelee johdon palkitsemista, joka on keskeinen kannustin johdon toiminnassa. Nimitysvaliokunnassa käsitellään henkilövalinnat.

Spira ja Bender (2004) ovat tutkimuksessaan luoneet mallin, johon on koottu hallituksen jäsenten roolit. Tutkimus tehtiin kyselyn avulla ja siinä tutkittiin sitä, vaarantuuko valiokuntien lisäarvoa tuottava tarkoitus, jos samat hallituksen jäsenet osallistuvat useiden eri valiokuntien toimintaan. Tutkimustulosten mukaan näin ei pitäisi käydä.

Kuviossa 3 on esitetty Spiran ym. (2004) tutkimuksessa luotu malli, joka erottaa neljä roolia riippumattomalle hallituksen jäsenelle. Valvontaroolissa riskien hallintakontribuutio on korkea, mutta strateginen kontribuutio matala. Konsulttiroolissa riskien hallintakontribuutio sen sijaan on matala, mutta strateginen kontribuutio korkea. Passiivisessa roolissa molemmat kontribuutiot ovat matalia, kun taas aktiivisessa roolissa sekä riskien hallintakontribuutio että strateginen kontribuutio ovat korkeita.

Riskien hallinta kontribuutio	Korkea	Valvontarooli	Aktiivinen rooli
	Matala	Passiivinen rooli	Konsultti
		Matala	Korkea

Kuvio 3. Riippumattomien hallituksen jäsenten roolit valiokunnissa (Spira ym. 2004).

Dulewics ja Herbert (2004) tutkivat tarkastusvaliokunnan ja palkitsemisvaliokunnan olemassaolon vaikutusta taloudelliseen tulokseen. Tulosta mitattiin myynnillä, kassavirralla sekä nettotuloksella. Yhtiöt jaettiin kahteen ryhmään sen perusteella, oliko niillä kyseiset valiokunnat vai ei. Tutkimustuloksen mukaan valiokuntien olemassaolo ei vaikuttanut mihinkään taloudellista tulosta mittaavista tunnusluvuista.

Aikaisempien tutkimusten enemmistö edustaa tutkimustuloksia, joiden mukaan valiokuntien määrällä ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen taloudelliseen tulokseen tai sen arvoon. Näin ollen 5. ja 6. tutkimushypoteesi muodostuvat seuraavanlaisiksi:

Hypoteesi 5: Valiokuntien määrä ei vaikuta yrityksen taloudelliseen tulokseen.

Hypoteesi 6: Valiokuntien määrä ei vaikuta yrityksen arvoon.

4.4 Hallituksen kokousten lukumäärä sekä osallistumisaktiivisuus

Jotta hallituksen työskentely olisi tehokasta, tulee kokouksia järjestää tarpeeksi usein ja hallituksen jäsenten osallistua aktiivisesti kokouksiin. On lähes mahdotonta määrittellä kuinka monta kokousta yhtiön hallituksen tulisi pitää vuodessa, jotta työskentely olisi tehokasta. Usein kokousten määrä riippuu siitä, tapahtuuko toimialalla jotain tavanomaisesta poikkeavaa tai valmistellaanko yhtiössä esimerkiksi yritysjärjestelyä. Jotta pörssiyhtiön hallituksen työskentely olisi tarkoituksenmukaista ja tehokasta, tarvitaan kuitenkin aina tietty vähimmäismäärä kokouksia, vaikka yhtiössä tai toimialalla ei tapahtuisikaan mitään tavallisesta poikkeavaa. Osakeyhtiölaki ei puutu Suomessa hallitusten kokousten määrään ja usein myös yhtiöiden yhtiöjärjestyksissä tyydytään toteamaan, että hallitus kokoontuu tarvittaessa (OYL 6:5).

USA:ssa pörssiyhtiöiden hallitukset pitivät kokouksia vuonna 2001 keskimäärin 8,2 kertaa ja vuonna 2002 keskimäärin 7,5 kertaa. Kokousten määrän väheneminen selittyy mm. sillä, että päätöksiä valmistelevien valiokuntien määrää on kasvatettu eikä koko hallitusta ole tarvinnut kutsua koolle niin usein kuin aikaisemmin. (Monks ym. 2006: 199).

Corporate Governance -suosituksen mukaan yhtiön on ilmoitettava tilikauden aikana pidettyjen hallituksen kokousten lukumäärä sekä jäsenten keskimääräinen osallistuminen hallituksen kokouksiin. Kokousten lukumäärää ja jäsenten osallistumista kos-

kevien tietojen perusteella osakkeenomistajat voivat arvioida hallitustyöskentelyn tehokkuutta. Jäsenten keskimääräinen osallistuminen hallituksen kokouksiin voidaan ilmoittaa prosenttilukuna, joka lasketaan pidettyjen kokousten ja osallistuneiden jäsenten määrän perusteella.

Jotta hallitustyöskentely olisi tehokasta, on kokouksia pidettävä jokin vähimmäismäärä ja osallistumisprosentin oltava tarpeeksi korkea. Toisaalta nämä tekijät eivät kuitenkaan riitä takamaan työskentelyn tehokkuutta, vaan kokousten tulee olla myös laadullisesti lisäarvoa tuottavia. Kokousten laatu on kuitenkin vaikeasti mitattavissa oleva ja osittain arvotuksenvarainen tekijä, joten se on rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Kokouksiksi lasketaan kaikki hallituksen kokoukset mukaan luettuna puhelinkokoukset sekä kokoukset, jotka on pidetty fyysisesti kokoontumatta, ja joista on laadittu pelkkä pöytäkirja.

de Andres ym. (2005: 208) ei havainnut tutkimuksessaan positiivista riippuvuutta kokousten vuosittaisen lukumäärän ja taloudellisen tuloksen tai yrityksen arvon välillä. Tutkimuksessa huomautetaan, että sen tulos on yhdenpitävä myös kansainvälisellä aineistolla, kun otetaan huomioon yhtiöiden institutionaaliset erot eri maissa.

Tutkimukset, jotka on tehty eurooppalaisella tai pohjoismaisella aineistolla regressioanalyysia käyttäen, ovat osoittaneet, ettei hallituksen kokousten määrällä ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta tunnuslukuihin. Tämä selittyy sillä, ettei kokousten määrä vielä kerro mitään kokousten laadusta tai ylipäätään hallitustyöskentelyn laadusta. Näin ollen 7. ja 8. tutkimushypoteesi muodostuvat seuraaviksi:

Hypoteesi 7: Hallituksen kokousten määrällä vuodessa ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen taloudelliseen tulokseen.

Hypoteesi 8: Hallituksen kokousten määrällä vuodessa ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen arvoon.

Sonnenfield (2002) on tutkinut hallituksen jäsenten osallistumisaktiivisuuden vaikutusta taloudelliseen tulokseen ja todennut, ettei tilastollisesti merkitsevää riippuvuutta pystytty osoittamaan. Syy tähän lienee se, että vaikka kokouksiin osallistuminen on tärkeä hallitustyöskentelyn elementti, ei pelkästään osallistumisaktiivisuuden perusteella voida päätellä hallituksen jäsenen todellista panosta hallitustyöskentelyyn. Toisaalta taloudellinen tulos johtuu niin monesta eri tekijästä, että hallituksen jäsenten aktiivisuuden osuutta on vaikeaa erottaa kaikista eri tekijöistä.

Osallistumisprosentti hallituksen kokouksiin ei kerro koko totuutta hallituksen jäsenen aktiivisuudesta. Hallituksen jäsen voi olla fyysisesti läsnä kokouksissa, mutta muuten suhtautua hyvinkin passiivisesti hallitustyöskentelyyn. Lisäksi tutkimuksissa otokseen sisällytetyissä yrityksissä osallistumisprosentti on ollut lähes poikkeuksetta lähellä sataa, joten otosjoukkoon on vaikeaa saada riittäviä eroja aktiivisuuden vaikutusten arvioimiseksi.

On myös huomattava, että osa hallituksen kokouksista pidetään puhelinkokouksina tai asioista päätetään kokoontumatta yksimielisesti ja laaditaan pelkkä pöytäkirja. Tämä menettely helpottaa usein nopeiden päätösten tekemistä esimerkiksi yrityskauppatilanteissa. Kokoontumatta pidetyt kokoukset voivat olla myös perusteltuja silloin, kun jollekin asialle täytyy saada vain muodollisesti hallituksen hyväksyntä. Tämän vuoksi lainsäädännössä ei ole haluttu kieltää mahdollisuutta pitää kokouksia kokoontumatta. Negatiivista näissä kokouksissa on se, ettei aitoa keskustelua synny tai yksittäinen hallituksen jäsen saattaa jäädä keskustelun ulkopuolella päätöksenteon keskittyessä vain tietyille hallituksen avainjäsenille. Kokoontumatta pidetyistä kokouksista laaditun pöytäkirjan allekirjoittavat kaikki hallituksen jäsenet, mikä on omiaan nostamaan kokousten osallistumisprosenttia.

Aikaisempien tutkimusten perusteella ei ole pystytty osoittamaan tilastollisesti merkitsevää yhteyttä osallistumisaktiivisuuden ja taloudellisen tuloksen tai yrityksen arvon välillä. Näin ollen 9. ja 10. tutkimushypoteesi muodostuvat seuraaviksi:

Hypoteesi 9: Osallistumisprosentilla hallituksen kokouksiin ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen taloudelliseen tulokseen.

Hypoteesi 10: Osallistumisprosentilla hallituksen kokouksiin ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen arvoon.

