



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Veikka Katto

Hallituspiirteiden yhteys yrityksen suorituskykyyn Pohjoismaissa

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen pro gradu -tutkielma
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelma

Vaasa 2026

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Veikka Katto		
Tutkielman nimi:	Hallituspiirteiden yhteys yrityksen suorituskykyyn Pohjoismaissa		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Koulutusohjelma:	Laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelma		
Opintosuunta:	Laskentatoimi		
Työn ohjaaja:	Tuukka Järvinen		
Valmistumisvuosi:	2026	Sivumäärä:	71

TIIVISTELMÄ:

Hallituksen rooli on alettu nähdä yhä enemmän osana yrityksen strategista ohjausta. Hallituksen siis nähdään osallistuvan valvontatehtäväänsä lisäksi yrityksen strategian eteenpäin viemiseen. Pohjoismaissa korostuva instituutionaalinen ympäristö ja vahvaomistaja ohjaus synnyttävät mielenkiintoisen tutkimusaukon, jossa pohjoismaalaista instituutionaalista ympäristöä voidaan tutkia omana alueenaan.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, millainen yhteys tutkielmaan valituilla hallituspiirteillä on yrityksen suorituskykyyn pohjoismaisessa kontekstissa. Hallituspiirteiksi oli valittu hallituksen koko, riippumattomuus, naisten osuus sekä hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan kaksoisrooli. Suorituskyvyn mittaamiseen on valittu kirjanpitoperusteinen ROA-tunnusluku ja markkinaperusteinen Tobinin Q -tunnusluku.

Aikaisempi tutkimus osoittaa, että hallituspiirteiden yhteys yrityksen suorituskykyyn on ollut ristiriitaista ja instituutionaalista kontekstista riippuvaista. Hallituksen koolla, riippumattomuudella ja naisten osuudella on yleisesti todettu olevan positiivinen yhteys suorituskykyyn tutkimuskirjallisuudessa, kun taas kaksoisroolin on todettu saavan negatiivisen yhteyden yrityksen suorituskykyyn. Tulokset eivät kuitenkaan ole yksiselitteisiä, ja konsensus näyttää muuttuneen huomioon siitä, että yhteydet vaihtelevat instituutionaalisen kontekstin mukaan. Erityisesti agenttiteorian ja resurssiriippuvuusteorian on katsottu selittävän erilaisten hallituspiirteiden kykyä tuottaa taloudellista suorituskykyä yritykselle.

Tutkimuksen aineisto koostuu suomalaisista, ruotsalaisista, norjalaisista ja tanskalaisista pörssiyrityksistä vuosilta 2022–2024. Aineisto on epätäydellinen paneeliaineisto, joka sisältää 404 yritystä ja 1201 havaintoa. Tutkimusmenetelmänä on käytetty lineaarista regressioanalyysiä, jossa on huomioitu toimiala-, vuosi- ja maakohtaiset kiinteät vaikutukset sekä yrityskohtaisia kontrollimuuttujia.

Tulosten perusteella hallituksen koolla on tilastollisesti merkitsevä yhteys molempiin suorituskykymittareihin, mutta yhteyden suunta vaihtelee mittarin mukaan. Hallituksen riippumattomuudella havaitaan tilastollisesti merkitsevä negatiivinen yhteys ROA-mittariin, mikä poikkeaa kansainvälisten tutkimusten havainnoista. Hallituksen naisten osuudella on johdonmukaisesti positiivinen yhteys Tobinin Q -mittariin. Kaksoisroolilla ei havaita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä suorituskykyyn, mikä selittyy ilmiön harvinaisuudella pohjoismaisissa pörssiyrityksissä.

Tutkielma vahvistaa näkemystä hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välisen yhteyden kontekstisidonnaisuudesta sekä käytetyn suorituskykymittarin merkityksestä. Pohjoismaisen toimintaympäristön erityispiirteet, kuten keskittynyt omistajarakenne ja vakiintuneet hallinnointitavat näkyvät tuloksissa erityisesti hallituksen koon ja riippumattomuuden osalta. Tuloksia tulkittaessa on huomioitava tutkielman rajoitteet, kuten tarkastelujakson lyhyys, ruotsalaisten yritysten suuri osuus aineistossa sekä omistuksen keskittyneisyyttä kuvaavan kontrollimuuttujan puuttuminen.

AVAINSANAT: hallituspiirteet, yrityksen suorituskyky, corporate governance, Pohjoismaat, agenttiteoria, resurssiriippuvuusteoria, Tobinin Q, ROA

Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkimuksen tavoite ja rajaukset	8
1.2	Tutkimuksen rakenne	9
2	Hallitustyöskentely ja hallituksen piirteet	10
2.1	Hallituksen tehtävät	10
2.2	Corporate governance Suomessa	12
2.3	Corporate governance Pohjoismaissa	15
2.4	Agenttiteoria	18
2.5	Resurssiriippuvuusteoria	20
3	Yrityksen suorituskyvyn määrittäminen	23
3.1	Return on assets, ROA	23
3.2	Tobinin Q	24
4	Aikaisemmat tutkimukset ja hypoteesien johtaminen	26
4.1	Hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys	26
4.2	Hypoteesit	28
4.2.1	Hallituksen koko	28
4.2.2	Hallituksen jäsenten riippumattomuus	31
4.2.3	Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooli	34
4.2.4	Hallituksen naisten osuus	36
5	Tutkimusmenetelmät ja aineisto	39
5.1	Tutkielman aineisto	39
5.2	Tutkimusmenetelmä	41
5.2.1	Selitettävät muuttujat	43
5.2.2	Selittävät muuttujat	44
5.2.3	Kontrollimuuttujat	44
6	Tutkielman tulokset	46
6.1	Tilastolliset tunnusluvut	46

6.2	Korrelaatioanalyysi	47
6.3	Regressioanalyysi	49
6.4	Tulosten analysointi	52
6.5	Tutkielman luotettavuus ja rajoitteet	56
6.5.1	Tulosten luotettavuuden arviointi	57
6.5.2	Tutkielman rajoitteet	58
7	Johtopäätökset	60
	Lähteet	64
	Liitteet	71
	Liite 1. Ilmoitus tekoälyavusteisten teknologioiden käytöstä kirjoitus- prosessissa	71 71

Kuvat

Kuva 1. Kokonaispääoman tuottoprosentin kaava (Leppiniemi & Kykkänen, 2023, s. 161–162).	23
Kuva 2. Tobinin Q kaava (Ikäheimo ja muut, 2024, s. 120).	25

Taulukot

Taulukko 1. Aineiston jakauma maittain	40
Taulukko 2. Muuttujien lyhenteet ja kuvaukset	41
Taulukko 3. Kuvailevat tilastot	46
Taulukko 4. Korrelaatiomatriisi	48
Taulukko 5. Regressioanalyysi	51

Lyhenteet

CG	Corporate Governance
ROA	Return on Assets
SIC	Standard Industrial Classification

1 Johdanto

Viime vuosikymmeninä yritysten hallitusten rooli on noussut keskeiseksi osaksi keskustelua yrityksen vastuullisuudesta, menestyksestä ja päätöksenteon laadusta. Hallitus ei toimi pelkästään muodollisena valvontaelimenä, vaan sen tehtäviin kuuluu myös yrityksen strategisen suunnan ohjaaminen. Kysymys siitä, millainen hallitus tukee parhaiten yrityksen suorituskykyä, on sekä akateemisesti mielenkiintoinen että käytännön kannalta merkityksellinen.

Aikaisempi tutkimus on tarkastellut laajasti erilaisten hallituspiirteiden yhteyttä yrityksen suorituskykyyn, mutta empiirinen näyttö on ollut ristiriitaista. Esimerkiksi samoilla hallituspiirteillä on havaittu sekä suorituskykyä parantavaa että heikentävää yhteyttä, ja joissain tapauksissa yhteyttä ei ole havaittu lainkaan. Kansainvälinen tutkimus viittaa siihen, että hallituspiirteiden yhteys vaihtelee institutionaalisen ympäristön mukaan (Aguilera & Jackson, 2003). Tämä nostaa esiin sen, että hallituksen ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys ei määräydy pelkkien sisäisten ominaisuuksien mukaan, vaan siihen vaikuttavat myös hallintorakenteet ja toimintaympäristö.

Pohjoismaat muodostavat erityisen kiinnostavan tutkimuskontekstin. Pohjoismainen corporate governance (CG) -malli kuvataan yhdistelmänä keskittyynyttä omistusrakennetta, vahvaa oikeudellista kehystä sekä suhteellisen yhtenäisiä hallinnointiperiaatteita (Thomsen, 2016). Vaikka Pohjoismaita tutkitaan yleisesti yhtenäisenä alueena, niiden hallintorakenteet poikkeavat angloamerikkalaisesta järjestelmästä, jossa korostetaan hajautunutta omistusta ja markkinaperusteista valvontaa. Pohjoismaista CG-mallia luonnehtivat lisäksi omistajavetoiset nimitysvaliokunnat, toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan tehtävien eriyttäminen sekä Norjassa lainsäädäntöön perustuva vähimmäisvaatimus naisten edustuksesta hallituksissa (Nordic Securities Market Associations, 2022; Norwegian Corporate Governance Board, 2025). Nämä piirteet korostavat omistajien aktiivista roolia, hallinnon rakenteellista riippumattomuutta sekä sääntelyn merkitystä hallitusten

kokoonpanossa. Näin ollen lisätutkimus hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välisestä yhteydestä pohjoismaisessa kontekstissa on perusteltua.

Kansainvälisissä vertailututkimuksissa useiden hallituspiirteiden yhteyttä suorituskykyyn analysoidaan eri maiden kontekstissa (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). Samaan aikaan eurooppalainen tutkimus korostaa hallitusrakenteiden yhteyksien olevan sidoksissa kulttuuriin ja institutionaaliin tekijöihin (Hernández-Atienza ja muut, 2024). Tämä kontekstisidonnaisuus tekee pohjoismaisesta tutkimuksesta erityisen perustellun etenkin nyt, kun pohjoismainen CG-sääntely on aktiivisessa muutoksessa. Suomen hallinnointikoodi uudistui vuonna 2025, ja EU-tason sääntely asettaa pörssiyhtiöiden hallitusrakenteille uusia vaatimuksia kokoonpanon osalta (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2025; European Parliament and Council, 2022).

Pohjoismaisessa mallissa itsesääntely on vakiintunut ja keskeinen osa CG-kulttuuria. Hallinnointikoodit täydentävät kansallista lainsäädäntöä, ja niillä on keskeinen rooli pörssiyhtiöiden hallinnoinnissa (Nordic Securities Market Associations, 2022). Tämä institutionaalinen rakenne erottaa pohjoismaisen mallin monista muista järjestelmistä ja tarkoittaa, että kansainvälisessä tutkimuksessa havaitut yhteydet eivät välttämättä toteudu pohjoismaisessa kontekstissa.

Vaikka Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020) tarkastelevat hallituspiirteitä laajalla kansainvälisellä otoksella, Pohjoismaat sisältyvät tähän pienenä otoksena ilman erillistä analyysiä pohjoismaisesta institutionaalisesta kontekstista. Pohjoismaisessa kirjallisuudessa Keinonen (2021) tarkastelee omistusrakennetta yksinään, mutta useamman hallituspiirteiden yhteisvaikutuksen empiiristä tarkastelua koronan jälkeiseltä ajalta neljän Pohjoismaan otoksella ei ole tehty. Tämä tutkielma vastaa tähän aukkoon.

Hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys ei ole yksinkertainen tai yksiselitteinen ilmiö. Sen ymmärtäminen edellyttää tarkastelua institutionaalisesti rajatussa ympäristössä. Tässä tutkielmassa huomio kohdistuu kysymykseen siitä, miten

keskeiset hallituspiirteet ovat yhteydessä yrityksen suorituskykyyn pohjoismaisissa pörssiyhtiöissä.

1.1 Tutkimuksen tavoite ja rajaukset

Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää, miten erilaiset hallituspiirteet ovat yhteydessä yrityksen suorituskykyyn Pohjoismaissa. Tarkoitus on käyttää Pucheta-Martínezin ja Gallego-Álvarezin (2020) kansainvälistä tutkimusta esikuva-artikkelina tutkittaessa hallituspiirteiden yhteyttä yrityksen suorituskykyyn pohjoismaisessa kontekstissa. Osa esikuva-artikkelin tutkimushypoteeseista toimii pohjana tämän tutkielman hypoteeseille muun aikaisemman tutkimuksen ohella.