Corporate Governance -suosituksen käyttöönotto aiheutti joitakin muutoksia yhtiöiden hallintoelinten kokoonpanoon (ks. luku 5.1). Yhtiöt joutuivat kiinnittämään huomiota useimmiten juuri riippumattomien hallituksen jäsenten osuuden lisäämiseen hallituksissa. Jotkut yhtiöt kasvattivat hallituksen kokoa ja toiset perustivat valiokuntia. Koska edellisten hypoteesien mukaan hallituksen koolla, kokoonpanolla, valiokuntien määrällä, kokousten määrällä tai osallistumisaktiivisuudella ei ole merkitsevää tilastollista yhteyttä taloudelliseen tulokseen tai yrityksen arvoon, muodostuvat hypoteesit 11 ja 12 seuraavasti:

Hypoteesi 11: Corporate Governance -suosituksen käyttöönotto ei ole vaikuttanut yrityksen taloudelliseen tulokseen.

Hypoteesi 12: Corporate Governance -suosituksen käyttöönotto ei ole vaikuttanut yrityksen arvoon.

5 TUTKIMUSMETODIT

5.1 Aineisto ja sen rajoitteet

Tutkimusaineisto koostuu 39 teollisuusalan yrityksestä, jotka on listattu OMX -pörssiin. Otos koottiin OMX -pörssin internetsivujen avulla ja otokseen kuuluvista yrityksistä laadittiin lista (ks. liite 1). Tässä tutkimuksessa käytetyt tehokasta hallitusyöskentelyä mittaavat tekijät eli hallituksen koko, riippumattomien hallituksen jäsenten osuus, valiokuntien määrä, hallituksen kokousten määrä sekä osallistumisprosentti, taulukoitiin yhtiöiden omilla internetsivuilla olleiden vuosikertomustietojen perusteella. Tiedot yritysten hallituksista on koottu vuosilta 2002–2005, jotta saatiin vertailukelpoinen ja tarpeeksi pitkä tutkittava ajanjakso sisältäen kaksi Corporate Governance -suositusta edeltänyttä vuotta ja kaksi sitä seurannutta vuotta. Vuosikertomukset ovat myös tilattavissa suoraan yhtiöistä. ROE ja Tobinin Q -luku laskettiin Elinkeinoelämän Tutkimuslautakunnan (ETLA) valmiiden tilastojen pohjalta. Tunnusluvut perustuvat oikaistuihin tilinpäätöstietoihin.

Otos haluttiin kuitenkin rajata koskemaan vain tietyn toimialan yrityksiä, jotta toimialan vaikutus tunnuslukuihin olisi mahdollisimman pieni. OMX -pörssissä teollisuusyritykset on jaettu kahteen toimialaan: teollisuustuotteisiin ja palveluihin (*industrials*) sekä perusteollisuuteen (*materials*). Jotta tutkittavien yritysten joukko ei olisi muodostunut liian pieneksi, on tässä tutkimuksessa yhdistetty nuo kaksi teollisuuden toimialaa yhdeksi ja otos sisältää siis molempiin teollisuuden toimialaan kuuluvat yritykset. Sekä teollisuustuotteet ja palvelut että perusteollisuus ovat toimialoina sen verran lähellä toisiaan, että toimialat voitiin yhdistää ilman, että otoksen yritykset edustaisivat liian erityyppisiä toimialoja, mikä heikentäisi tutkimustulosten tulkittavuutta.

Tiedot hallituksen jäsenmäärästä olivat hyvin saatavilla kaikilta tutkituilta vuosilta. Taulukosta 1 voidaan havaita, ettei hallituskoko suomalaisissa teollisuusalan pörssi-

yhtiöissä ole juurikaan muuttunut tutkitun ajanjakson aikana. Vaikka Corporate Governance -suositus suosittaa hallituksen vähimmäisjäsenmääräksi viittä jäsentä, joisakin yhtiöissä on ollut tätä pienempiä hallituksia myös vuoden 2004 jälkeen. Pientä hallituksen jäsenmäärää on perusteltu yhtiöiden pienellä koolla verrattuna esimerkiksi keskivertoihin eurooppalaisiin tai amerikkalaisiin pörssi-yhtiöihin. Monet yhtiöt katsovat, ettei pienessä yhtiössä tarvita suurta hallitusta.

Taulukko 1. Hallituksen jäsenmäärä.

Vuosi	N	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Keskihajonta
2002	37	4	11	6,32	1,68
2003	37	4	11	6,08	1,66
2004	38	3	11	6,24	1,52
2005	39	3	10	6,41	1,62

Suurimmassa osassa tutkimuksen kohteena olleista yhtiöistä hallituksen jäsenten enemmistön muodostavat riippumattomat hallituksen jäsenet. Poikkeuksiakin toki löytyy. Huomionarvoista on myös se, että vuosilta 2002 ja 2003 tiedot riippumattomien jäsenten määrästä olivat suhteellisen niukasti saatavilla, mikä voi viitata siihen, että ei-riippumattomien hallituksen jäsenten osuus on luultua suurempi eivätkä yhtiöt ole halunneet tuoda tätä julki ennen kuin Corporate Governance -suositus on sitä velvoittanut. Tämä johtuu siitä, että yhtiöiden ulkopuoliset tahot kuten potentiaaliset sijoittajat usein katsovat riippumattomien hallituksen jäsenten määrän positiiviseksi seikaksi sijoituspäätöksiä tehdessään. Ei-riippumattomuus tulkitaan usein osakkeenomistajien yhdenvertaista asemaa vaarantavaksi seikaksi. Yhtiöt eivät siten ole halunneet välttämättä tuoda julki sitä, että niiden hallituksen enemmistö koostuu joko yhtiöstä tai sen merkittävästä osakkeenomistajasta ei-riippumattomista hallituksen jäsenistä. Tietojen julkaiseminen tuli kuitenkin pakolliseksi Corporate Governance -suosituksen myötä.

Taulukko 2. Riippumattomien hallituksen jäsenten lukumäärät sekä % -osuudet hallituksissa.

Vuosi	N	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Keskihajonta
2002	17	2	9	4,18	2,24
	17	25	100	64,12	24,85
2003	24	2	9	4,00	1,84
	24	25	100	63,54	21,30
2004	35	2	9	4,34	1,71
	35	33	100	66,71	17,42
2005	38	1	9	4,76	1,94
	38	33	100	72,51	18,71

Tiedot hallituksen valiokunnista olivat yleisesti ottaen melko hyvin saatavilla. Valiokunnat eivät ole pakollisia, minkä vuoksi jokaisena tutkittuna vuotena löytyi yhtiöitä, joissa valiokuntien perustamista ei ole katsottu tarpeelliseksi. Tavallisimmin esiintyvät valiokunnat olivat Corporate Governance -suosituksen mukaiset valiokunnat eli tarkastusvaliokunta, nimitysvaliokunta ja palkitsemisvaliokunta. Valiokuntien määrä vaihteli paljon. Useimmiten yhtiöissä oli pelkästään tarkastusvaliokunta. Joissakin yhtiöissä nimitys- ja palkitsemisvaliokunta oli saatettu myös yhdistää. Tarkastusvaliokuntaa ei oltu yhdistetty muihin valiokuntiin. Vain harvoin esiintyi muita valiokuntia kuin tarkastusvaliokunta, nimitysvaliokunta tai palkitsemisvaliokunta.

Yleistäen voidaan todeta, että suomalaisissa pörssiyrityksissä on 0–4 hallituksen valiokuntaa. Valiokuntien määrä on lisääntynyt jonkin verran Corporate Governance -suosituksen myötä. Taulukossa 4 on esitetty valiokuntien määrän kehitystä tutkittuna ajanjaksona. Pienin ja suurin havainto eivät ole muuttuneet, mutta valiokuntien määrän keskiarvo on noussut koko ajan.

Taulukko 3. Valiokuntien määrä.

Vuosi	N	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Keskihajonta
2002	34	0	4	0,53	1,080
2003	37	0	4	0,73	1,146
2004	37	0	4	1,19	1,221
2005	38	0	4	1,29	1,183

Hallitusten kokousten lukumäärästä ja osallistumisprosentista oli yleisesti ottaen niukasti tietoja saatavilla ennen vuotta 2004, minkä jälkeen Corporate Governance -suositus suosittelee pörssiyrityksiä julkaisemaan kyseiset tiedot. Vuonna 2002 yksikään tutkimusotokseen sisällytetyistä yhtiöistä ei julkaissut tietojaan hallituksen kokousten osallistumisprosentista. Jotkut yhtiöt tyytyivät mainitsemaan vuosikertomuksissaan, että hallitus kokoontuu tarvittaessa useaan kertaan vuodessa. Suurin osa ei kommentoinut osallistumisaktiivisuutta millään tavalla. Myös vuosina 2004 ja 2005 otoksesta löytyi muutama yritys, jotka jättivät tiedon ilmoittamatta.

Kokousten lukumäärä vaihteli melko paljon, kun taas osallistumisprosentti ylitti aina 88 %. Vuosien 2003 ja 2004 välillä on havaittavissa suurehko hyppäys osallistumisprosentissa, kun taas vuonna 2005 luku on lähellä edeltävän vuoden vastaavaa lukua. Kokouksia pidettiin keskimääräisesti yli 11 joka vuosi. Osa yhtiöistä ilmoitti erikseen, montako kokousta oli pidetty puhelinkokouksina. Kokoontumatta pidetyistä kokouksista yhtiöt eivät ilmoittaneet erikseen, mutta ne sisältyvät myös pidettyjen hallituksen kokousten lukumäärään, koska ne lasketaan normaaleiksi kokouksiksi.