Tutkielmassa keskitytään esikuva-artikkelista valittujen hallituspiirteiden, kuten hallituksen koon, hallituksen jäsenten riippumattomuuden, toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisroolin sekä hallituksen naisten osuuden yhteyteen yrityksen suorituskykyyn (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). Suorituskykymittareiksi on valittu markkinaperusteinen Tobin's Q (Tobinin Q) ja kirjanpitoperusteinen kannattavuutta kuvaava ROA-tunnusluku aikaisemman tutkimuksen sekä esikuva-artikkelin perusteella. Tutkielma tarkastelee useita keskeisiä hallituspiirteitä samanaikaisesti ja hyödyntää kahta toisistaan poikkeavaa suorituskykymittaria.

Aikaisempi tutkimus on keskittynyt maantieteellisesti laajemmalle, ja Pohjoismaita koskeva tutkimus tästä aiheesta on harvinaisempaa. Tästä syystä pohjoismaisiin pörssiyhtiöihin kohdistuva tutkielma on perusteltu. Tutkimusongelmana on selvittää, miten valitut hallituspiirteet ovat yhteydessä yrityksen suorituskykyyn Pohjoismaissa.

Tutkielman aineisto koostuu pohjoismaisista pörssiyhtiöistä. Erityisesti keskitytään suomalaisiin, norjalaisiin, ruotsalaisiin ja tanskalaisiin yhtiöihin. Islanti on rajattu aineiston ulkopuolelle markkinan pienuuden ja rakenteellisten erityispiirteiden vuoksi. Tutkielma toteutetaan empiirisenä kvantitatiivisena analyysinä.

1.2 Tutkimuksen rakenne

Tämä tutkielma sisältää seitsemän lukua. Toisessa luvussa käsitellään hallitustyöskentelyä ja corporate governancea Pohjoismaissa sekä käydään läpi agenttiteoriaa ja resurssi riippuvuusteoriaa. Kolmannessa luvussa käsitellään tutkielmassa käytettyjen suorituskyky mittareiden taustateoriaa ja esitellään Tobinin Q- ja ROA-mittarit.

Neljäs luku käsittelee aiempaa tutkimusta hallituspiirteiden yhteydestä yrityksen suorituskykyyn. Lisäksi neljännessä luvussa johdetaan tutkielman hypoteesit. Viidennessä luvussa esitellään tutkielmassa käytetyt tutkimusmenetelmät ja aineisto sekä avataan selitettävät, selittävät ja kontrollimuuttujat.

Kuudennessa luvussa tutkitaan ja analysoidaan hallituspiirteiden yhteyttä yrityksen suorituskykyyn, esitellään tulokset sekä käsitellään tutkielman rajoitteita. Seitsemännessä luvussa tehdään yhteenveto ja esitetään havaitut johtopäätökset.

2 Hallitustyöskentely ja hallituksen piirteet

Tässä luvussa käsitellään hallitustyöskentelyä ja hallituksen piirteitä CG-kirjallisuuden näkökulmasta. Luvun tavoitteena on taustoittaa teoriaa hallituspiirteiden yhteydestä yrityksen suorituskykyyn. Ensimmäisessä alaluvussa käsitellään hallituksen keskeisiä tehtäviä sekä roolia yrityksen strategisessa ohjauksessa ja valvonnassa. Tämän jälkeen käsitellään CG-teoriaa Suomesta ja muista Pohjoismaista. Luvun lopussa käsitellään agenttiteoriaa ja resurssi-riippuvuusteoriaa, jotka antavat teoreettisen pohjan hallituspiirteiden tarkastelulle tässä tutkielmassa.

2.1 Hallituksen tehtävät

CG-kirjallisuudessa yrityksen hallitus on keskeinen toimija, jonka tehtävät ulottuvat strategisesta ohjauksesta johdon valvontaan ja neuvonantoon. Perinteisesti hallituksen roolia on tarkasteltu toimielimenä, jonka avulla omistajat pyrkivät valvomaan ylimmän johdon toimintaa sekä vähentämään osapuolten välistä intressiriitaa. Ajan myötä tutkimus on laajentunut tarkastelemaan hallitusta aktiivisena toimijana, joka voi vaikuttaa yrityksen strategiaan ja sitä kautta suorituskykyyn (Adams ja muut, 2010).

Adams ja muut (2010) esittävät, että hallituksen keskeisiä tehtäviä voidaan tarkastella toisiaan täydentävinä. Keskeisimpiä näistä tehtävistä ovat johdon valvonta, strateginen ohjaus sekä ylimmän johdon neuvonanto ja tukeminen. Valvontatehtävä nähdään perinteisesti yhtenä keskeisimmistä rooleista, johon liittyy johdon toiminnan seuraaminen ja arviointi. Hallituksen tehtäviin kuuluu toimitusjohtajan nimittäminen, erottaminen sekä palkitsemisen valvonta. Valvontaroolin tarkoituksena on varmistaa, että johto toimii omistajien edun mukaisesti.

Hallituksen valvontatehtävän ohella rooli yrityksen strategisessa ohjauksessa on saanut kasvavaa huomiota tutkimuskirjallisuudessa. Hallituksen tehtävänä on osallistua yrityksen pitkän aikavälin tavoitteiden määrittelyyn sekä keskeisten liiketoimintariskien tunnistamiseen ja arviointiin. Vaikka yritysjohto vastaa operatiivisesta toiminnasta, on

hallituksella rooli yrityksen suuntaan vaikuttavien päätösten käsittelyssä. Tämän kautta hallitus voi vaikuttaa yrityksen riskienhallintaan ja strategiaan, millä voi olla yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn (Adams ja muut, 2010).

Forbesin ja Millikenin (1999) tutkimuksessa hallitusta tarkastellaan strategisena päätöksentekoryhmänä. He korostavat, että hallituksen tehokkuus ei määräydy vain muodollisten vastuiden perusteella. Heidän mukaansa hallituksen kyky täyttää sille asetetut tehtävät riippuu myös sen sisäisestä toiminnasta, kuten vuorovaikutuksesta ja päätöksentekokyvystä. Hallitus ei ole vain joukko yksilöitä, vaan jäsenten välinen vuorovaikutus voi vaikuttaa päätöksentekoon. Forbes ja Milliken tarjoavat näkökulman, jossa hallituksen kokoonpanolla ja rakenteella on merkitystä siihen, kuinka hyvin hallitus kykenee toteuttamaan valvonta- ja ohjaustehtäviään.

Hallitustyöskentelyyn liittyy myös haasteita, joilla voi olla vaikutusta hallituksen kykyyn ohjata yrityksen toimintaa. Usein hallituksen jäsenet ovat riippuvaisia ylimmän johdon tuottamasta informaatiosta, mistä voi aiheutua tiedon epäsymmetriaa hallituksen ja johdon välillä. Ajankäyttö on hallitusjäsenillä rajallista, ja työskentely tapahtuu harvakseltaan pidettävissä kokouksissa. Näillä tekijöillä voi olla vaikutusta hallituksen kykyyn tuottaa tehokasta valvontaa ja strategista ohjausta (Adams ja muut, 2010; Forbes & Milliken, 1999).

Pohjoismainen CG-malli korostaa hallituksen roolia. Thomsen (2016) kuvaa artikkelissaan pohjoismaista mallia järjestelmänä, jossa hallituksella on vahva rooli omistajien ja johdon välissä. Hallitus toimii keskeisenä linkkinä johdon ja omistajien välillä sekä osallistuu yrityksen strategiseen kehittämiseen. Tämä perustuu osittain Pohjoismaiden institutionaaliseen omistusrakenteeseen ja ympäristöön, jossa merkittävät omistajat osallistuvat aktiivisesti yrityksen hallintoon. Pohjoismainen hallitusmalli ei keskity pelkästään muodolliseen valvontaan, vaan se osallistuu strategiseen keskusteluun ja päätöksentekoon.

Pohjoismaiset hallitustyöskentelyn piirteet heijastuvat alueellisissa ja kansallisissa hallinnointikoodeissa. Corporate Governance in the Nordic Countries (2022) -julkaisun mukaan hallitus vastaa yrityksen strategian hyväksynnästä, riskienhallinnan järjestämisestä sekä taloudellisen raportoinnin valvonnasta. Vaikka hallinnointikoodeilla on normatiivinen rooli, ne kuvaavat institutionaalista kehitystä, jossa hallitukset toimivat tutkimuskirjallisuudessa esitettyjen hallitustehtävien mukaisesti. Näin ollen hallinnointikoodit toimivat tukemassa hallituksen roolia aktiivisena toimijana yrityksen hallinnossa.

Edellä esitettyjen näkökulmien perusteella hallituksen rooli voidaan nähdä moniulotteisena, sillä se ulottuu valvonnasta strategiseen ohjaukseen ja päätöksentekoon. Kun hallitus toimii keskeisessä asemassa yrityksen valvonnassa ja strategiassa, sen kyky hoitaa näitä tehtäviä ei riipu ainoastaan muodollisista vastuista, vaan myös hallituksen kokoonpanoon liittyvistä tekijöistä (Zahra & Pearce, 1989). Hallituksen rakenteelliset piirteet vaikuttavat siihen, millaiset edellytykset hallituksella on valvontaan ja strategiseen ohjaukseen. Näin ollen nämä piirteet voivat vaikuttaa hallituksen toiminnan tehokkuuteen. Tämä luo teoreettisen pohjan tarkastella hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä Pohjoismaissa.

2.2 Corporate governance Suomessa

Suomalainen CG-järjestelmä on institutionaalinen kokonaisuus, joka perustuu osakeyhtiölakiin, arvopaperimarkkinalainsäädäntöön ja itsesääntelyyn (Thomsen, 2016; Nordic Securities Market Associations, 2022). Suomi sijoittuu järjestelmältään pohjoismaiseen CG-malliin, jossa hallituksen rooli nähdään keskeisenä yritystoiminnan kannalta. Thomsen (2016) kuvaa pohjoismaista mallia siten, että hallitus sijoittuu yrityksen johdon ja omistajien väliin sekä toimii niiden välisenä linkkinä. Hänen mukaansa tällaisessa mallissa hallituksen asemalla on merkitystä yrityksen strategisen ohjauksen kannalta.

Kansainvälinen CG-kirjallisuus tarkastelee hallinnointijärjestelmiä institutionaalisessa kontekstissa, jossa hallinnointimallit muotoutuvat kansallisten erityispiirteiden mukaan. Tutkimuskirjallisuuden mukaan hallinnointikäytännöt vaihtelevat merkittävästi maiden välillä, eikä yhdestä yleispätevästä hallinnointimallista vallitse yksimielisyyttä. Tämän tutkielman lähtökohtana on, että omistusrakenteet ja institutionaaliset tekijät vaikuttavat siihen, miten eri hallinnointijärjestelmät muotoutuvat eri maissa (Aguilera & Jackson, 2003). Näin ollen myös suomalaista CG-järjestelmää voidaan tarkastella osana institutionaalista viitekehystä, jossa kansallinen toimintaympäristö sekä omistusrakenteet vaikuttavat hallituksen rooliin yrityksessä.

Suomalaiselle CG-järjestelmälle on tyypillistä omistusrakenteiden keskittyneisyys. Keinosen (2021) empiirisestä tutkimuksesta ilmenee suurilla omistajilla olevan keskeinen asema suomalaisten pörssiyritysten omistusrakenteissa. Tutkimuksen mukaan suurin omistaja hallitsee tyypillisesti merkittävää osuutta yrityksen osakkeista. Pohjoismaiseen hallinnointimalliin liittyen Keinonen tuo esiin omistajien osallistuvan aktiivisesti yrityksen hallintaan. Tämä näkyy esimerkiksi tilanteissa, joissa omistajat nimittävät edustajiaan yhtiön hallitukseen tai toimivat hallituksen jäseninä itse. Tällainen omistajien osallistuminen kytkeytyy pohjoismaiseen CG-malliin, jossa yrityksen päätöksenteossa korostuu hallituksen ja yhtiökokouksen asema.