Osallistumisprosentit olivat siis jokaisena vuonna melko korkeat. Tämä kertoo omalta osaltaan hyvin motivoituneista hallituksen jäsenistä. Toisaalta korkeat osallistumisprosentit rajoittavat tämän tutkimuksen tulosten tulkintaa, koska aineistossa ei ole riittävää hajontaa osallistumisaktiivisuuden vaikutuksen mittaamiseksi.

Taulukko 4. Hallituksen kokousten määrä vuodessa sekä osallistumisprosentti.

Vuosi		N	Min.	Maks.	Keskiarvo	Keskihajonta
2002	Hallituksen kokousten määrä/vuosi	21	8	20	11,95	3,26
	Osallistumis -%	0				
2003	Hallituksen kokousten määrä/vuosi	28	7	21	12,00	3,01
	Osallistumis -%	17	88	99	88,94	21,67
2004	Hallituksen kokousten määrä/vuosi	36	8	24	12,75	3,70
	Osallistumis -%	36	88	100	95,17	3,34
2005	Hallituksen kokousten määrä/vuosi	37	6	18	11,89	2,81
	Osallistumis -%	37	89	100	95,46	3,35

Selitettävänä muuttujina on käytetty yrityksen taloudellista tulosta mittaavaa ROE:a sekä yrityksen arvoa mittaavaa Tobinin Q -lukua. ROE on tunnuslukuna juuri osakkeenomistajien näkökulmaa korostava ja Tobinin Q -luku markkinaperusteinen yrityksen arvon mittari. Näin ollen kyseiset tunnusluvut sopivat hyvin tämän tutkimuksen mukaisen taloudellisen tuloksen mittareiksi.

Yrityksen taloudellista tulosta mitataan tässä tutkimuksessa ROE:lla, koska se mittaa tulosta juuri omistajien varallisuuden maksimoinnin näkökulmasta. ROE lasketaan jakamalla nettotulos oman pääoman määrällä keskimäärin tilikaudella (Yritystutkimusneuvottelukunta 2002: 61).

$$(1) \quad \text{ROE} = (\text{Nettotulos} / \text{oikaistu oma pääoma keskimäärin tilikaudella}) \times 100$$

Taulukossa 5 kuvataan tutkimuksen kohteena olevien yhtiöiden ROE:n kehitystä. Karkeasti arvioituna ROE on kasvanut vuodesta 2002 vuoteen 2005. Huomionarvoista ROE:n suhteen on kuitenkin se, että vuodesta 2002 vuoteen 2003 ROE:n keskiarvo on laskenut, mutta vuoden 2003 ja 2004 välillä keskiarvo on kasvanut voimakkaasti. Kasvu on jatkunut vuoteen 2005.

Taulukko 5. ROE tutkitulla ajanjaksolla.

Vuosi	N	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Keskihajonta
2002	34	-28,7	25,1	6,7	12,1
2003	36	-38,4	46,1	4,6	16,2
2004	36	-49,9	33,5	10,9	14,4
2005	38	-50,1	46,4	13,6	15,9

Yrityksen arvoa mittaavana tunnuslukuna on käytetty Tobinin Q -lukua, joka on hyvin tavallinen tunnusluku Corporate Governance -alan tutkimuksissa. Tobinin Q lasketaan jakamalla yrityksen markkina-arvo sen tasesubstanssilla.

$$(2) \quad \text{Tobinin Q} = \text{Markkina-arvo} / \text{tasesubstanssi}$$

Markkina-arvo on yrityksen markkina-arvon keskiarvo vuoden aikana. Tasesubstanssi eli omat varat kertoo yrityksen tasetietojen perusteella lasketun arvon. Tobinin Q-luvun laskentakaavassa tasesubstanssi ikään kuin korjataan markkina-arvolla, mikä minimoi taseen mukaisen varojen yli- tai aliarvostamisen aiheuttaman virheen. Corporate Governance -alan tutkimuksessa käytetään Tobinin Q -lukua, koska se on nimittäin markkinaperusteinen yrityksen arvon mittari.

Taulukosta 6 ilmenee otokseen valittujen yhtiöiden Tobinin Q -luvut vuosina 2002–2005. Taulukosta voidaan huomata, että Tobinin Q -luku on kasvanut tutkittuna ajanjaksona. Vuodesta 2002 vuoteen 2005 Tobinin Q -luku on lähes kaksinkertaistunut.

Tämä tarkoittaa sitä, että yritysten arvo on lähes kaksinkertaistunut, mikä on hyvin edullista osakkeenomistajien näkökulmasta katsottuna.

Taulukko 6. Tobinin Q tutkitulla ajanjaksolla.

Vuosi	N	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Keskihajonta
2002	33	0,249	3,903	1,34052	0,721471
2003	34	0,472	4,522	1,80929	0,974721
2004	35	0,581	5,560	2,03603	1,168185
2005	35	0,993	6,213	2,41946	1,243809

5.2 Tutkimusmenetelmä

Tilastollisena menetelmänä tässä tutkimuksessa on käytetty regressioanalyysia. Regressioanalyysillä on kolme perustavoitetta. Ensinnäkin sen avulla pyritään selittämään ja ennustamaan yhden muuttujan arvoja toisen muuttujan avulla. Toiseksi, regressioanalyysi pyrkii esittämään yhteyden muuttujien välillä luodakseen ilmiölle selityksen. Kolmanneksi regressiomalli on omiaan osoittamaan onko yhtälön osoittama suhde tilastollisesti merkitsevä. Näin ollen regressioanalyysi soveltuu hyvin myös tässä tutkimuksessa käytettäväksi menetelmäksi. (Siegel 1956: 30–34; Dyckman & Thomas 1977: 521–562.)

Regressiomallin avulla tutkitaan kahden tai useamman kvantitatiivisen tilastollisen muuttujan X:n ja Y:n yhteyttä, jolloin malli pyrkii selittämään Y:n eli selitettävän muuttujan muutoksia X:n eli selittävän muuttujan vaihtelujen suhteen (Grönroos 2003: 208). Tässä tutkimuksessa regressiomallin selittäviä X -muuttujia ovat siis hallituksen jäsenmäärä, riippumattomien jäsenten osuus hallituksen jäsenten kokonaismäärästä, valiokuntien määrä, kokousten määrä vuodessa sekä osallistumisprosentti. Selitettäviä Y -muuttujia ovat edellä määritellyt tunnusluvut Tobinin Q ja ROE.

Kuten muissakin monimuuttujamenetelmissä myös regressioanalyysissä havaintojen määrän pitäisi olla kohtuullinen malliin otettavien muuttujien lukumäärään verrattuna. Mikäli havaintojen määrä jää liian alhaiseksi muuttujien määrään nähden, mallin selitysaste nousee liian korkeaksi. Havaintojen määrä eri muuttujien suhteen pitäisi olla myös tasapainossa. (Metsämuuronen 2005: 661–662.)

Aineisto jaettiin regressiomallissa kahteen osaan siten, että vuodet 2002–2003 muodostivat ensimmäisen jakson ja vuodet 2004–2005 toisen jakson. Jaottelu perustuu siihen, että Keskuskauppakamarin Corporate Governance -suositus tuli voimaan vuoden 2003 lopussa ja sitä sovellettiin ensimmäisen kerran vuonna 2004. Näin tutkimustulosten perusteella voidaan tehdä johtopäätöksiä Corporate Governance -suosituksen mahdollisesta vaikutuksesta tunnuslukuihin. Hallituksen kokousten osallistumisprosentista oli saatavilla tietoja hyvin niukasti vuosilta 2002–2003. Näin ollen osallistumisprosentti erotettiin muiden muuttujien muodostamasta mallista ja sen perusteella tehtiin erillinen regressio, joka koskee vain vuosia 2004–2005.

Regressiomallin perustana on se, että kukin malliin mukaan tuleva X -muuttuja saa painokertoimen, jota kutsutaan beetaksi (B). Kun muuttujat lasketaan yhteen näillä painokertoimilla painotettuina ja lisätään vakio, päästään lähelle selitettävän Y -muuttujan arvoa. B kertoo, kuinka suuren muutoksen Y -muuttujassa saa aikaan se, että kasvatetaan siihen liittyvää X -muuttujaa. Regressioanalyysin peruskaava eli regressiosuoran yhtälö on seuraava:

$$(3) \quad Y = A + B_1X_1 + B_2X_2 + \dots + B_iX_i + e,$$

jossa A viittaa vakioon ja i on selittävien X -muuttujien lukumäärä. (Metsämuuronen: 663.)

Perinteisessä regressiomallissa oletuksena on, että selittävät muuttujat korreloivat kohtuullisesti selitettävien muuttujien kanssa, mutteivät liian voimakkaasti toistensa kanssa (Metsämuuronen 2001: 61). Koska riippumattomien hallituksen jäsenten määrä saattaa riippua jossain määrin hallituksen koosta, muokattiin dataa siten, että riip-

pumattomien hallituksen jäsenten määrä esitettiin prosenttiosuutena koko hallituksen jäsenmäärästä. Riippumattomien hallituksen jäsenten määrä on lukumääräisesti aina enintään hallituksen jäsenten määrä. Prosenttiosuus sen sijaan ei korreloi hallituksen koon kanssa. Lisäksi prosenttiosuus on hieman informatiivisempi kuin lukumäärä myös deskriptiivisen tilastotieteen tunnuslukuja ajatellen.