Keinosen (2021) tutkimuksen mukaan pohjoismaiseen CG-malliin sisältyy omistusrakenteiden keskittymiseen liittyviä riskejä. Suuret omistajat voivat joissain tilanteissa käyttää määräysvaltaansa tavalla, joka ei tue kaikkien osakkeenomistajien etua. Keinosen mukaan Suomelle tyypillinen valtion omistus voi joissakin tapauksissa vaikuttaa siten, että omistajat edistävät poliittisesti toivottuja tavoitteita pitkäaikaisen arvonluonnin sijaan. Tutkimuksen empiiriset tulokset osoittavat, että omistajarakenteen keskittyminen suomalaisessa kontekstissa on yhteydessä markkina-arvon heikompaan kehitykseen Tobinin Q:lla mitattuna. Tämä viittaa siihen, että keskittynyt omistajavalta ei välttämättä johda tehokkaampaan yrityksen hallintaan.

Suomessa Arvopaperimarkkinayhdistys ylläpitää hallinnointikoodia, joka määrittelee hyvän hallinnointitavan mukaisia suosituksia pörssiyrityksille. Hallinnointikoodi esittää, että hallituksen vastuulla on muun muassa yhtiön strategian hyväksyminen, riskienhallinnan järjestäminen sekä taloudellisesta raportoinnista ja sisäisestä valvonnasta huolehtiminen. Lisäksi hallituksen vastuisiin kuuluu ylimmän johdon nimittäminen, erottaminen ja valvonta. Nämä tehtävät asettavat hallituksen keskeiseen asemaan yhtiön ohjauksessa ja valvonnassa (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2025).

Hallinnointikoodi perustuu ”noudata tai selitä” -periaatteeseen, jonka mukaisesti yhtiöt noudattavat koodin suosituksia tai perustellusti poikkeavat niistä (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2025). Hallinnointikoodin suosituluonteisuudesta huolimatta se heijastaa suomalaisen CG-järjestelmän laajempaa kehittymistä. Esimerkiksi pohjoismaista hallinnointimallia esittelevä Corporate Governance in the nordic countries (2022) -julkaisu vahvistaa näkemystä siitä, että hallinnointikoodit täydentävät kansallista lainsäädäntöä ja selittävät hallituksen sekä yhtiökokouksen välistä vastuuta. Julkaisussa esitetään, että hallituksella on keskeinen vastuu yhtiön strategiasta, valvonnasta ja riskienhallinnasta (Nordic Securities Market Associations, 2022). Tämä vahvistaa ajatusta hallituksen aktiivisesta roolista yrityksen hallinnoinnissa.

Hallitus nähdään pohjoismaista hallinnointimallia koskevassa kirjallisuudessa toimijana, jonka kautta lainsäädäntö, itsesääntely sekä omistajien vaikutus korostuvat yhtiöiden päätöksenteossa. Thomsenin (2016) mukaan pohjoismaisessa mallissa hallituksen rooli nähdään omistajien ja johdon välisenä linkkinä. Vastaavasti Corporate Governance in the nordic countries (2022) -julkaisu korostaa hallituksen vastuuta yhtiön strategiasta, valvonnasta ja riskienhallinnasta. Keinosen (2021) empiiriset havainnot osoittavat, että aktiivinen omistajuus ja omistusrakenteiden keskittyneisyys ilmentyvät suomalaisissa listayhtiöissä hallituksen toiminnan kautta. Näihin lähteisiin perustuen voidaan todeta hallituksen muodostavan keskeisen päätöksentekuelimen suomalaisessa CG-järjestelmässä. Tässä hallinnointimallissa rakenteelliset piirteet voivat vaikuttaa siihen, miten hallitus kykenee hoitamaan sille asetetut tehtävät.

2.3 Corporate governance Pohjoismaissa

Tutkimuskirjallisuudessa pohjoismaista CG-järjestelmää tarkastellaan omana institutionaalisen mallinaan, jossa hallituksella on vahva rooli osakkeenomistajien ja ylimmän johdon välissä (Thomsen, 2016). Edellä esitettiin hallinnointimallien vaihtelevan maiden välillä institutionaalisen kontekstin mukaan (Aguilera & Jackson, 2003). Pohjoismaista hallinnointimallia voidaan näin ollen tarkastella omana kokonaisuutenaan maiden välisistä käytännön eroista huolimatta. Pohjoismaita yhdistää erityisesti ”noudata tai selitä” -periaate sekä hallituksen vahva asema yrityksen strategisessa ohjauksessa ja valvonnassa (Nordic Securities Market Associations, 2022).

Pohjoismaille tyypillistä CG-järjestelmää voidaan hahmottaa myös suhteessa anglosaksiseen järjestelmään, jota kirjallisuudessa kuvataan hajautuneen omistuksen ja markkinapohjaisen ohjauksen kautta (Aguilera & Jackson, 2003). Pohjoismaissa omistusrakenteet ovat anglosaksisiin maihin verrattuna keskittyneempiä, ja hallituksen rooli korostuu yrityksen ohjauksessa ja valvonnassa (Thomsen, 2016). Tämä ero heijastaa laajempia institutionaalisia tekijöitä, jotka muovaavat CG-järjestelmiä eri maissa (Aguilera & Jackson, 2003).

Pohjoismaissa hallituksen jäsenten riippumattomuus on keskeinen osa CG-järjestelmiä, mutta painotukset ja määrittelyt vaihtelevat maittain. Suomalainen hallinnointikoodi korostaa hallituksen enemmistön riippumattomuutta sekä yhtiöstä että isoista osakkeenomistajista. Tämä kuvastaa pyrkimystä vahvistaa hallituksen valvontaroolia tilanteissa, joissa omistusrakenne on keskittynyt pienelle osalle (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2025). Ruotsin hallinnointikoodissa painotetaan ensisijaisesti riippumattomuutta yhtiöstä ja ylimmästä johdosta, kun taas vain rajatun osan hallituksen jäsenistä edellytetään olevan riippumattomia yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista (Swedish Corporate Governance Board, 2024).

Toisaalta Norjan hallinnointikoodi korostaa riippumattomuutta erityisesti vähemmistöosakkeenomistajien suojan näkökulmasta. Se edellyttää hallituksen enemmistön riippumattomuutta johdosta sekä vähintään kahden jäsenen riippumattomuutta yhtiön pääomistajista tilanteissa, joissa omistajavalta on keskittynyt (Norwegian Corporate Governance Board, 2025). Tanskassa hallinnointikoodi puolestaan korostaa erityisesti hallituksen riippumattomuutta operatiivisesta johdosta ja merkittävistä liiketoimintasuhteista. Kuitenkin omistajasuhteiden vaikutusta arvioidaan tapauskohtaisesti kokonaisarvion perusteella (Danish Committee on Corporate Governance, 2020). Pohjoismaiden yhteisestä viitekehyksestä huolimatta nämä kansalliset erot osoittavat, että hallituspiirteet rakentuvat kunkin maan institutionaalisten ja omistusrakenteellisten lähtökohtien pohjalta.

Riippumattomuuden lisäksi sukupuolijakauma hallituksissa muodostaa yhden keskeisistä eroista Pohjoismaiden CG-järjestelmien välillä. Norjalainen hallinnointitapa eroaa muista Pohjoismaista sen sukupuolijakaumaa koskevan lakisääteisen sääntelyn takia. Norjassa kummankin sukupuolen edustuksen on oltava hallituksessa vähintään 40 prosenttia julkisesti noteeratuissa yhtiöissä (Public Limited Liability Companies Act (Norway), 1997, § 6–11a). Norjan hallinnointikoodi tukee sääntelyä sukupuolten tasapuolisesta edustuksesta osana hallituksen toimivuutta ja hyvää hallinnointitapaa (Norwegian Corporate Governance Board, 2025). Sukupuolikiintiö erottaa Norjan selvästi muista Pohjoismaiden hallinnointijärjestelmistä.

Poiketen Norjan lakisääteisestä sukupuolijakaumaa koskevasta sääntelystä muissa Pohjoismaissa naisten osuutta hallituksissa ohjataan itsesääntelyllä ja hallinnointikoodien suosituksilla. Suomalainen hallinnointikoodi antaa yksityiskohtaisen suosituksen sukupuolijakaumasta ja korostaa hallituksen monipuolisuutta osana hyvää suomalaista hallinnointitapaa. Hallinnointikoodin mukaan hallituksessa tulee olla edustettuna miehet ja naiset tasapuolisesti. Mikäli suosituksesta poiketaan, poikkeama tulee ilmoittaa ja perustella (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2025). Vastaavasti Ruotsin hallinnointikoodi edellyttää yhtiöiden pyrkivän sukupuolten tasapainoon hallituksessa,

mutta antaa tilaa nimitysvaliokunnille päättää lopullisesta toteutuksesta (Swedish Corporate Governance Board, 2024).

Tanskassa hallituksen sukupuolijakaumaa lähestytään riippumattomuus- ja pätevyyskriteerien kautta. Hallinnointikoodi suosittelee monipuolista hallituskokoonpanoa korostaen samalla tapauskohtaista harkintaa (Danish Committee on Corporate Governance, 2020). Näin ollen Norjaa lukuun ottamatta sukupuolijakaumaa koskeva sääntely perustuu pääasiassa hyvän hallinnointitavan suosituksiin.

Pohjoismaiden välisiä eroja hallituskokoonpanoissa selittävät myös nimitysvaliokuntakäytännöt, vaikka maat luokitellaan samaan pohjoismaiseen CG-malliin. Arranz-Aperden ja Strandin (2023) mukaan Ruotsissa nimitysvaliokuntien asema on vahva, ja ne toimivat osakkeenomistajien nimittäminä eliminä, jotka vastaavat hallituksen jäsenten valinnan valmistelusta. Ruotsin hallinnointikoodi korostaa samaa määrittelemällä nimitysvaliokunnan omistajien ohjaamaksi prosessiksi, joka on hallituksesta erillään (Swedish Corporate Governance Board, 2024).

Norjassa nimitysvaliokunnat ovat omistajapohjaisia Ruotsin tavoin. Keskeisin ero selittyy sillä, että Norjassa sääntely painottaa erityisesti nimitysvaliokuntien asemaa vähemmistöosakkeenomistajien suojassa tilanteissa, joissa omistajavalta on keskittynyt (Arranz-Aperte & Strand, 2023). Norjan hallinnointikoodi korostaa nimitysvaliokuntien riippumattomuuden merkitystä, jotta hallitus kykenee toimimaan kaikkien osakkeenomistajien etujen mukaisesti (Norwegian Corporate Governance Board, 2025).

Suomalainen hallinnointikoodi sallii hallituksen sisäisten sekä omistajapohjaisten nimitysvaliokuntien käytön. Tämän seurauksena yhtiöiden nimitysprosessit vaihtelevat ja muodostavat eräänlaisen hybridimallin (Arranz-Aperte & Strand, 2023; Arvopaperimarkkinayhdistys, 2025). Tanskassa nimitysvaliokunnat ovat tyypillisesti hallituksen sisäisiä, mikä erottaa Tanskan muiden Pohjoismaiden

nimitysvaliokuntamalleista ja korostaa hallituksen omaa roolia hallituksen jäsenten valinnan valmistelussa (Arranz-Aperte & Strand, 2023; Danish Committee on Corporate Governance, 2020). Nimitysvaliokuntien erot korostavat, että yhtenäisestä pohjoismaisesta hallinnointimallista huolimatta hallituksen kokoonpanoon vaikuttavat tekijät vaihtelevat maiden välillä.

Yhteenvedona voidaan todeta, että pohjoismainen CG-malli muodostaa kansallisesti vaihtelevan mutta institutionaalisesti yhtenevän kokonaisuuden. Pohjoismaissa korostuu hallituksen rooli yrityksen valvonnassa sekä strategisessa ohjauksessa. Itsesääntely on merkittävä osa hyvää pohjoismaista hallinnointitapaa. Maiden erilaiset omistusrakenteet ja hallinnointiperinteet näkyvät kansallisina eroina esimerkiksi sukupuolijakaumaa koskevilla suosituksilla, riippumattomuusvaatimuksilla sekä nimitysvaliokuntien roolissa. Näiden erojen voidaan katsoa vaikuttavan hallituksen kokoonpanon muotoutumiseen eri maissa. Tästä syntyy perusta tarkastella, miten yksittäiset hallituspiirteet ovat yhteydessä yrityksen suorituskykyyn Pohjoismaiden kontekstissa.