Mallin hyvyttä tai toimivuutta mitataan selitysasteella, joka kertoo, kuinka monta prosenttia malli pystyy selittämään selitettävän muuttujan vaihtelusta. Selitettävään muuttujaan liittyvä neliösumma voidaan siis jakaa kahteen komponenttiin eli regressiomallin selittämään osaan ja selittymättömään osaan. (Metsämuuronen 2005: 671.)

6 TEHOKKAAN HALLITUSTYÖSKENTELYN TALOUDELLINEN MERKITYS

Tutkimushypoteeseiksi asetettiin, että hallituksen koolla, riippumattomien jäsenten osuudella, valiokuntien määrällä, kokousten määrällä tai osallistumisaktiivisuudella ei ole merkitsevää tilastollista yhteyttä yrityksen taloudelliseen tulokseen tai arvoon. Seuraavassa luvussa käydään läpi keskeiset regressioanalyysin perusteella saadut tutkimustulokset sekä pohditaan niiden taustalla olevia tekijöitä. Regressioanalyysin tulokset on taulukoitu liitteissä 2 ja 3.

6.1 Hallituksen jäsenmäärä

Hypoteesin 1 mukaan hallituksen jäsenmäärä ei vaikuta tilastollisesti merkitsevästi taloudelliseen tulokseen. Vastaavasti hypoteesin 2 mukaan hallituksen jäsenmäärä ei vaikuta yrityksen arvoon. Hypoteesit asetettiin aikaisempien tutkimusten tulosten perusteella sekä ottaen huomioon, että suomalaisissa pörssiyrityksissä hallitukset ovat niin pieniä, että joissakin aikaisemmissa tutkimuksissa havaittua negatiivista korrelaatiota tuskin havaitaan, kun hallituskoko on keskimäärin 6 tai 7 jäsentä.

Hallituksen koon vaikutus ROE:en on esitetty liitteessä 2 taulukossa 7. Taulukon sarakke B kertoo muuttujan eli hallituksen koon painokertoimen mallissa ja keskivirhe kertoo, kuinka paljon havainnot poikkeavat regressiosuorasta. Merkitsevyyden rajana on 5 %. Jotta hallituksen koolla pystyttäisiin selittämään ROE:n tulisi merkitsevyys (sig) sarakkeen luvun olla pienempi kuin 0,05. Näin ollen hallituksen koko ei siis vaikuta tilastollisesti merkitsevästi ROE:en, koska $0,508 > 0,05$ (vuodet 2002–2003) ja $0,054 > 0,05$ (vuodet 2004–2005). Tuloksen perusteella voidaan hyväksyä hypoteesi 1.

Huomionarvoista kuitenkin on, että 0,054 on hyvin lähellä merkitsevyydystason rajaa eli 0,05. Jos merkitsevyydystasoksi olisi valittu hieman suurempi vaihteluväli kuin 10 %, voitaisiin katsoa, että ROE korreloi negatiivisesti hallituksen jäsenmäärään. Tämä tulos olisi yhdenmukainen joidenkin ulkomaisten tutkimustulosten kanssa (Barnhart

ym. 1994 ja 1998; Conyon ym. 1998; Dalton ym. 1999; Kiel ym. 2003; Andrés ym. 2005; Walid ym. 2006; Hanifa ym. 2006), mutta johtaisi hypoteesin 1 vain osittaiseen hylkäämiseen, koska vuosilta 2002–2003 saadut tutkimustulokset osoittavat selkeästi, ettei tilastollisesti merkitsevää vaikutusta ole ollut tuolla ajanjaksolla. Mutta koska tässä tutkimuksessa käytetään merkitsevyyden rajana $p=0,05$, hyväksytään Hypoteesi 1 siis kokonaisuudessaan.

Hallituksen koon vaikutus Tobinin Q- lukuun on raportoitu liitteessä 2 taulukossa 8. Hallituksen koon ei voida katsoa vaikuttavan Tobinin Q- lukuun, koska $0,368 > 0,05$ (2002–2003) ja $0,138 > 0,05$. Tulos on linjassa ROE:lla saadun tuloksen sekä aikaisempiin tutkimuksiin nojautuvien hypoteesien kanssa eli hypoteesi 2 hyväksytään.

Tutkimustulos on ristiriidassa niiden tutkimusten kanssa, joissa on esitetty, että hallituksen jäsenmäärä vaikuttaa negatiivisesti taloudelliseen tulokseen. de Andres ym. (2005) on näyttänyt toteen OECD- maista kerätyllä aineistolla negatiivisen korrelaation samoin kuin Conyon ym. (1998) keskieuropalaisella aineistolla. Tässä tutkimuksessa saatua tulosta voidaan verrata esimerkiksi Rosen (2005) tutkimukseen, jossa käytettiin tanskalaista aineistoa. Koska pohjoismaisten yritysten hallituskoot ovat niin pieniä pienemmästä yrityskoosta johtuen, ei keskieuropalaisella tai OECD- maista kerätyllä aineistolla saatua negatiivista korrelaatiota pystytä osoittamaan. Hallituksen koko ei siis vaikuta taloudelliseen tulokseen tilastollisesti merkitsevästi Suomessa.

6.2 Hallituksen jäsenten riippumattomuus

Hypoteesit 3 ja 4 koskivat riippumattomien hallituksen jäsenten prosentuaalisen osuuden vaikutusta. Hypoteesin 3 mukaan riippumattomien hallituksen jäsenten osuus ei vaikuta taloudelliseen tulokseen eikä hypoteesin 4 mukaan yrityksen arvoon.

Riippumattomien hallituksen jäsenten osuuden vaikutus ROE:en on esitetty liitteessä 2 taulukossa 7. Riippumattomien hallituksen jäsenten vaikutuksen ROE:en ei voida

katsoa olevan tilastollisesti merkitsevä, koska $0,508 > 0,05$ (vuodet 2002–2003) ja $0,135 > 0,05$ (vuodet 2004–2005). Tutkimustuloksen mukaan Hypoteesi 3 hyväksytään.

Riippumattomien hallituksen jäsenten osuuden vaikutus Tobinin Q -lukuun on raportoitu liitteessä 2 taulukossa 8. Vastaavasti kuin tarkasteltaessa ROE:a ei riippumattomien hallituksen jäsenten osuuden voida katsoa selittävän myöskään Tobinin Q -lukua tilastollisesti merkitsevästi, koska $0,221 > 0,05$ (vuodet 2002–2003) ja $0,405 > 0,05$ (vuodet 2004–2005). Näin ollen Hypoteesi 4 voidaan hyväksyä.

Tutkimustulos on linjassa useiden aikaisempien tutkimusten kanssa. Esimerkiksi de Andres ym. (2005) on päätenyt samaan tulokseen. Tutkimus tehtiin OECD- maista kerätyllä aineistolla ja regressioanalyysiä käyttäen, joten tulos on näiltä osin hyvin vertailukelpoinen tämän tutkimuksen kanssa. de Andres'n ym. tutkimus tehtiin tosin isommalla otoskoolla. Toisaalta tutkimus on melko tuore, mikä lisää sen vertailukelpoisuutta. Tukea tuloksille on löydettävissä myös Rosen (2005) tanskalaisella aineistolla tekemästä tutkimuksesta, jossa todettiin myös, ettei riippumattomien hallituksen jäsenten määrällä voida selittää taloudellista tulosta tai yrityksen arvoa.

Tutkimustulokset osoittavat, että oletus siitä, että riippumattomat hallituksen jäsenet lisäävät objektiivisemmän päätöksenteon kautta osakkeenomistajien varallisuutta, on aivan liian yksinkertainen toimiakseen käytännössä. Jotta hallitustyöskentelyn omistajien varallisuutta maksimoivaa vaikutusta voitaisiin pätevästi tutkia, tulisi syventyä hallituksen jäsenten yksilöllisiin motiiveihin sekä operatiivisen johdon vaikutukseen hallitustyöskentelyyn. Myöskään johdon kannustimia ei pidä tässä yhteydessä unohtaa. Tulevaisuudessa voisi olla hedelmällistä tutkia hallituksen kokoonpanon vaikutusta osingonjakopolitiikkaan. Voitonjako on myös omistajien intressissä, mutta yrityksen arvoa mittaavat tunnusluvut eivät huomioi sitä millään tavalla. Itse asiassa yhtiöstä ulos maksetut varat saattavat jopa pienentää näiden tunnuslukujen saamia arvoja.

OMX -pörssissä on listattuna useita yhtiöitä, jotka ovat taustaltaan perheyhtiöitä. Tämä näkyy usein juuri niiden hallituskokoonpanoissa. Eräs esimerkki tällaisesta yhtiöstä on Herlinin suvun perustama Kone Oyj, joka kuuluu myös tämän tutkimuksen otokseen. Eräs tulevaisuuden Corporate Governance -tutkimuksen aihe voisi olla suosituksen soveltuminen suomalaisiin perheyhtiöihin. Samalla voitaisiin tutkia, soveltuvatko tässä tutkimuksessa saadut tulokset myös perheyhtiöihin. Pörssiin listatuissa perheyhtiöissä tosin melkein kaikissa noudatettiin Corporate Governance -suosituksen mukaista riippumattomien jäsenten enemmistöääntöä hallituksessa.

6.3 Valiokunnat

Hypoteesin 5 mukaan valiokuntien määrä ei vaikuta taloudelliseen tulokseen. Vastavasti hypoteesin 6 mukaan valiokuntien määrä ei vaikuta yrityksen arvoon. Hypoteesit perustuvat aikaisemmissa tutkimuksissa saatuihin tuloksiin. Lisäargumenttina voidaan todeta, ettei valiokuntien määrä välttämättä johda laadukkaaseen ja lisäarvoa tuottavaan hallitustyöskentelyyn. Pelkkä olemassaolo ei vielä takaa tehokasta työskentelyä.

Valiokuntien määrän vaikutus ROE:en on esitetty liitteessä 2 taulukossa 7. Hypoteesien mukaisesti valiokuntien määrällä ei pystytä selittämään ROE:n kehitystä. Taulukosta ilmenee, että merkitsevyyttä mittaava t-testin p -luku on $0,78 > 0,05$ (vuodet 2002–2003) ja $0,53 > 0,05$ (vuodet 2004–2005). Hypoteesi 5 hyväksytään tutkimustuloksen perusteella.

Valiokuntien määrän vaikutus Tobinin Q -lukuun on raportoitu liitteessä 2 taulukossa 8. Myöskään Tobinin Q -luvun kehitystä ei voida selittää valiokuntien määrällä, koska $0,427 > 0,05$ (vuodet 2002–2003) ja $0,560 > 0,05$ (vuodet 2004–2005). Tulos noudattaa hypoteesia 6, joka siis hyväksytään.

Tutkimustulos on yhdenmukainen Dulewicks'n ym. (2004) tutkimustulosten kanssa. Dulewicks ym. tosin käyttivät taloudellisen tuloksen mittarina myynnillä, kassavirral-

la ja nettotuloksella. Tutkimustulos on osittain yhdenmukainen myös Koh'n ym. (2007) saamien tutkimustulosten kanssa.

Tutkimustuloksia tulkittaessa on syytä pohtia, miksi valiokuntia yleensäkin perustetaan. Yhtiöt tuskin jakavat hallitustyöskentelyä valiokunnille tavoitellakseen pelkätään parempaa tulosta ja maksimoidakseen osakkeenomistajien varallisuutta. Se, ettei valiokuntien määrän voida katsoa vaikuttavan taloudelliseen tulokseen tai yrityksen arvoon tilastollisesti merkitsevästi, ei tarkoita, että valiokunnat olisivat merkityksetömiä. Listayhtiössä hallituksen työmäärä on usein niin suuri, että käsiteltävien asioiden valmistelu valiokunnissa on tarkoituksenmukaista, jotta asiat yleensäkin saadaan hallitustasolla käsiteltyä. Valiokuntien perustaminen voi olla jopa välttämätöntä joissakin tilanteissa. Toisaalta valiokuntarakenteessa on vaarana todellisen päätöksenteon (valiokunnat) ja vastuun (hallitus) hajautuminen.

6.4 Kokousten lukumäärä sekä osallistumisaktiivisuus

Hypoteesin 7 mukaan hallituksen kokousten määrä ei vaikuta yrityksen taloudelliseen tulokseen. Hypoteesin 8 mukaan kokousten määrä ei vaikuta yrityksen arvoon. Hypoteesit on johdettu aikaisemmista tutkimustuloksista. Lisäksi hypoteeseja voidaan perustella sillä, ettei kokousten määrä välttämättä kuvaa hallitustyöskentelyn todellista laatua.

Hallituksen kokousten määrän vaikutus ROE:en on esitetty liitteessä 2 taulukossa 7. Tutkimustulosten mukaan kokousten lukumäärällä ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta ROE:en, koska $0,431 > 0,05$ (vuodet 2002–2003) ja $0,978 > 0,05$ (vuodet 2004–2005). Hypoteesi 7 siis hyväksytään.

Hallituksen kokousten määrän vaikutus Tobinin Q -lukuun on raportoitu liitteessä 2 taulukossa 8. Hallituksen kokousten määrän ei voida katsoa vaikuttavan tilastollisesti merkitsevästi Tobinin Q -lukuun, koska $0,137 > 0,05$ (vuodet 2002–2003) ja $0,723 > 0,05$ (vuodet 2004–2005). Näin ollen Hypoteesi 8 hyväksytään.

Tutkimustulos on yhdenpitävä de Andres' n (2005) tutkimustulosten kanssa. Hallituksen kokousten lukumäärä ei välttämättä indikoi kokousten laatua tai työskentelyn tehokkuutta. Hallituksen kokousten lukumäärään vaikuttavat lisäksi erilaiset seikat kuten suunnitellut yritysjärjestelyt yhtiössä tai jokin muu normaalista liiketoiminnasta poikkeava tekijä. Jotta hallituksen kokousten vaikutusta tulokseen voitaisiin tutkia yleispätevästi, tulisi otokseen sisällyttää vain sellaisia yrityksiä, joiden toiminta on muodostunut toimialan tavanomaisesta liiketoiminnasta. Näin ollen ne yhtiöt, joissa hallituksen kokousten määrää on kasvattanut jokin poikkeuksellinen erityisjärjestely, karsiutuisivat otoksesta. Tämä aiheuttaisi kuitenkin vaikeita rajanveto-ongelmia, minkä lisäksi tietojen saaminen hallituksen käsittelemistä asioista olisi ulkopuoliselle tutkijalle lähes mahdotonta.

Osallistumisprosentin vaikutusta taloudelliseen tulokseen mitattiin erillisellä regressiolla, koska osallistumisprosentista oli vain niukasti saatavilla tietoja vuosilta 2002 ja 2003. Näin ollen vuosien 2002–2003 (*ennen Corporate Governance -suositusta*) sekä 2004–2005 (*Corporate Governance -suosituksen jälkeen*) vertaileminen osoittautui mahdottomaksi. Osallistumisprosentin vaikutus taloudelliseen tulokseen koskee siis vain vuosia 2004–2005.

Hypoteesin 9 mukaan kokousten osallistumisprosentti ei vaikuta yrityksen taloudelliseen tulokseen eikä hypoteesin 10 mukaan yrityksen arvoon. Hypoteesin perustuvat aikaisempiin tutkimustuloksiin. Lisäargumenttina voidaan todeta, ettei osallistumisprosentti välttämättä kuvaa hallituksen jäsenen todellista aktiivisuutta hallitustyöskentelyn suhteen.

Hallituksen kokousten osallistumisprosentin vaikutus ROE:en on esitetty liitteessä 3 taulukossa 9. Osallistumisprosentin ei voida katsoa vaikuttavan ROE:en tilastollisesti merkitsevästi, koska $0,323 > 0,05$, mikä johtaa Hypoteesin 9 hyväksymiseen.

Osallistumisprosentin vaikutus Tobinin Q -lukuun on raportoitu liitteessä 3 taulukossa 10. Osallistumisprosentin ei voida katsoa vaikuttavan myöskään Tobinin Q -

lukuun tilastollisesti merkitsevästi, koska $0,125 > 0,05$, minkä vuoksi myös Hypoteesi 10 hyväksytään.

Tutkimustulos on yhtäpitävä Sonnenfieldin (2002) saamien tulosten kanssa. Vaikka hallituksen kokouksissa läsnäolo on tärkeä hallitustyöskentelyn elementti, ei se riitä itsessään kuvaamaan hallitustyöskentelyn laatua tyhjentävästi. Hallituksen jäsenen todellinen panos hallitustyöskentelyyn ei siis paljastu pelkän läsnäolon mittaamisella.

Tutkimustuloksen taustalla on todennäköisesti juuri se, ettei kokousten osallistumisprosentti kuvaa täysin tyhjentävästi hallitustyöskentelyn tehokkuutta. Jotta aktiivisuuden vaikutusta taloudelliseen tulokseen voitaisiin paremmin mitata, tulisi aktiivisuus jakaa useampaan komponenttiin kuin osallistumisprosenttiin kokouksiin. Tämä aiheuttaisi kuitenkin hankalia rajanveto-ongelmia, koska aktiivinen rooli hallituksen jäsenenä on osittain arvostuksenvarainen asia eikä sille ole tutkimuksissa kehitetty yleispätevää mittaria. Lisäksi kaikki pörssiyrityöt todennäköisesti haluavat antaa markkinoille kuvan aktiivisesta ja toimivasta hallitustyöskentelystä vuosikertomuksissaan sen sijaan, että ne toisivat esille jonkin hallituksen jäsenen passiivisen suhtautumisen hallitustyöskentelyyn.

Tämän tutkimuksen tulosten yleistettävyyttä rajoittaa se, ettei hallituksen kokousten osallistumisprosentteissa ollut juurikaan hajontaa, vaan pienin osallistumisprosentti tutkitulla ajanjaksolla oli 86 %. Useassa yhtiössä osallistumisprosentti oli joka vuosi lähes 100 %. Vaikka osallistumisprosentti vaikuttaisikin käytettyihin tunnuslukuihin, olisi tätä vaikutusta lähes mahdotonta tutkia tilastollisin keinoin, koska tarvittavaa hajontaa osallistumisprosentteissa ei ollut.

6.5 Corporate Governance -suosituksen käyttöönoton vaikutus

Koska aikaisemmat hypoteesit ovat lähteneet siitä, ettei tutkimuksessa käytetyillä selittävillä muuttujilla ole vaikutusta taloudelliseen tulokseen tai yrityksen arvoon, on luontevaa, että hypoteesin 11 mukaan Corporate Governance -suosituksen implemen-

tointi ei vaikuta taloudelliseen tulokseen eikä hypoteesin 12 mukaan yrityksen arvoon. Näiden hypoteesien mukaan ROE:n ja Tobinin Q -luvun saamat arvot eivät ole siis muuttuneet merkittävästi, kun verrataan vuosia 2002–2003 ja 2004–2005. Tässä tutkimuksessa saatuihin muihin tutkimustuloksiin viitaten, hyväksytään siis myös hypoteesit 11 ja 12.