2.4 Agenttiteoria

Agenttiteoria on yksi keskeisimmistä teoreettisista viitekehyksistä ja sitä hyödynnetään, kun tarkastellaan johdon ja yrityksen omistajien välistä suhdetta. Teorian juuret voidaan jäljittää klassiseen taloustieteeseen. Adam Smith toi vuonna 1776 ilmestyneessä teoksessaan esiin johdon ja omistajien eriytymiseen liittyviä ongelmia kuvatessaan johtajien kannustimia toimia omistajien eduksi. Varsinainen agenttiteoria on muotoutunut Jensenin ja Mecklingin (1976) tutkimustyön myötä. Teorian lähtökohtana on, että omistajat delegeoivat päätöksentekovallan johdolle, minkä seurauksena voi syntyä intressiristiriitoja omistajien ja johdon välillä. Johto ei välttämättä toimi omistajien tavoitteiden mukaisesti, vaan pyrkii maksimoimaan omaa hyötyään, mikä muodostaa perustan päämies–agentti-ongelmalle.

Päämies–agentti-ongelma voi aiheuttaa taloudellisia kustannuksia yritykselle omistajien ja johdon välisen intressiristiriidan seurauksena. Jensen ja Meckling (1976) esittävät näiden kustannusten olevan agenttikustannuksia. Kustannuksia syntyy, kun omistajat pyrkivät valvomaan johdon toimintaa. Agenttikustannuksiin kuuluvat esimerkiksi valvontaan ja johdon kannustamiseen liittyvät kulut sekä jäännöskulut, joita voi syntyä johdon omistajista poikkeavan toiminnan seurauksena. Usein agenttikustannusten taustalla vaikuttaa omistajien ja johdon välinen tiedon epäsymmetria. Yrityksen johto osallistuu päivittäiseen liiketoimintaan ja hallitsee operatiivista tietoa, kun taas omistajilla ei ole täyttä tietoa johdon päivittäisestä toiminnasta. Tästä voi aiheutua moraalikadon riski, jossa johto tekee päätöksiä, jotka hyödyttävät sen omaa asemaa yrityksen menestyksen sijaan. Al-Faryan (2024) esittää tutkimuksessaan tiedon epäsymmetrian johtavan agenttiongelmien syntymiseen. Toisaalta näitä ongelmia voidaan torjua parantamalla valvontamekanismeja.

Päämies–agentti-ongelma on yksi syistä, miksi erilaisille hallintomekanismeille on tarve yrityksissä. Näillä voidaan rajoittaa agenttikustannuksia ja varmistaa, että johto toimii omistajien edun mukaisesti. Agenttiteorian näkökulmasta hallitus muodostaa keskeisen valvontarakenteen, ja sen tehtävänä on seurata johdon toimintaa sekä ohjata yritystä omistajien tavoitteiden mukaisesti.

Jensen ja Meckling (1976) tuovat esiin, että agenttiongelmia on yleinen ilmiö, joka esiintyy kaikissa organisaatioissa eri tasoilla. Heidän mukaansa agenttikustannuksia ei ole mahdollista poistaa kokonaan valvonnan avulla, mutta tehokkaalla valvonnalla on mahdollista vähentää johdon omistajien intresseistä poikkeavaa toimintaa. Agenttiteorian viitekehyksessä hallituksella on keskeinen rooli agenttikustannusten rajoittamisessa. Hallituksella on mahdollisuus seurata ja arvioida johdon toimintaa sekä tarvittaessa puuttua siihen. Al-Faryan (2024) korostaa hallituksen valvontaroolia tilanteissa, joissa tiedon epäsymmetriaa tai johdon moraalikatoa ilmenee. Yksi hallituksen rooleista on varmistaa, että yrityksen strategiset ja operatiiviset päätökset tukevat omistajien tavoitteita.

Vaikka hallitus toimii yhtenä agenttiteorian mukaisena valvontamekanismina, tämä ei kuitenkaan automaattisesti tarkoita tehokasta agenttiongelmien vastaamista. Hallituksen sisäisillä piirteillä on merkitystä sen toimivuuteen. Esimerkiksi Singh (2025) tuo esiin, kuinka erilaiset hallituspiirteet voivat vaikuttaa hallituksen kykyyn rajoittaa agenttiongelmia. Agenttiteoria tarjoaa perustan hallituksen ominaisuuksien tutkimiseen, kun tarkastellaan hallituksen yhteyttä yrityksen suorituskykyyn.

2.5 Resurssiriippuvuusteoria

Resurssiriippuvuusteoria on agenttiteorian ohella keskeinen teoreettinen viitekehys CG-tutkimuksessa. Sitä hyödynnetään, kun tarkastellaan yritysten suhdetta toimintaympäristöön. Resurssiriippuvuusteorian mukaan yritykset eivät toimi erillään muusta ympäristöstä, vaan ovat riippuvaisia ulkoisista resursseista. Tällaisia resursseja voivat olla esimerkiksi toimialakohtainen asiantuntemus, pääsy rahoitusmarkkinoille sekä yrityksen ulkopuoliset verkostot, joiden avulla organisaatio voi vahvistaa asemaansa toimintaympäristössä. Pfefferin ja Salancikin (1978) mukaan organisaatioilla on tarve hallita aktiivisesti ympäristöön liittyviä epävarmuuksia turvaamalla pääsy keskeisiin resursseihin. Tämä muodostaa resurssiriippuvuusteorian lähtökohdan.

Teorian näkökulmasta yrityksen menestys määräytyy sen kyvystä hyödyntää ja hankkia ympäristön tarjoamia resursseja. Hillman ja muut (2009) tarkastelevat tutkimuksessaan resurssiriippuvuusteoriaa kattavasti ja tuovat esiin, että hallitus voi toimia keskeisenä tekijänä organisaatioille vähentämään ympäristöstä johtuvia riippuvuuksia. Heidän mukaansa hallitus voi vahvistaa yrityksen yhteyksiä ulkoiseen toimintaympäristöön. Esimerkiksi hallituksen jäsenen aiemmat työtehtävät ovat voineet avata yhteyksiä keskeisiin sidosryhmiin, kuten rahoittajiin tai muihin yrityksiin. Tämä parantaa pääsyä resursseihin ja toimialaan kohdistuva epävarmuus pienenee (Hillman ja muut, 2009). Resurssiriippuvuusteoria tarjoaa näkökulman, jossa hallitusta voidaan tarkastella valvontamekanismin lisäksi myös strategisena resurssina yritykselle.

Hallituksella on mahdollisuus vaikuttaa yrityksen ulkoisiin suhteisiin. Hillman ja muut (2009) toteavat, että hallitus voi toimia resurssien välittäjänä tarjoamallaan osaamisella ja verkostoilla. Osaaminen voi liittyä esimerkiksi toimialakohtaiseen tietämykseen, kansainvälisten markkinoiden tuntemukseen tai strategiseen päätöksentekoon, jolloin se voi tukea yrityksen johtoa. Samalla he toteavat resurssiriippuvuusteorian tarvitsevan lisää ymmärrystä ja tutkimusta. Vastaavasti Zahra ja Pearce (1989) korostavat tutkimuksessaan, kuinka hallitus voi toimia strategisena tukena hyödyntämällä ulkopuolelta saatavaa tietoa. Tällä tarkoitetaan esimerkiksi tietoa markkinoista, kilpailutilanteesta tai sääntely-ympäristön muutoksista, jotka voivat vaikuttaa yrityksen strategiseen päätöksentekoon. Zahran ja Pearcen kritiikki kohdistuu siihen, että resurssiriippuvuusteorian vahvasta perustasta huolimatta sen käytännön vaikutuksia hallintorakenteiden kehittämiseen on tarkasteltu rajallisesti tutkimuskirjallisuudessa.

Resurssiriippuvuusteoriaan kohdistetusta kritiikistä huolimatta vertaisarvioidut tutkimukset osoittavat teorian säilyttäneen asemansa yhtenä käytettynä selityksenä hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välisen yhteyden tarkastelussa. Esimerkiksi Singh (2025) sekä Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020) hyödyntävät tutkimuksissaan resurssiriippuvuusteoriaa yhtenä selittävänä teoriana sille, miten erilaiset hallituksen kokoonpanoon liittyvät piirteet voivat olla yhteydessä yrityksen suorituskykyyn.

Tätä näkemystä tukee laajempi CG-tutkimus, jossa ulkoisten resurssien hankintaa ja toimintaympäristöstä johtuvan epävarmuuden hallintaa on tarkasteltu hallituksen roolin näkökulmasta (Hillman ja muut, 2009). Pucheta-Martínezin ja Gallego-Álvarezin (2020) tutkimuksessa hallituksen rooli strategisena resurssina korostuu. Vastaavasti Hernández-Atienzan ja muiden (2024) eurooppalaisessa kontekstissa toteutettu tutkimus osoittaa, että hallituksen monimuotoisuus voi toimia resurssina, joka vahvistaa yrityksen suorituskykyä. Monimuotoisuus voi tuoda hallitukseen erilaisia kokemuksia, näkökulmia ja verkostoja, mikä voi parantaa päätöksenteon laatua sekä lisätä kykyä tunnistaa uusia liiketoimintamahdollisuuksia.

Lisäksi Singh (2025) tuo esiin tutkimuksessaan, että hallituksen jäsenten tieto, verkostot sekä pätevyys voivat tarjota yritykselle tärkeitä ulkoisia resursseja. Näitä voivat olla hallituksen jäsenen vahva tausta rahoitussektorilla tai kansainvälisessä liiketoiminnassa, mikä voi auttaa esimerkiksi yhteyksissä sijoittajiin ja rahoittajiin tai laajentumisessa kansainvälisille markkinoille. Korkean profiilin hallituksen jäsenet voivat parantaa sijoittajien, yhteistyökumppaneiden ja asiakkaiden mielikuvaa yrityksestä (Singh, 2025). Näin ollen resurssi riippuvuusteoria tarjoaa perustellun ja ajankohtaisen teoreettisen lähtökohdan hallituspiirteiden tarkastelemiselle tässä tutkielmassa.

3 Yrityksen suorituskyvyn määrittäminen

Corporate governance -kirjallisuudessa yrityksen suorituskyky on yksi keskeisimmistä käsitteistä. Aiemmissä tutkimuksissa suorituskykyä on tarkasteltu markkinaperusteisten ja kirjanpito-perusteisten mittareiden avulla, sillä yksittäinen mittari ei välttämättä kykene kattavasti kuvaamaan yrityksen taloudellista suorituskykyä (Bhagat & Bolton, 2008). Tässä tutkielmassa yrityksen suorituskykyä mitataan Tobinin Q- ja ROA-mittareilla, jotka ovat vakiintuneita CG-tutkimuksessa. Käyttämällä kirjanpito-perusteista ROA-mittaria sekä markkinaperusteista Tobinin Q -mittaria mahdollistetaan suorituskyvyn tarkastelu kahdesta toisistaan eroavasta näkökulmasta.

3.1 Return on assets, ROA

Return on assets (ROA) eli kokonaispääoman tuotto-prosentti on kirjanpito-perusteinen kannattavuutta kuvaava suorituskykymittari, jota käytetään tunnuslukuna yritysten kannattavuutta vertailtaessa. Se vertaa voittoa ennen rahoitus- ja verokuluja yritystoimintaan sijoitettuun kokonaispääomaan (Leppiniemi & Kykkänen, 2023, s. 161–162). CG-tutkimuksessa ROA:ta hyödynnetään yrityksen operatiivisen suorituskyvyn mittarina, sillä se perustuu toteutuneisiin tilinpäätöstietoihin (Bhagat & Bolton, 2008).

$$\text{Kokonaispääoman tuotto-prosentti} = \frac{\text{Voitto} + \text{Rahoituskulut} + \text{Verot}}{\text{Kokonaispääoma}} \times 100 \%$$

Kuva 1. Kokonaispääoman tuotto-prosentin kaava (Leppiniemi & Kykkänen, 2023, s. 161–162).