Huomionarvoista kuitenkin on, että taulukossa 5 esitetty ROE:n kehitys tutkimuksen kohteena olleissa yhtiöissä oli kokenut hyvin voimakkaan kasvun verrattaessa vuosia 2003 ja 2004 eli juuri samaan aikaan, kun Corporate Governance -suositus on otettu käyttöön yhtiöissä. Vuosien 2002 ja 2003 keskiarvo oli hieman laskenut, kun taas vuonna 2004 kasvu oli jatkunut vuoteen 2005.

Koska edellä tässä tutkimuksessa esitettyjen tutkimustulosten mukaan Corporate Governance -suosituksen mukaiset tehokkaan hallitustyöskentelyn mittarit eivät vaikuta taloudelliseen tulokseen eivätkä yrityksen arvoon, lienee syytä suhtautua hyvin varovaisesti siihen oletukseen, että suosituksen käyttöönotto olisi aiheuttanut ROE:n kasvun. ROE:n kasvu voi siis johtua esimerkiksi jostakin teollisuuden toimialalla tapahtuneesta tekijästä tai yleisestä talouden kehityksestä. Tobinin Q -luku on kasvanut tasaisesti taulukossa 6 esitetyn mukaisesti koko tutkitun ajanjakson ajan.

Tutkimustulos on osittain ristiriidassa Alves'n ym. (2004) tekemän tutkimuksen kanssa. Tutkimuksessa tutkittiin, miten Portugalin Corporate Governance -suosituksen implementointi vaikuttaa taloudelliseen tulokseen. Tutkimuksessa suositus pilkottiin osiin ja tutkittiin jokaisen suosituksen kohdan noudattamisen vaikutusta erikseen. Osa suosituksen kohdista johti tutkimuksen mukaan parempaan taloudelliseen tulokseen, kun taas osalla ei ollut tilastollisesti merkitsevää vaikutusta.

7 JOHTOPÄÄTÖKSET

Agenttiteoria ei kykene selittämään päätöksentekoa yrityksessä täysin tyhjentävästi. Kaikkia johdon ratkaisuja ei voi perustaa omistajien varallisuuden maksimointiin eikä hallituksen kokoonpanoa tai sen toimintaa voi perustaa pelkkään omistajien varallisuuden maksimointiin.

Zahra ym. (1989: 303) on todennut, ettei yrityksen johdon ainoa motiivi ole oman edun tavoittelemineen, mihin agenttiteoria perustaa valvonnan tarpeen yrityksessä. Johdon motiivit ja arvot ovat paljon monisyisempi asia. Jotta hallituksen kokoonpanon tai toiminnan vaikutusta taloudelliseen tulokseen voitaisiin mitata tarkemmin, tulisi muuttujiksi valita erilaista päätöksentekoa ja rooleja mittaavia muuttujia, joiden arvottaminen tilastollisesti mitattavaksi yksiköiksi on kuitenkin verrattain vaikeaa.

Hallituksen strateginen kontribuutio on liian heikko, jotta sillä olisi vaikutusta taloudellista tulosta mittaaviin tunnuslukuihin. Tästä näkökulmasta ajateltuna operatiivisen johdon toimintaa tutkimalla saatettaisiin saada helpommin yleistettävissä olevia tuloksia. Hallituksen tehoton päätöksenteko saattaa vaikuttaa myös välillisesti operatiiviseen johtoon siten, että se vaikeuttaa operatiivisen johdon kontribuutiota taloudelliseen tulokseen. Tämä vaikutus ei kuitenkaan tule esille mitattaessa pelkästään hallitukseen liittyviä tekijöitä.

Riippumattomien hallituksen jäsenten suosimista alan suosituksissa on usein perusteltu sillä, että riippumattomat hallituksen jäsenet ovat omiaan takaamaan tehokkaat ja taloudellisesti edulliset ratkaisut hallituksessa myös omistajien varallisuuden maksimoimiseksi. Tämä perustelu on kuitenkin tutkimustulosten mukaan osoittautunut liian yksinkertaistetuksi olettamukseksi. Taloudellisesti edullisten päätösten syntymisen tutkiminen vaatisi perehtymistä päätöksentekijöiden yksilöllisiin motiiveihin, koska omistajille edullisia päätöksiä voivat tehdä myös ei-riippumattomat hallituksen jäsenet. Riippumattomat jäsenet sen sijaan voivat kannattaa omistajien kannalta epäedullisiakin päätöksiä. Lisäksi omistajien ja hallituksen jäsenten intressit voivat olla yhte-

näisiä mm. johdon kannustinjärjestelmistä johtuen riippumatta siitä, ovatko kannustinjärjestelmien piirissä riippumattomat vai ei-riippumattomat hallituksen jäsenet. Agenttiteorian oletamus siitä, että yritysjohto tavoittelee vain omaa etuaan, joka on aina ristiriidassa omistajien edun kanssa, ei ole siis realistinen.

Riippumattomuus on ongelmallista myös siitä syystä, että Corporate Governance -suositusten riippuvuuden kriteerit ovat varsin muodollisia. Tulevaisuudessa voisi olla aiheellista pohtia, ovatko kriteerit riittäviä ja voiko hallituksen jäsen olla ei-riippumaton myös jollakin muulla vielä määrittelemättömällä tavalla.

Heracleous (2001: 166) on esittänyt, että Corporate Governance -suositusten noudattamisen vaikutusta taloudelliseen tulokseen koskevien tutkimustulosten ristiriitaisuuden syynä ovat sekä metodologiset että käsitteelliset seikat. Esimerkiksi riippumattomat hallituksen jäsenet määritellään eri tavalla siitä riippuen, miten kukin Corporate Governance -suositus asian määrittelee. Lisäksi samantyyppisillä aineistoilla mutta eri menetelmillä tehdyt tutkimukset ovat saattaneet antaa ristiriitaisia tuloksia. Corporate Governance sisältää myös monia aspekteja, joilla voi olla vaikutusta tulokseen toisten tekijöiden kanssa yhdessä, mutta ei niinkään yksinään. Yrityksen taloudellisen tuloksen muodostuminen on niin kompleksisen prosessin tulos, jotta sitä voisi selittää yksinkertaistetuilla muuttujilla. Hallituksen kokoonpano ja työskentely vaikuttavat tulokseen lähinnä strategisten valintojen kautta.

Agenttiteorian puutteet eivät silti tee johdon valvontaa merkityksettömäksi. Corporate Governance -suositusten tarkoitus ei ole pelkkä omistajien saavuttaman voiton maksimointi, vaan yritystoiminnan läpinäkyvyys ja valvonnan tehokkuus ja edelleen väärinkäytösten minimointi sekä riskien hallinta. Omistajat hyötyvät siis riskien hallinnan kautta, vaikka tunnuslukujen avulla mitattu taloudellinen tulos tai yrityksen arvo ei kasvaisikaan suosituksen noudattamisen myötä. Omistajien etuja voidaan mitata myös muulla tavalla kuin tunnusluvuilla. Tästä näkökulmasta ajateltuna voisi olla hedelmällistä tutkia, miten usein Corporate Governance -suositusta noudattavassa yhtiössä ilmenee erilaisia väärinkäytöksiä tai jopa talousrikoksia.

Riskien hallinnan rooli korostuu esimerkiksi tarkastusvaliokunnan toiminnassa. Tarkastusvaliokunnan tarkoitus on tehostaa juuri väärinkäytösten ennaltaehkäisyä ja muuta riskien hallintaa valvontaa tehostamalla. Vaikka tarkastusvaliokunnan tai muiden valiokuntien perustaminen ei vaikutakaan suoraan taloudelliseen tulokseen tai yrityksen arvoon, on omistajien edun mukaista, että valiokuntarakenteen mahdollistama valvonta on tehokasta.

On myös syytä huomioida, että sitä valvontafunktiota, jota riippumattomien hallituksen jäsenten ajatellaan usein toteuttavan, voi toteuttaa myös jokin toinen taho yrityskulttuurista riippuen. Esimerkiksi Japanissa listayhtiöillä ei välttämättä ole ollenkaan riippumattomia hallituksen jäseniä, mutta sitäkin vahvempi yrityksen ulkopuolinen sisäisen tarkastuksen järjestelmä, joka puuttuu tarvittaessa myös hallitustyöskentelyn tehokkuuteen. (Yoshimori 2005: 451).

Ho (2005) on esittänyt, että Corporate Governance -suositusten käyttöönotto vaikuttaa positiivisesti taloudelliseen tulokseen, mutta tämä vaikutus saadaan näkyviin vain, jos suositusten sisältöä ja Corporate Governancen elementtejä käsitellään kokonaisuutena. Corporate Governancetta ei siis tulisi pilkkoa eri tekijöihin, kuten hallituksen koko tai riippumattomien jäsenten osuus. Corporate Governancen elementeillä on voimakas positiivinen yhteisvaikutus yrityksen kilpailukykyyn, mutta yksittäinen elementti ei vielä riitä saamaan tätä vaikutusta aikaan.

Samansuuntaisia näkemyksiä ovat esittäneet myös Udayasankar ja Shobha (2007), joiden mukaan ne yritykset, jotka reagoivat nopeasti uusiin Corporate Governance -suositukseen muokkaamalla hallintoaan suositusten mukaisesti, yltävät parempaan taloudelliseen tulokseen. Vastaavasti ne yritykset, jotka jättivät suosituksen huomioida, saavuttivat huonomman taloudellisen tuloksen. Tämä voi johtua esimerkiksi siitä, että suositusten noudattaminen vaikuttaa potentiaalisiin sijoittajiin ja muihin rahoittajiin positiivisesti. Yhtiön ulkopuoliset tahot suhtautuvat yleensä suosituksia noudattavaan yhtiöön myönteisesti sekä pitävät sitä eettisenä ja turvallisena sijoituskohteena.

Tähän vaikuttaa todennäköisesti se, että suositusten noudattaminen antaa positiivisia signaaleja markkinoille ja sijoittajille sekä muille sidosryhmille. Koska suomalaiset pörssiyritykset noudattavat lähes poikkeuksetta Corporate Governance -suositusta, on lähes mahdotonta tutkia suositusten noudattamisen vaikutuksia kokonaisuutena, koska aineisto ei sisällä tarvittavaa hajontaa.

Lisäksi todettakoon, että vaikka tutkimustulos olisikin osoittanut, että kyseisillä selittävillä muuttujilla olisi pystytty selittämään ROE:n ja/tai Tobinin Q- luvun saamia arvoja, olisi tulokseen suhtauduttava tietyllä varauksella. Tunnuslukuihin vaikuttavat hyvin voimakkaasti toimialalla tapahtuva kehitys ja myös yleiset talouteen sekä markkinoihin liittyvät tekijät. Lisäksi tulisi siis selvittää, onko toimialalla tapahtunut jotakin, mikä aiheuttaa tunnuslukuihin tiettyä vaihtelua vai onko kysymys aidosti siitä, että juuri kyseiset selittävät muuttujat korreloivat tunnuslukujen kanssa. Sama pätee tulkittaessa Corporate Governance -suosituksen implementoinnin vaikutusta tunnuslukuihin. Eräs hedelmällinen agenttiteorian mukainen tutkimuksen aihe tulevaisuudessa voisi olla tehokkaan hallitustyöskentelyn vaikutus osinkoihin.

LÄHTEET

- Alshimmiri, Turki (2004). Board Composition, Executive Remuneration and Corporate Performance: the Case of REIT's. *Corporate Ownership and Control* 2:1, 104–118.
- Alves, Carlos & Victor Mendez (2004). Corporate Governance Policy and Company Performance. *Corporate Governance* 12:3, 290–301.
- de Andres, Pablo, Valentin Azofra & Felix Lopez (2005). Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness. *Corporate Governance* 13:2, 197–210.
- Barnhart, Scott W., M. Wayne Marr & Stuart Rosenstein (1994). Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence. *Managerial and Decision Economics* 15, 329–340.
- Barnhart, Scott W. & Stuart Rosenstein (1998). Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis. *The Financial Review* 33, 1–16.
- Bhagat, Sanjai & Bernard Black (2002). The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *The Journal of Corporation Law* Winter 2002, 231–273.
- Brennan, Niamh (2006). Boards of Directors and Firm Performance. *Corporate Governance* 14:6, 577–593.
- Burkart, Mike, Fausto Panunzi & Andrei Shleifer (2003). Family Firms. *The Journal of Finance* LVIII:5, 2167–2201.

- Bushman, Robert M. & Abbie J. Smith (2001). Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics* 32, 237–333.
- Chin, Tevor, Ed Voss & Quin Casey (2004). Levels of Ownership Structure, Board Composition and Board Size Seem Unimportant in New Zealand. *Corporate Ownership & Control* 2:1, 119–128.
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance with Code of Best Practice*. London: Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. 91 s. ISBN 0–85258–915–8.
- Conyon, Martin J. & Simon I. Peck (1998). Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries. *The European Journal of Finance* 4, 291–304.
- Dalton, Catherine M. & Dan Dalton (2005). Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions. *British Journal of Management* 16, 91–97.
- Dalton, Dan R., Catherine M. Daily, Jonathan L. Johnson and Alan E. Ellstrand (1999). Number of Directors and Financial Performance: a Meta-Analysis. *Academic of Management Journal* 42:6, 674–686.
- Davidson, Wallace N. III, Stuart Rosenstein & Sridhar Sundaram (2002). An Empirical Analysis of Cancelled Mergers, Board Composition and Ownership Structure. *Applied Financial Economics* 12, 485–491.
- Denis, Diane K. & John MacConnell (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38:1, 1–36.

- Dulewics, Victor & Peter Herbert (2004). Does the Composition and Practice of Boards of Directors Bear Any Relationship to the Performance of Their Companies? *Corporate Governance* 12:3, 263–280.
- Dyckman Thomas R. & L. Joseph Thomas (1977). *Fundamental Statistics for Business and Economics*. New Jersey: Prentice Hall Inc. 705 s. ISBN 0–13–344523–2.
- Fama, Eugene F. (1980). Agency Problem and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88:2, 288–307.
- Fama, Eugene F. & M.C. Jensen (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* 26:2, 301–325.
- Graham, Michael (2004). The Impact of the Board of Directors, Block Holders, and Institutional Investors on Corporate Risk-Taking. Vaasa: Vaasan yliopisto. *Acta Wasaensia* No 125. 148 s. ISBN 952–476–039–8.
- Gromme, Gerhard (2005). Corporate Governance in Germany and the German Corporate Governance Code. *Corporate Governance* 13:3, 362–367.
- Grönroos, Matti (2003). *Johdatus tilastotieteeseen, kuvailu mallit ja päättely*. Tampere: Oy Finnlectura Ab. 262 s. ISBN 951–792–148–9.
- Hanifa, Roszaini & Mohammad Hubaid (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance and Accounting* 33:7, 1034–1062.
- Hart, Oliver (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal* 105, 678–689.
- Heracleous, Loizos (2001). What is the Impact of Corporate Governance on Organizational Performance? *Corporate Governance* 9:3, 165–173.

- Hermalin, Benjamin E. & Michael S. Weisbach (1988). The Determinants of Board Composition. *The Rand Journal of Economics* 19:4, 589–606.
- Ho, Chi-Kun (2005). Corporate Governance and Corporate Competitiveness: an International Analysis. *Corporate Governance* 13:2, 211–253.
- Jensen M. & W. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- Koh, Ping-Sheng, Stacie Kelley Laplante & Yen H. Tong (2007). Accountability and Value Enhancement Roles of Corporate Governance. *Accounting and Finance* 47, 1–29.
- Keasey, Kevin & Mike Wright (1993). Issues in Corporate Accountability and Governance: an Editorial. *Accounting and Business Research* 23:91, 291–303.
- Keskuskauppakamari (2003). *Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä (Corporate Governance)* [online]. Helsinki [viitattu 13.2.2007]. Saatavissa: http://www.keskuskauppakamari.fi/kkk/julkaisutja_lausunnot/kannanototjasuosituksset/fi_FI/Corporate_Governance/
- Kiel, Geoffrey G. & Gavin J. Nicholson (2003). Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance. *Corporate Governance* 11:3, 189–205.
- Kula, Veysel (2005). The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: Evidence from Turkey. *Corporate Governance* 13:2, 265–276.
- Laitinen, Erkki K. (2004). Performance Measurement & Management: A Strategic view. Vaasa: Vaasan yliopisto. *Levón-instituutti* No 114. 297 s. ISBN 952-476-077-0.

- Lee, Yung Shen, Stuart Rosenstein & Jeffrey G. Wyatt (1999). The Value of Financial Outside directors on Corporate Boards. *International Review of Economics and Finance* 8, 421–431.
- Metsämuuronen, Jari (2001). *Monimuuttujamentelmien perusteet SPSS- ympäristössä*. Helsinki: International Methelp Ky. ISBN 952–5372–07–3.
- Metsämuuronen, Jari (2005). *Tutkimuksen tekeminen ihmistieteissä*. Helsinki: International Methelp Ky. 1292 s. ISBN 952–5372–18–9.
- Monks, Robert A.G. & Nell Minow (2006). *Corporate Governance*. 3. painos. Malden: Blackwell Publishing. 564 s. ISBN 978-1-4051-1698.
- Pearce, John A. II & Shaker A. Zahra (1991). The Relative Power of CEO's and Boards of Directors: Associations with Corporate Performance. *Strategic Management Journal* 12, 135–153.
- Rose, Caspar (2005). The Composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm Performance. *Corporate Governance* 13:5, 691–701.
- Rosenstein, Stuart & Jeffrey G. Wyatt (1994). Shareholder Wealth Effects When an Officer of One Corporation Joins the Board of Directors of Another. *Managerial and Decision Economics* 15, 317–327.
- Schellenger, Michael M., David D. Wood & Ahmad Tashakori (1989). Board of Director Composition, Shareholder Wealth and Dividend Policy. *Journal of Management* 15:3, 457–467.
- Shapiro, Daniel & Jeffrey Young (2004). Board independence and the Family-Owned Firm. *Canadian Investment Review* 17:3.
- Shleifer, Andrei & Robert W. Vishny (1997). A Survey on Corporate Governance. *The Journal of Finance* LII:2, 737–783.