ROA on vakiinnuttanut asemansa CG-tutkimuksessa kirjanpidollisena suorituskykymittarina. Esimerkiksi Bhatt ja Bhattacharya (2015), Agrawal ja Lakshmi (2020) sekä Kanakriyah (2021) hyödyntävät sitä tutkiessaan erilaisten hallituspiirteiden yhteyttä yrityksen suorituskykyyn. ROA soveltuu tähän tarkoitukseen erityisesti, koska se

määräytyy toteutuneen kirjanpidon mukaan eikä se suoraan heijasta markkinaodotuksia (Bhagat & Bolton, 2008).

Koska ROA kuvaa yrityksen sisäistä suoriutumista, se toimii suhteellisen vakaana kannattavuusmittarina markkinaodotuksista riippumatta (Bhagat & Bolton, 2008). Sen käyttöön liittyy kuitenkin rajoitteita. ROA perustuu tilinpäätöksessä raportoituihin lukuihin, joten siihen voivat vaikuttaa yritysten kirjanpitokäytännöt sekä jaksotus- ja arvostusperiaatteet, mikä voi heikentää yritysten välistä vertailtavuutta. Lisäksi mittariin liittyy tuloksenjärjestelyriski, sillä johto voi vaikuttaa raportoituihin lukuihin kirjanpidollisin keinoin. Krivogorsky (2006) tuo esiin, että kirjanpitoperusteiset suorituskykyymittarit ovat alttiita kirjanpidon eroavaisuuksille ja saattavat heijastaa raportointikäytäntöjä taloudellisen suorituskyvyn ohella. Lisäksi ROA kuvaa yrityksen mennyttä suorituskykyä, sillä se perustuu toteutuneeseen tilinpäätösinformaatioon. Näiden rajoitteiden vuoksi ROA ei yksinään tarjoa laajaa kuvaa yrityksen suorituskyvystä, minkä johdosta sen rinnalla on perusteltua käyttää markkinaperusteista Tobinin Q -tunnuslukua.

3.2 Tobinin Q

Tobinin Q -tunnusluvun teoreettinen perusta pohjautuu James Tobinin (1969) esittämään teoriaan, jossa rahoitusmarkkinoiden tapahtumat vaikuttavat kokonaiskysyntään omaisuuserien arvostusten kautta suhteessa niiden korvauskustannuksiin. Tobinin mukaan omaisuuserien markkina-arvon ja korvauskustannusten välinen suhde on keskeinen tekijä yritysten tekemissä investointipäätöksissä. Se kertoo uuden pääoman hankinnan kannattavuudesta (Tobin, 1969). Tobinin Q -tunnusluvun tarkoituksena on verrata koko yrityksen arvoa sen jälleenhankinta-arvoon (Ikäheimo ja muut, 2024, s. 120).

$$\text{Tobinin } q = \frac{\text{Osakkeiden markkina-arvo} + \text{Velkojen kirja-arvo}}{\text{Oman pääoman kirja-arvo} + \text{Velkojen kirja-arvo}}$$

Kuva 2. Tobinin Q kaava (Ikäheimo ja muut, 2024, s. 120).

Tobinin Q -tunnusluku on vakiintunut markkinaperusteinen suorituskykymittari CG-tutkimuksessa. Esimerkiksi Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020), Kalsie ja Shrivastav (2016) sekä García-Ramos ja muut (2017) ovat käyttäneet Tobinin Q -tunnuslukua tutkiessaan erilaisten hallituspiirteiden yhteyttä yrityksen suorituskykyyn. Tobinin Q sopii tähän tutkimukseen, koska se heijastaa sijoittajien arvioita yrityksen tulevasta kehityksestä, eikä perustu pelkästään tilinpäätöstietoihin.

Tobinin Q -tunnusluvun keskeinen vahvuus on sen markkinaperusteisuus. Se pystyy kuvaamaan markkinoiden määrittämää yrityksen suorituskykyä, joka eroaa kirjanpidollisista suorituskykymittareista. Tobinin Q sopii myös hyvin hallituspiirteitä tutkivaan tutkimukseen. Esimerkiksi Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020) ovat käyttäneet Tobinin Q -tunnuslukua pääsuorituskykymittarina tutkimuksessaan.

Myös Tobinin Q -tunnuslukuun liittyy rajoitteita, joita on syytä ottaa huomioon tutkimusta tehdessä. Esimerkiksi yrityksen arvostukseen vaikuttaa sijoittajien odotukset sekä taloudelliset suhdannevaihtelut. Tämän vuoksi Tobinin Q ei välttämättä heijasta yrityksen lyhyen ajan taloudellista tilannetta. Krivogorsky (2006) tuo tutkimuksessaan esiin, miten markkina-arvoon perustuvat suorituskykymittarit voivat esittää tulevaisuuden odotuksia, jotka eivät vielä näy tilinpäätösinformaatiossa. Tämän takia suorituskyvyn tulkinta erityisesti epävakaisissa markkinaoloissa on haastavaa. Rajoitteista huolimatta Tobinin Q tarjoaa relevanttia tietoa yrityksen suorituskyvystä markkinoiden näkökulmasta, minkä takia ROA:n ja Tobinin Q:n rinnakkainen käyttö tutkimuksessa on perusteltua.

4 Aikaisemmat tutkimukset ja hypoteesien johtaminen

Tässä luvussa käydään läpi hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välisestä yhteydestä tehtyä aikaisempaa tutkimusta sekä johdetaan tutkimushypoteesit. Alla olevissa kappaleissa tarkoituksena on johtaa hypoteesit aikaisemman tutkimuksen perusteella.

4.1 Hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys

Hallituksen rakenteellisten piirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä on tarkasteltu laajasti CG-kirjallisuudessa. Aikaisempi tutkimus on keskittynyt erityisesti hallituksen kokoon, sukupuolijakaumaan, jäsenten riippumattomuuteen ja toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooliin, joita pidetään keskeisimpinä rakenteellisina piirteinä tarkasteltaessa yrityksen suorituskykyä (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). Näiden piirteiden kautta hallituksella on kyky vaikuttaa strategiseen päätöksentekoon, valvontaan ja resurssien hyödyntämiseen.

Hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välinen suhde ei kuitenkaan ole universaali. 2020-luvun empiirisissä tutkimuksissa on havaittu, että samojen hallituspiirteiden yhteys yrityksen suorituskykyyn vaihtelee institutionaalisen kontekstin ja ajanjakson mukaan (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020; Omenihu & Nwafor, 2025).

Hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn yhteyden tarkastelu perustuu teoreettisesti agenttiteoriaan ja resurssiriippuvuusteoriaan. Agenttiteoria korostaa hallituksen valvontaroolia ja resurssiriippuvuusteoria painottaa hallituksen resurssien ja neuvonannon merkitystä. Tuore tutkimuskirjallisuus hyödyntää agentti- ja resurssiriippuvuusteoriaa rinnakkaisina tulkintakehyksinä erillisten selitysmallien sijaan (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020).

Empiirinen tutkimus tuottaa ristiriitaisia tuloksia hallituspiirteiden yhteydestä yrityksen suorituskykyyn. Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020) tarkastelivat 34 maan ja 10

314 havainnon aineistolla useita hallituspiirteitä, ja havaitsivat hallituksen koolla, riippumattomuudella ja naisjäsenten määrällä olevan positiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn. Yllättäen myös toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooli oli positiivisesti yhteydessä suorituskykyyn. Omenihu ja Nwafor (2025) puolestaan havaitsivat 41 maan otoksellaan, että hallituksen koon ja riippumattomuuden positiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn heikkenee maissa, joissa hallinnoinnin laatu on korkea. Yhdessä nämä tutkimukset osoittavat, että hallituspiirteiden vaikutus yrityksen suorituskykyyn ei ole yksiselitteinen, vaan riippuu sekä tutkimusasetelmasta että institutionaalisesta kontekstista.

Lisäksi Yu (2023) tarkasteli 314 empiiristä tutkimusta toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisroolista ja havaitsi tulosten ristiriitaisuuden selittyvän eroista suorituskykymittareissa, tutkimusasetelmissa sekä endogeenisuuden käsittelyssä. Tämä korostaa tarvetta testata vakiintuneita odotuksia uudella aineistolla ja erilaisissa institutionaalisissa ympäristöissä.

Suurin osa aikaisemmasta tutkimuksesta perustuu ennen vuotta 2020 kerättyihin aineistoihin (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). Viimeaikaisesta CG-kirjallisuudesta voidaan kuitenkin havaita, että hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys voi vaihdella toimintaympäristön muuttuessa. Esimerkiksi Zhang (2024) raportoi, että talouspoliittinen epävarmuus muuntaa hallinnointikäytäntöjen ja suorituskyvyn välistä yhteyttä Aasian kehittyvissä talouksissa. Tämä korostaa tarvetta testata vakiintuneita teoreettisia odotuksia koronan jälkeisellä ajalla.

Pohjoismaat muodostavat erityisen tutkimuskontekstin hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välisen yhteyden tutkimiselle. Omenihu ja Nwafor (2025) havaitsivat, että hallituksen koon ja riippumattomuuden positiivinen yhteys heikkenee maissa, joissa hallinnoinnin laatu on korkea. Pohjoismaiden vahva institutionaalinen ympäristö, kehittyneet hallinnointikäytännöt ja keskittynyt omistus voivat siten johtaa

kansainvälisistä tutkimuksista poikkeaviin tuloksiin. Aiemmassa tutkimuskirjallisuudessa Pohjoismaita käsitellään usein osana laajempia kansainvälisiä tai eurooppalaisia otoksia, kuten Pucheta-Martínezin ja Gallego-Álvarezin (2020) 34 maan tutkimuksessa, jolloin niiden institutionaalinen erityisyys jää helposti analyysin ulkopuolelle.

4.2 Hypoteesit

Tämän tutkimuksen hypoteesit rakentuvat neljän hallituksen rakenteellisen piirteen ympärille. Näitä piirteitä ovat hallituksen koko, hallituksen jäsenten riippumattomuus, toimitusjohtajan ja puheenjohtajan kaksoisrooli sekä hallituksen naisten osuus.

4.2.1 Hallituksen koko

Yksi keskeisimmistä hallinnointiin liittyvistä rakenteellisista piirteistä on hallituksen koko, sillä se voi vaikuttaa hallituksen kykyyn tuottaa sekä neuvonanto-, että valvontatehtäviään. CG-tutkimuksessa hallituksen kokoa on tarkasteltu tekijänä, joka voi vaikuttaa yrityksen suorituskykyyn hallituksen toiminnan kautta. Tässä tutkielmassa kontekstilla viitataan erityisesti institutionaaliseen toimintaympäristöön, kuten sääntelyyn, omistusrakenteisiin ja markkinarakenteeseen, jotka voivat vaikuttaa hallituksen toimintaan ja sen tehokkuuteen.

Empiiriset tutkimukset osoittavat kuitenkin ristiriitaisia tuloksia hallituksen koon ja yrityksen suorituskyvyn välisestä yhteydestä. Esimerkiksi Prashar ja Gupta (2021) raportoivat kansainvälisessä meta-analyysissään hallituksen koon olevan keskimäärin positiivisesti yhteydessä suorituskykyyn. Samansuuntaisia havaintoja esittävät monikansalliseen aineistoon pohjautuvat paneelitutkimukset, joissa hallituksen koon ja suorituskyvyn välinen yhteys on positiivinen useissa maissa (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020; Omenihu & Nwafor, 2025). Toisaalta suppeampiin alueisiin keskittyvät tutkimukset havainnoivat myös vastakkaisia tuloksia. Eurooppalaisia ja yhdysvaltalaisia yrityksiä tarkasteleva tutkimus osoittaa hallituksen koon vaikutuksen

olevan negatiivinen suhteessa ROA:han, kun huomioidaan yrityksen koko ja toiminnan monimutkaisuus (Augusto ja muut, 2020).

Aikaisempi tutkimus ei kuitenkaan onnistu yksiselitteisesti vastaamaan siihen, miten hallituksen koon yhteys yrityksen suorituskykyyn käytännössä näkyy. Tutkimuskirjallisuus osoittaa hallituksen koon ja yrityksen suorituskyvyn välisen yhteyden vaihtelevan tutkimusten välillä molempiin suuntiin (Ahrens ja muut, 2025; Prashar & Gupta, 2021). Tutkimukset raportoivat sekä positiivisia että negatiivisia vaikutuksia, eikä osa tutkimuksista löydä tilastollisesti merkitsevää yhteyttä.