- Short, Helen, Kevin Keasey, Alison Hull & Mike Wright (1998). Corporate Governance, Accountability and Enterprise. *Corporate Governance* 6:3, 151–165.
- Short, Helen, Kevin Keasey, Mike Wright & Alison Hull (1999). Corporate Governance: from Accountability to Enterprise. *Accounting and Business Research* 29:4, 337–352.
- Short, Helen, Kevin Keasey & Mike Wright (2001). Corporate Governance: Accountability versus Enterprise. *Corporate Governance and the Reform of Company Law*, 70–91.
- Siegel, Sidney (1956). *Nonparametric Statistics for the Behavioral Sciences*. New York: McGraw-Hill Book Company Inc. 301 s.
- Solomon, Jill & Aris Solomon (2004). *Corporate Governance and Accountability*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd. ISBN 0–470–84365–9.
- Sonnenfeld, Jeffrey A. (2002). What Makes Great Boards Great? *Harvard Business Review*, September, 106–113.
- Spira, Laura F. & Ruth Bender (2004). Compare and Contrast: Perspectives on Board Committees. *Corporate Governance* 12:4, 489–499.
- Udayasankar, Krishna & Shobha S. Das (2007). Corporate Governance and Firm Performance: The Effects of Regulation and Competitiveness. *Corporate Governance* 15:2, 262–271.
- Wan, D. & C. H. Ong (2005). Board Structure, Process and Performance: Evidence from Public Listed Companies in Singapore. *Corporate Governance* 13:2, 277–299.

- Wagner, John A. III, J.L. Stimpert & Edward I. Fubara (1998). Board Composition and Organizational Performance: Two Studies of Insider/Outsider Effects. *Journal of Management Studies* 13:5, 655–677.
- Walid, Ben-Amar & Paul André (2006). Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership from Canada. *Journal of Business Finance and Accounting* 33:3 ja 4, 517–543.
- Weinberg, John A (2003). Accounting for Corporate Behaviour. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 89:3, 1–20).
- Whittington, Geoffrey (1993). Corporate Governance and the Regulation of Financial Reporting. *Accounting and Business Research* 23:91, 311–319.
- Yoshimori, Masaru (2005). Does Corporate Governance Matter? Why the Corporate Performance of Toyota and Canon is Superior to GM and Xerox. *Corporate Governance* 13:3, 447–457.
- Yritystutkimusneuvottelukunta ry (2002). *Yrityksen tilinpäätösanalyysi. 7. korjattu laitos*. Helsinki: Gaudeamus Kirja Oy. 110 s. ISBN 951–662–856–7.
- Zahra, Shaker A. & John A. Pearce II (1989). Boards of Directors and Corporate Governance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management* 15:2, 291–334.

LIITE 1: Tutkimusaineiston muodostavat yritykset

Aspo Oyj
Ahlstrom Oyj
Uponor Oyj
Stora Enso Oyj
Finnair Oyj
Huhtamäki Oyj
Kemira Oyj
Kone Oyj
Lemminkäinen Oyj
Lassila & Tikanoja Oyj
Wärtsilä Oyj Abp
Kyro Oyj
Martela Oyj
Outokumpu Oyj
YIT-Yhtymä Oyj
Pöyry Oyj
Rautaruukki Oyj
Raute Oyj
Tamfelt Oyj Abp
Ramirent Oyj
Finnlines Oyj
Larox Oy
Vaahto Group Ltd Oy
Tulikivi Oy
Efore Oyj
Componenta Oyj
Rocla Oyj
Stromsdal Oyj
Ponsse Oyj

PKC Group Oyj

UPM-Kymmene Oyj

Etteplan Oyj

KCI Konecranes Oyj

Nordic Aluminium Oyj

Vacon Oyj

Metso Oyj

Cargotec Oyj

Kemira GrowHow Oyj

Ruukki Group Oyj

LIITE 2: Aikaisempaa tutkimusta

Taulukko 7. Aikaisempaa tutkimusta koskien riippumattomien hallituksen jäsenten osuuden vaikutusta taloudelliseen tulokseen.

Vuosi	Tutkijat	Riippumattomien hallituksen jäsenten vaikutus taloudelliseen tulokseen
1988	Hermalin & Weisbach	Ei positiivista riippuvuutta
1989	Schellenger, Wood & Tashakori	Riippumattomien jäsenten osuus korreloi taloudellisen tuloksen kanssa.
1991	Pearce & Zahra	Positiivinen riippuvuus
1994	Barnhart, Marr & Rosenstein	Kurvilineaarinen riippuvuus
1994	Rosenstein & Wyatt	Ei positiivista riippuvuutta
1998	Wagner, Stimpert & Fubara	Positiivinen riippuvuus, kun enemmistö joko riippumattomia tai ei-riippumattomia
1998	Barnhart & Rosenstein	Vain heikko riippuvuus
1998	Short, Keasey, Hull & Wright	Positiivinen riippuvuus, kun riippumattomia 40–60 % hallituksesta.
1999	Short, Keasey, Wright & Hull	Positiivinen riippuvuus
1999	Lee, Rosenstein & Wyatt	Positiivinen riippuvuus
2002	Bhagat & Black	Ei positiivista riippuvuutta
2002	Davidson, Rosenstein & Sundaram	Ei riippuvuutta
2003	Kiel & Nicholson	Positiivinen riippuvuus, kun tulosta mitataan markkinaperusteisella mittarilla. Ei vaikutusta, jos mittari perustuu tilinpäätöstietoihin.
2003	Burkart, Panunzi & Shleifer	Negatiivinen riippuvuus perheyhtiöissä
2004	Shapiro & Young	Ei riippuvuutta. Negatiivinen riippuvuus, jos otos rajataan perheyhtiöihin.
2004	Graham	Negatiivinen riippuvuus, jos hallituksessa pelkästään joko riippumattomia tai ei-riippumattomia jäseniä.
2004	Alves & Mendez	Positiivinen riippuvuus, kun vähintään 1 riippumaton jäsen lisätään kokonaan ei-riippumattomaan hallitukseen.
2004	Chin, Voss & Casey	Ei riippuvuutta
2004	Alshimmiri	Ei riippuvuutta
2005	Kula	Negatiivinen riippuvuus perheyhtiöissä
2005	de Andres, Azofra & Lopez	Ei riippuvuutta
2005	Rose	Ei riippuvuutta
2005	Wan & Ong	Ei riippuvuutta
2006	Walid & André	Positiivinen riippuvuus
2006	Hanifa & Hubaid	Ei riippuvuutta

LIITE 3: Regressioanalyysin tulokset**Taulukko 8.** Hallituksen jäsenmäärän, riippumattomien hallituksen jäsenten, valio-
kuntien määrän sekä hallituksen kokousten määrän vaikutus ROE:en.

Vuosi		Ei-standardoidut muuttujat		Stardardoidut muuttujat	t	Merkitsevyys (sig.)
		B	Keski- virhe	Beta		
2002 -2003	Vakio	20,212	12,030		1,680	0,104
	Hallituksen koko	-0,847	1,264	-,0152	-0,670	0,508
	Riipp. jäs. %-osuus	-0,030	0,086	-0,065	-0,346	0,732
	Valiok. määrä	-0,509	1,806	-0,067	-0,282	0,780
	Hallituksen kok./vuosi	-0,460	0,577	-0,154	-0,798	0,431
2004 -2005	Vakio	22,363	15,396		1,453	0,151
	Hallituksen koko	-3,603	1,836	-0,353	-1,962	0,054
	Riipp. jäs. %-osuus	0,164	0,108	0,192	1,515	0,135
	Valiok. määrä	1,467	2,323	0,114	0,632	0,530
	Hallituksen kok./vuosi	-0,016	0,600	-0,003	-0,027	0,978

Taulukko 9: Hallituksen jäsenmäärän, riippumattomien hallituksen jäsenten, valiokuntien lukumäärän sekä hallituksen kokousten määrän vaikutus oman Tobinin Q - lukuun.

Vuosi		Ei-standardoidut muuttujat		Stardardoidut muuttujat	t	Merkitsevyys (sig.)
		B	Keski-virhe	Beta		
2002-2003	Vakio	3,571	0,876		4,074	0,000
	Hallituksen koko	-0,085	0,093	-0,197	-0,914	0,368
	Riipp. jäs. %-osuus	-0,008	0,006	-0,220	-1,252	0,221
	Valiok. määrä	-0,108	0,134	-0,182	-0,806	0,427
	Hallituksen kok./vuosi	-0,065	0,042	-0,278	-1,529	0,137
2004-2005	Vakio	3,521	1,291		2,728	0,008
	Hallituksen koko	-0,223	0,148	-0,276	-1,503	0,138
	Riipp. jäs. %-osuus	0,008	0,009	0,111	0,839	0,405
	Valiok. määrä	-0,112	0,192	-0,109	-0,586	0,560
	Hallituksen kok./vuosi	-0,018	0,050	-0,045	-0,355	0,723

LIITE 4: Osallistumisprosentin vaikutus**Taulukko 10.** Osallistumisprosentin vaikutus ROE:en.

Muuttujat	Ei-standardoidut muuttujat		Standardoidut muuttujat	t	Merkitsevyys (sig)
	B	Keskivirhe	Beta		
Vakio	-38,974	51,308		-0,760	0,450
Osallistumis- %	0,535	0,538	0,118	0,995	0,323

Taulukko 11. Osallistumisprosentin vaikutus Tobinin Q -lukuun.

Muuttujat	Ei-standardoidut muuttujat		Standardoidut muuttujat	t	Merkitsevyys (sig)
	B	Keskivirhe	Beta		
Vakio	8,816	4,229		2,084	0,041
Osallistumis- %	- 0,069	0,044	-0,118	-1,556	0,125