Tulosten ristiriitaisuutta selitetään kirjallisuudessa erityisesti kontekstisidonnaisuudella, jolla viitataan tutkimusasetelmaan, institutionaaliseen toimintaympäristöön sekä käytettyihin suorituskykymittareihin. Esimerkiksi markkinaperusteinen suorituskykymittari Tobinin Q ja kirjanpitoperusteinen ROA voivat heijastaa hallituksen toiminnan vaikutuksia eri tavalla (Ahrens ja muut, 2025). Lisäksi kansalliset erot omistusrakenteissa ja hallitusjärjestelmissä voivat muokata hallituksen roolia neuvonanto- ja valvontatehtävissä, mikä osaltaan voi selittää tutkimustulosten eroja (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020), jonka eurooppalaiseen aineistoon sisältyvät myös Pohjoismaat osana tarkasteltua maajoukkoa. Näin ollen hallituksen koon vaikutuksia yrityksen suorituskykyyn ei voida tutkia irrallaan toimintaympäristön kontekstista.

Resurssi riippuvuusteorian näkökulmasta suuremmalla hallituksella voi olla kyky parantaa yrityksen suorituskykyä laajentuneen verkosto- ja osaamis pohjan kautta, mikä voi vahvistaa strategista päätöksentekokykyä (Pfeffer & Salancik, 1978). Agenttiteorian näkökulmasta suurempi hallituksen koko voi heikentää tehokasta valvontaa ja lisätä koordinoinnin haasteita ja näin ollen hidastaa päätöksentekokykyä, mikä voi johtaa agenttikustannusten kasvuun ja suorituskyvyn heikkenemiseen (Jensen & Meckling, 1976). Empiirinen tutkimus tukee tätä kaksijakoisuutta. Meta-analyysi (346 tutkimusta, 110 maata) osoittaa, että hallituksen koon ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys

vaihtelee eri tutkimuksissa, ja tutkimus tulkitsee tämän viittaavan vaikutusten kontekstisidonnaisuuteen (Ahrens ja muut, 2025).

Kehittyneillä markkinoilla tehty 2020-luvun tutkimus tukee näkemystä kontekstisidonnaisuudesta hallituksen koon ja yrityksen suorituskyvyn välisessä yhteydessä. Yhdysvaltalaisia ja eurooppalaisia yrityksiä tarkasteleva tutkimus osoittaa, että yhteys ei ole universaali, vaan heijastaa eroja markkinarakenteissa ja toimintaympäristöissä (Augusto ja muut, 2020). Tutkimuksen empiiriset tulokset viittaavat siihen, että hallituksen kyky vastata yrityksen toiminnan monimutkaisuuteen suhteessa hallituksen koosta aiheutuviin valvonta- ja koordinointihaasteisiin on keskeinen tekijä vaikutusten suunnan kannalta.

Kehittyviin markkinoihin keskittyvä tutkimus korostaa kontekstin merkitystä hallituksen koon vaikutuksia tarkasteltaessa. Etiopialaisia mikrofinanssilaitoksia koskeva tutkimus osoittaa, että hallituksen koon ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys on positiivinen (Adem & Dsouza, 2024). Tutkimus tulkitsee havaintoa resurssiriippuvuus- ja agenttiteorian avulla, joiden mukaan suurempi hallitus voi tehostaa valvontaa sekä lisätä verkostoja ja resursseja. Koska tutkimus on tehty kehittyvässä taloudessa, tulos viittaa siihen, että hallituksen koon vaikutuksia tulisi tutkia suhteessa toimintaympäristön institutionaalisiin piirteisiin.

Edellä esitetty tutkimus osoittaa hallituksen koon ja yrityksen suorituskyvyn välisen yhteyden olevan empiirisesti ristiriitainen mutta samalla teoreettisesti perusteltu. Vaikutusten suuntaan näyttävät vaikuttavan hallituksen sisäinen toimintakyky sekä institutionaalinen toimintaympäristö, mikä on keskeistä pohjoismaisessa kontekstissa, jossa keskittynyt omistus, vahvat institutionaaliset rakenteet ja nimitysvaliokunnat voivat muokata hallituksen koon vaikutuksia. Näin ollen tutkimuskirjallisuus ei anna yksiselitteistä vastausta vaikutuksen suunnasta, mutta viittaa yhteyden olemassaoloon.

Pohjoismaisessa kontekstissa keskittynyt omistusrakenne ja aktiivinen omistajuus voivat korostaa hallituksen valvontaroolia, mikä voi lisätä hallituksen koon merkitystä yrityksen suorituskyvyn kannalta. Samaan aikaan vahva institutionaalinen ympäristö ja vakiintuneet hallinnointikäytännöt voivat rajoittaa hallituksen koon negatiivisia vaikutuksia, kuten koordinointi- ja päätöksentekohaasteita. Näin ollen hallituksen koon vaikutus yrityksen suorituskykyyn voidaan tarkastella toimintaympäristön kautta.

Edellä esitetyn perusteella muodostetaan tutkimushypoteesi:

H1: Hallituksen koko on yhteydessä yrityksen suorituskykyyn.

Nollahypoteesina on, että hallituksen koolla ei ole yhteyttä yrityksen suorituskykyyn. Hypoteesia H1 tutkitaan lineaarisella regressiomallilla. Taloudellista suorituskykyä mitataan Tobinin Q ja ROA tunnusluvuilla.

4.2.2 Hallituksen jäsenten riippumattomuus

Hallituksen jäsenten riippumattomuus nähdään yhtenä keskeisimmistä hallituspiirteistä CG-kirjallisuudessa. Riippumattomat jäsenet ovat jäseniä, joilla ei ole merkittäviä yhteyksiä, kuten ammatillisia, taloudellisia tai henkilökohtaisia sidoksia yrityksen omistajiin tai johtoon. Tämän oletetaan tuovan puolueettoman suhtautumisen yrityksen johdon toimintaan sekä vähentävän päätöksentekoon vaikuttavia eturistiriitoja (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Hallituksen riippumattomuudella on täten katsottu olevan yhteys hallituksen neuvonanto- ja valvontakykyyn, mikä voi vaikuttaa yrityksen suorituskykyyn.

Agenttiteorian näkökulmasta hallituksen riippumattomuuden katsotaan olevan keskeinen tekijä johdon ja omistajien välisten eturistiriitojen hillitsemisessä. Kun johto ja omistus eriytyvät, voi syntyä tilanne, jossa johto toimii omien intressien mukaan välittämättä omistajista. Riippumattomien jäsenten oletetaan parantavan hallituksen kykyä toteuttaa valvontatehtävää. Tämä voi lisätä johdon tilivelvollisuutta ja siten

vähentää syntyviä agenttikustannuksia (Jensen & Meckling, 1976). Tämän teorian perusteella voidaan odottaa suuremman riippumattomien hallitusjäsenten osuuden heijastuvan myönteisesti yrityksen suorituskykyyn.

Resurssiriippuvuusteorian näkökulmasta hallituksen strateginen päätöksentekokyky ja yhteydet toimintaympäristöön voivat lisääntyä, kun riippumattomat jäsenet tuovat ulkopuolista osaamista, kokemusta ja verkostoja mukanaan (Pfeffer & Salancik, 1978). Riippumattomien hallitusjäsenten rooli ei ainoastaan ole valvoa johtoa, vaan myös osallistua strategiseen keskusteluun ja tuoda ajatuksia organisaation kehittämisestä. Tällöin hallituksen riippumattomuudella voi olla yhteys yrityksen suorituskykyyn resurssien tuoman lisäarvon kautta.

Aikaisempi tutkimus pääosin tukee riippumattomuuden positiivista vaikutusta yrityksen suorituskykyyn. Pucheta-Martínezin ja Gallego-Álvarezin (2020) kansainväliseen aineistoon perustuva tutkimus havaitsee riippumattomuudella olevan yhteys parempaan suorituskykyyn useissa institutionaalisissa ympäristöissä. Uribe-Bohorquezin ja muiden (2018) kansainväliseen aineistoon (2185 yritystä) perustuva tutkimus osoittaa riippumattomuuden olevan positiivisesti yhteydessä yrityksen tehokkuuteen, mutta vaikutuksen voimakkuus vaihtelee institutionaalisen kontekstin mukaan.

Toisaalta Crocin ja muiden (2024) yhdysvaltalaiseen aineistoon perustuva tutkimus osoittaa, että hallituksen riippumattomuus ei näy kaikissa tilanteissa positiivisena. Tutkimuksen tulosten mukaan negatiivinen markkinareaktio voi voimistua kriisitilanteissa hallituksen riippumattomuuden ollessa vahvempi. Tämä viittaa siihen, että valvontapainotteinen hallitusrakenne ei välttämättä tue yrityksen resilienssiä häiriötilanteissa. Näin ollen hallituksen riippumattomuuden vaikutus yrityksen suorituskykyyn voi olla kontekstisidonnainen.

Lisäksi tutkimuskirjallisuus tunnistaa hallituksen jäsenten riippumattomuuden vaikutusten rajoitteita. Riippumattomuuden vaikutus voi vaihdella institutionaalisen kontekstin, kuten sääntely- ja omistusrakenteiden mukaan (Uribe-Bohorquez ja muut, 2018). Näin ollen suhde riippumattomuuden ja suorituskyvyn välillä ei ole yksiselitteinen, vaikka teoreettinen viitekehys ja empiirinen näyttö viittaavat pääosin positiiviseen yhteyteen.

Yhteenvedona voidaan todeta, että resurssiriippuvuusteoria korostaa riippumattomien jäsenten tuomaa osaamista ja verkostoja, kun taas agenttiteoria painottaa riippumattomuuden tuomaa kykyä vähentää agenttikustannuksia ja parantaa valvontaa. Aikaisemmissa tutkimuksissa havaitaan pääosin positiivinen yhteys, mutta vaikutusten suunta vaihtelee institutionaalisen kontekstin mukaan. Pohjoismaisessa kontekstissa, jossa keskittynyt omistus ja nimitysvaliokuntakäytännöt ohjaavat hallituksen kokoonpanoa, riippumattomuuden vaikutus voi näyttäytyä eri tavalla kuin kansainvälisissä otoksissa.

Tässä kontekstissa keskittynyt omistusrakenne voi korostaa riippumattomien hallitusjäsenten roolia erityisesti vähemmistöosakkeenomistajien suojassa, mikä voi vahvistaa heidän merkitystään hallituksen valvontatehtävässä. Samaan aikaan riippumattomat jäsenet voivat tuoda hallitukseen ulkopuolista osaamista ja verkostoja, mikä voi tukea yrityksen strategista päätöksentekoa. Näin ollen riippumattomuuden vaikutusta yrityksen suorituskykyyn voidaan tarkastella sekä valvonnan että resurssien näkökulmasta.

Aiempaan tutkimukseen perustuen esitetään tutkimushypoteesi:

H2: Hallituksen riippumattomien jäsenten määrällä on positiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn.

Nollahypoteesina on, että hallituksen riippumattomien jäsenten määrällä ei ole yhteyttä yrityksen suorituskykyyn. Hypoteesia H2 tutkitaan lineaarisella regressiomallilla. Taloudellista suorituskykyä mitataan Tobinin Q ja ROA tunnusluvuilla.

4.2.3 Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooli

Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooli on yksi keskeisimmistä hallituksen rakenteellisista piirteistä yrityksen suorituskykyä tarkasteltaessa. Agenttiteorian näkökulmasta kaksoisrooli heikentää hallituksen valvontakykyä, koska päätöksenteon valmistelu ja valvonta keskittyvät samalla henkilölle (Fama & Jensen, 1983). Kun toimitusjohtaja toimii samalla hallituksen puheenjohtajana, voi hallituksen kyky arvioida johdon toimintaa heikentyä. Tämä voi lisätä opportunistisen käyttäytymisen riskiä ja agenttikustannuksia.

Aikaisempi tutkimus yrityksen suorituskyvyn ja kaksoisroolin välisestä yhteydestä on ristiriitaista. Yun (2023) systemaattinen kirjallisuuskatsaus osoittaa tutkimustulosten vaihtelevan riippuen käytetyistä tutkimusasetelmista ja suorituskykymittareista. Osa tutkimuksista havaitsee positiivisen yhteyden, osa negatiivisen ja osa ei tilastollisesti merkitsevää vaikutusta. Tämän perusteella kaksoisroolin yhteys yrityksen suorituskykyyn ei ole universaali, vaan kontekstisidonnainen.

Agenttiteorian näkemystä tukee myös kehittyvässä taloudessa toteutettu tutkimus pakistanilaisella aineistolla (Ali ja muut, 2022), jossa kaksoisroolin havaitaan olevan negatiivisesti yhteydessä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimuksen mukaan kaksoisrooli voi heikentää hallituksen valvonnan tehokkuutta ja siten heijastua heikompaan suorituskykyyn. Tutkimuksen tulos on linjassa agenttiteorian kanssa. Vallan keskittyminen ylimpään johtoon voi lisätä agenttikustannuksia erityisesti ympäristöissä, joissa institutionaalinen valvonta on heikompa.

Toisaalta aikaisempi tutkimus osoittaa, ettei kaksoisroolin ja suorituskyvyn välinen yhteys ole yksiselitteinen. Esimerkiksi Mubeenen ja muiden (2021) kiinalaiseen aineistoon perustuva tutkimus havaitsee kaksoisroolin olevan keskimäärin negatiivisesti

yhteydessä suorituskyykyyn, mutta yhteyteen vaikuttavat myös yrityksen koko ja yhteiskuntavastuukäytännöt. Suurissa yrityksissä kaksoisroolin vaikutus voi joissain olosuhteissa näyttäytyä positiivisena, kun pienissä yrityksissä yhteys on negatiivinen. Tämä viittaa siihen, että organisaation hallinnollinen kapasiteetti ja resurssit voivat vähentää riskiä vallan keskittymisen haittavaikutuksista.

Tämän lisäksi tuore tutkimus osoittaa, ettei kaksoisrooli vaikuta universaalisti positiivisella tai negatiivisella tavalla, vaan sen merkitys vaihtelee esimerkiksi kriisitilanteissa yhdysvaltalaisessa aineistossa (Crocini ja muut, 2024). Tämä vahvistaa ajatusta siitä, että kaksoisroolin vaikutus on sidoksissa toimintaympäristöön ja hallinnollisiin olosuhteisiin. Resurssiriippuvuusteorian näkökulmasta kaksoisrooli voi tietyissä tilanteissa parantaa päätöksenteon tehokkuutta ja nopeuttaa strategista reagointia, koska johtamisrakenne pysyy selkeänä ja päätösvalta on keskittynyt. Pucheta-Martínezin ja Gallego-Álvarezin (2020) kansainväliseen aineistoon perustuva tutkimus osoittaa, että hallinnollisten rakenteiden vaikutus yrityksen suorituskyykyyn vaihtelee institutionaalisen kontekstin mukaan, eikä johdon rakenteen ja suorituskyykyyn välinen suhde ole mekaaninen.

Vaikka osa kaksoisroolia koskevasta tutkimuksesta viittaa mahdolliseen positiiviseen yhteyteen, agenttiteorian näkökulma korostuu erityisesti tilanteissa, joissa hallituksen valvontatehtävä on keskeinen ja institutionaalinen toimintaympäristö ei automaattisesti rajoita johdon toimivaltaa. Koska vallan keskittyminen voi heikentää johdon riippumatonta valvontaa, kaksoisroolin ja yrityksen suorituskyykyyn välisen yhteyden voidaan odottaa olevan keskimäärin negatiivinen.

Pohjoismaisessa kontekstissa vahva institutionaalinen ympäristö ja vakiintuneet hallinnointikäytännöt, kuten toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolien eriyttäminen, voivat osaltaan rajoittaa kaksoisroolin esiintymistä ja sen vaikutuksia. Tästä huolimatta kaksoisroolin mahdollinen vaikutus yrityksen suorituskyykyyn ei poistu, vaan sen merkitys saattaa korostua yksittäisissä yrityksissä, joissa valvontarakenteet eroavat

vakiintuneista käytännöistä. Näin ollen kaksoisroolin vaikutusta voidaan tarkastella erityisesti valvontamekanismin näkökulmasta, jossa vallan keskittyminen voi heikentää johdon valvontaa ja siten heijastua yrityksen suorituskykyyn.

Edellä esitettyjen havaintojen perusteella muodostetaan tutkimushypoteesi:

H3: Hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan kaksoisroolilla on negatiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn.

Nollahypoteesina on, että hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan kaksoisroolilla ei ole yhteyttä yrityksen suorituskykyyn. Hypoteesia H3 tutkitaan lineaarisella regressiomallilla. Taloudellista suorituskykyä mitataan Tobinin Q ja ROA tunnusluvuilla.

4.2.4 Hallituksen naisten osuus

Hallituksen sukupuolijakaumaa ja naisten osuutta hallituksessa on käsitelty yhtenä 2000-luvun keskeisimmistä CG-tutkimuksen teemoista. Aiemmassa tutkimuksessa naisten osuutta hallituksessa on tarkasteltu sekä strategisen päätöksenteon että valvonnan tehokkuuden näkökulmasta. Hallituksen kokoonpanolla on vaikutusta hallituksen sisällä käytävään keskustelukulttuuriin sekä siihen, miten päätöksiä tehdään. Näiden tekijöiden kautta hallituksen naisten osuudella voi olla yhteys yrityksen suorituskykyyn.

Agenttiteorian näkökulmasta hallituksen naisten osuuden katsotaan vahvistavan hallituksen valvontatehtävää. Johdon ja omistuksen eriytyessä voi syntyä riski, jossa johto alkaa toimia omien etujen mukaisesti omistajien sijasta (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Hallituksella on rooli vähentää tätä riskiä. Adamsin ja Ferreiran (2009) yhdysvaltalaiseen aineistoon perustuva tutkimus osoittaa, että sukupuolten monimuotoisuus lisää hallituksen aktiivisuutta ja valvontaa. Tästä voidaan päätellä, että suurempi naisten osuus hallituksessa voi vahvistaa johdon tilivelvollisuutta ja pienentää agenttikustannuksia. Tämä voi ilmetä esimerkiksi aktiivisempänä osallistumisena hallituksen kokouksiin ja johdon toiminnan tarkempana seurantana. Samassa

tutkimuksessa havaitaan kuitenkin, että sukupuolten monimuotoisuuden keskimääräinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn voi olla negatiivinen tietyissä yrityksissä. Tämä viittaa siihen, että valvonnan tehostuminen ei kaikissa tilanteissa johda parempaan suorituskykyyn.

Myös resurssiriippuvuusteoria tarjoaa selityksen hallituksen sukupuolijakauman ja yrityksen suorituskyvyn väliselle yhteydelle. Pfefferin ja Salancikin (1978) mukaan hallitus tuo osaamista, verkostoja ja kokemusta organisaatioille, mikä auttaa hallitsemaan ulkoiseen toimintaympäristöön liittyviä epävarmuuksia. Sukupuolten monimuotoisuus voi laajentaa hallituksen tietopohjaa ja näkökulmia. Deoren ja muiden (2025) tutkimus osoittaa sukupuolisesti monimuotoisten hallitusten olevan yhteydessä monipuolisempaan innovointiin ja uudenlaisten ratkaisujen kehittämiseen. Tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että hallituksen sukupuolijakauma voi vaikuttaa yrityksen pitkän aikavälin arvonmuodostukseen strategisten valintojen kautta.

Empiirinen tutkimus osoittaa yhteyden riippuvan kontekstista. Gong ja Girma (2021) Ison-Britannian aineistoon perustuvassa tutkimuksessaan esittävät, että hallituksen naisten osuuden vaikutus suorituskykyyn vaihtelee institutionaalisen toimintaympäristön mukaan. García-Mecan ja Santana-Martínin (2023) espanjalaisia perheyriksiä koskevassa tutkimuksessa havaitaan, että vaikutukseen vaikuttavat hallituksen rakenne ja yrityksen omistusrakenne. Joecksin ja muiden (2013) saksalaiseen aineistoon perustuva tutkimus esittää, että vaikutus voi olla epälineaarinen. Esimerkiksi hyvin alhainen naisten osuus voi olla heikosti yhteydessä suorituskykyyn, mutta osuuden kasvaessa yhteys voi muuttua positiiviseksi.

Yhteenvetona voidaan todeta, että hallituksen naisten osuuden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välinen suhde on teoreettisesti perusteltu, mutta empiirisesti ristiriitainen. Agenttiteoria korostaa valvonnan tehostumista, kun taas resurssiriippuvuusteoria painottaa verkostojen ja osaamisen merkitystä. Aikaisempi tutkimus osoittaa, ettei vaikutuksen suunta ole sama kaikissa toimintaympäristöissä, mutta viittaa yhteyden

olemassaoloon. Näin ollen hallituksen naisten osuuden ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys voi syntyä sekä tehostuneen valvonnan että monipuolisemman strategisen osaamisen kautta.

Pohjoismaisessa kontekstissa sukupuolijakaumaan kohdistuvaa kehitystä on ohjattu sekä sääntelyn että hallinnointikoodien kautta, mikä erottaa alueen monista muista markkinoista. Esimerkiksi Norjassa lakisääteinen sukupuolikiintiö sekä muissa Pohjoismaissa suosituksiin perustuva ohjaus ovat lisänneet naisten osuutta hallituksissa. Tämä voi vaikuttaa hallitusten kokoonpanoon ja sitä kautta niiden toimintaan. Näin ollen hallituksen naisten osuuden vaikutusta yrityksen suorituskykyyn voidaan tarkastella pohjoismaisessa kontekstissa hallituksen monimuotoisuuden näkökulmasta.

Tämän pohjalta hypoteesi muotoutuu seuraavasti:

H4: Hallituksen naisten osuus on yhteydessä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.

Nollahypoteesina on, että hallituksen naisten osuudella ei ole yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Hypoteesia H4 tutkitaan lineaarisella regressiomallilla. Taloudellista suorituskykyä mitataan Tobinin Q- ja ROA-tunnusluvuilla.

5 Tutkimusmenetelmät ja aineisto

Tässä luvussa esitellään tutkielman aineisto, tutkimusmenetelmä sekä analyysissä käytettävät muuttujat. Luvun alussa kuvataan aineiston muodostuminen, rajaukset ja keskeiset ominaisuudet. Tämän jälkeen tarkastellaan tutkimusmenetelmää ja perustellaan sen soveltuvuus tutkielman tavoitteisiin. Lopuksi määritetään analyysissä käytettävät muuttujat ja kuvataan niiden mittaaminen.

5.1 Tutkielman aineisto

Tämän tutkielman aineisto koostuu pohjoismaisista listayhtiöistä, jotka on listattu Suomen, Ruotsin, Norjan tai Tanskan pörssissä. Aineisto haettiin London Stock Exchange Groupin tietokannoista, erityisesti painottuen Worldscope- ja Datastream-tietokantoihin, jotka sisältävät hallitusrakennetta kuvaavia muuttujia sekä yritysten taloudellisia tietoja.

Tutkielman aineisto kattaa ajanjakson 2022–2024. Aineisto on luonteeltaan epätasapainoinen paneeliaineisto, jossa pohjoismaisia pörssiyrityksiä tarkastellaan kolmena peräkkäisenä vuotena. Tarkastelujakso on rajattu koronaviruspandemian jälkeiseen ajanjaksoon, jotta markkinaolosuhteisiin vaikuttaneen pandemian vaikutukset olisivat mahdollisimman vähäiset.

Lopullinen aineisto sisältää 404 pohjoismaista yritystä, joista saatiin 1201 havaintoa. Aineistosta on karsittu yritykset, joista ei ole ollut saatavilla kaikkia keskeisiä hallituspiirteitä kuvaavia muuttujia tai taloudellisia tunnuslukuja tarkastelujaksolta. Lisäksi yksittäisiä havaintoja jäi pois puutteellisten tietojen vuoksi eri vuosina, mikä osaltaan selittää aineiston epätasapainoisuutta.

Aineiston maakohtainen jakauma on esitetty taulukossa 1.

Taulukko 1. Aineiston jakauma maittain

Maa	Yrityksiä	Osuus %
Suomi	64	15,8
Ruotsi	232	57,4
Norja	61	15,1
Tanska	47	11,7
Yhteensä	404	100,0

Aineistosta on rajattu pois rahoitus- ja vakuutusalan yritykset SIC-toimialaluokituksen mukaan, koska niitä koskee erilainen sääntely ja tilinpäätöskäytännöt. Aineistoon sisällytettiin vain ne yritykset, joista oli saatavilla riittävät tiedot keskeisistä muuttujista tarkastelujakson aikana.

Tutkielman aineisto koostuu tarkasteltavien yhtiöiden hallituspiirteitä kuvaavista muuttujista sekä taloudellista suorituskykyä mittaavista tunnusluvusta. Yrityksen suorituskykyä mitataan markkinaperusteisella Tobinin Q tunnusluvulla sekä kirjanpito-perusteisella kokonaispääoman tuotto prosentilla (ROA). Tämä mahdollistaa tarkastelun kahdella toisistaan poikkeavalla mittarilla.

Hallituspiirteitä kuvaavat selittävät muuttujat ovat hallituksen koko, riippumattomien jäsenten osuus, hallituksen naisten osuus sekä toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisroolia kuvaava muuttuja. Lisäksi analyysissä hyödynnetään kontrollimuuttujia, joita tässä tutkielmassa ovat yrityksen koko, velkaantuneisuus, toimiala, maa- ja vuosimuuttujat sekä kasvu ja tappio. Taulukossa 2 esitetään tutkielmassa käytetyt muuttujat ja niiden määritelmät.

Taulukko 2. Muuttujien lyhenteet ja kuvaukset

Muuttuja	Kuvaus
Selittävät muuttujat	
I_SIZE	Hallituksen jäsenten kokonaismäärä.
I_INDEP	Riippumattomien jäsenten osuus hallituksen jäsenmäärästä.
I_CEODUAL	Dummy-muuttuja (1 = sama henkilö, 0 = eri henkilö), joka kuvaa toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisroolia.
I_BGD	Naisten osuus hallituksen jäsenmäärästä.
Selittävät muuttujat	
ROA_W	Yrityksen kannattavuus (ROA), tilikauden tulos suhteessa kokonaisvaroihin.
TOBINQ_W	Tobinin Q, yrityksen markkina-arvon ja velkojen kirjanpitoarvon suhde kokonaisvaroihin.
Kontrollimuuttujat	
SIZE_W	Yrityksen koko (taseen loppusumman logaritmi).
LEVERAGE_W	Velkaantuneisuus, velat jaettuna varoilla.
GROWTH_W	Liikevaihdon kasvu edellisestä vuodesta.
LOSS	Tappiollinen yritys (1 = tilikauden tulos verojen jälkeen negatiivinen, 0 = positiivinen).
YEAR	Vuosidummyt (2022–2024, vertailuluokkana vuosi 2022).
COUNTRY	Maadummyt (Suomi, Ruotsi, Norja ja Tanska, vertailuluokkana Suomi).
INDUSTRY	Toimialadummyt (INDU_1 – INDU_5 vertailuluokkana INDU_3).

5.2 Tutkimusmenetelmä

Tässä tutkielmassa on tarkoituksena tarkastella hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä lineaarisen regressioanalyysin avulla. Regressioanalyysi on yksi kvantitatiivisen tutkimuksen menetelmistä. Sen avulla voidaan analysoida yhden tai useamman selittävän muuttujan yhteyttä selitettävään muuttujaan. Menetelmä on valittu tähän tutkielmaan, koska se tukee tavoitetta arvioida useiden samanaikaisten tekijöiden yhteyttä yrityksen suorituskykyyn (Field, 2024, s. 412–416).

Yksi keskeisimmistä regressioanalyysin eduista on, että yksittäisen selittävän muuttujan yhteyttä voidaan tarkastella muiden mukana olevien muuttujien vaikutuksen pysyessä vakioituna. Tällä tavoin voidaan muodostaa käsitys jokaisen muuttujan itsenäisestä yhteydestä selitettävään muuttujaan (Heikkilä, 2014, s. 222). Selittävät muuttujat

jakaantuvat jatkuviin ja kategorisiin muuttujiin. Kategorisilla muuttujilla kuvataan luokkia tai ryhmiä, kun taas jatkuvat muuttujat kuvaavat numeerisia muuttujia, jotka voivat saada useita eri arvoja. Kategoriset muuttujat muunnetaan analyysiä varten dummy-muuttujiksi.

Tutkielman analyysi perustuu paneeliaineistoon, jossa samoja pörssiyrityksiä tarkastellaan usean vuoden ajalta. Paneeliaineisto mahdollistaa sekä yritysten välisten erojen että ajallisen vaihtelun huomioimisen analyysissä, vaikka havaintojen määrä vaihtelee yritysten välillä. Yrityksen suorituskykyä mitataan kokonaispääomantuotto prosentilla (ROA_W) sekä Tobinin Q-tunnusluvulla (TOBINQ_W). Regressiomalli määritetään erikseen molemmille suorituskykymittareille. Lisäksi analyysissä tarkastellaan kolmea mallia, joissa kontrollimuuttujia lisätään asteittain. Analyysi toteutettiin SPSS-ohjelmistolla. Analyysissä ei käytetty klusteroituja keskivirheitä, mikä voi paneeliaineistossa johtaa keskivirheiden aliarviointiin. Tämän vuoksi tilastollisen merkitsevyyden tulkinnassa on syytä noudattaa varovaisuutta.

Usean selittävän muuttujan lineaarinen regressiomalli (1) voidaan esittää yleisessä muodossa seuraavasti (Heikkilä, 2014, s. 235):

$$(1) Y = A + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_i X_i + \varepsilon, \text{ missä}$$

Y = selitettävä muuttuja

A = vakiotermi

$\beta_1 - \beta_i$ = regressiokertoimet

$X_1 - X_i$ = selittävät muuttujat

ε = virhetermi

Tässä tutkielmassa käytettävä laajin regressiomalli (tulososion mallit 3 ja 6) voidaan esittää seuraavasti:

$$(2) \text{ Performance}_{it} = \beta_0 + \beta_1 I_SIZE_{it} + \beta_2 I_INDEP_{it} + \beta_3 I_CEODUAL_{it} + \beta_4 I_BGD_{it} \\ + \beta_5 SIZE_W_{it} + \beta_6 LEVERAGE_W_{it} + \beta_7 INDUSTRY_{it} + \beta_8 COUNTRY_{it} + \beta_9 YEAR_{it} \\ + \beta_{10} GROWTH_W_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

Tässä tutkimusasetelmassa on tunnistettu, että hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välillä voi olla kaksisuuntainen yhteys. Hallituspiirteet voivat vaikuttaa yrityksen suorituskykyyn, mutta myös yrityksen suorituskyvyllä voi olla vaikutusta hallituspiirteisiin. Endogeenisuusongelma on yleinen hallitustutkimuksessa (Wintoki ja muut, 2012), eikä sitä voida ratkaista tämän tutkielman puitteissa.

5.2.1 Selitettävät muuttujat

Yrityksen taloudellisen suorituskyvyn mittaamiseen käytetään tässä tutkielmassa kahta erilaista mittaria, Tobinin Q (TOBINQ_W) ja kokonaispääoman tuottoaste (ROA_W) tunnuslukuja. Näiden mittareiden avulla suorituskykyä voidaan tarkastella sekä markkinaperusteisesta että kirjanpitooperusteisesta näkökulmasta.

Tobinin Q (TOBINQ_W) tunnuslukua käytetään laajasti CG-tutkimuksessa suorituskyvyn mittarina, ja se heijastaa markkinan odotuksia yrityksen tulevasta arvonmuodostuksesta (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020; Bhagat & Bolton, 2008). Tässä tutkielmassa TOBINQ_W määritetään jakamalla yrityksen markkina-arvon ja velkojen kirja-arvon summa yrityksen kokonaisvaroilla. Kokonaisvarat vastaavat oman pääoman ja velkojen kirjanpitoarvojen summaa. Laskenta perustuu LSEG Datastream- ja Worldscope-tietokannoista saataviin muuttujiin.

ROA (Return on Assets) kuvaa yrityksen operatiivista kannattavuutta suhteessa sen kokonaisvaroihin. Tässä tutkielmassa ROA_W haetaan suoraan Worldscope -tietokannasta valmiina tunnuslukuna. CG-tutkimuksessa ROA:ta käytetään täydentävänä mittarina markkinaperusteisten suorituskykymittareiden kanssa (esim. Bhagat & Bolton, 2008). Tässä tutkielmassa suorituskykymittarit on winsoroitu 2 % ja 98 % tasolla ääriarvojen vaikutuksen vähentämiseksi.

5.2.2 Selittävät muuttujat

Tutkielman selittävät muuttujat kuvaavat hallituksen rakenteellisia piirteitä, joita on tarkasteltu laajasti CG-tutkimuksessa. Näitä ovat hallituksen koko (I_SIZE), hallituksen riippumattomuus (I_INDEP), toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooli (I_CEODUAL) sekä naisten osuus hallituksessa (I_BGD). Muuttujien rajaaminen näihin neljään perustuu aiempaan tutkimukseen, erityisesti Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020), sekä laajempaan governance-kirjallisuuteen (Bhagat & Bolton, 2008).

Hallituksen kokoa kuvaava muuttuja I_SIZE mittaa hallituksen jäsenten kokonaislukumäärää, kun taas I_INDEP kuvaa riippumattomien jäsenten suhteellista osuutta hallituksen jäsenmäärästä. CEO duality -muuttuja (I_CEODUAL) on dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, mikäli sama henkilö toimii sekä toimitusjohtajana että hallituksen puheenjohtajana, ja arvon 0 muulloin. Naisten osuutta hallituksessa kuvaava muuttuja I_BGD mittaa naisjäsenten suhteellista osuutta hallituksen kokonaisjäsenmäärästä.

5.2.3 Kontrollimuuttujat

Regressioanalyysiin sisällytetään kontrollimuuttujia, joiden avulla pyritään huomioimaan muita yrityksen suorituskykyyn vaikuttavia tekijöitä. Kontrollimuuttujien valinta pohjautuu aiempaan CG-tutkimukseen, erityisesti Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez (2020), mutta muuttujat on valittu tämän tutkielman aineiston ja tutkimusasetelman perusteella.

Toimialavaikutuksia kontrolloidaan SIC-toimialaluokitukseen perustuvilla toimialadummy-muuttujilla (INDUSTRY), ja lisäksi analyysissä huomioidaan maakohtaiset vaikutukset maadummy-muuttujilla (COUNTRY). Ajallisia vaikutuksia kontrolloidaan vuosidummy-muuttujilla (YEAR), jotka kuvaavat tutkimusjakson vuosia

2022–2024. Näiden muuttujien avulla pyritään huomioimaan yritysten toimintaympäristöön liittyviä rakenteellisia eroja.

Toimialamuuttuja on jaettu viiteen luokkaan yritysten SIC-toimialaluokituksen perusteella: INDU_1 (energia ja raaka-aineet), INDU_2 (rakentaminen ja infrastruktuuri), INDU_3 (teollisuus ja valmistus), INDU_4 (terveys ja bioteknologia) sekä INDU_5 (teknologia, palvelut ja media).

Yrityksen kokoa kuvaava muuttuja SIZE_W mitataan luonnollisella logaritmillä taseen loppusummasta, kun taas velkaantuneisuutta kuvaava muuttuja LEVERAGE_W mittaa velkojen suhdetta kokonaisvaroihin. Lisäksi yrityksen kasvua kuvataan muuttujalla GROWTH_W, joka mittaa liikevaihdon muutosta edellisestä vuodesta, ja tappiollisuutta kuvaa dummy-muuttuja LOSS, joka saa arvon 1, mikäli yrityksen tilikauden tulos verojen jälkeen on negatiivinen, ja arvon 0 muulloin.

Yrityksen kokoa, velkaantuneisuutta ja kasvua kuvaavat muuttujat (SIZE_W, LEVERAGE_W ja GROWTH_W) on winsoroitu 2 % ja 98 % tasolla ääriarvojen vaikutuksen vähentämiseksi. Dummy-muuttujissa yksi luokka toimii vertailutasona (baseline), johon muita luokkia verrataan. Tässä tutkielmassa vertailuluokkina toimivat vuosi 2022, toimialaluokka INDU_3 sekä Suomi.

6 Tutkielman tulokset

Tässä luvussa esitetään tutkielman empiiriset tulokset. Aluksi tarkastellaan aineiston kuvailevia tilastoja, minkä jälkeen siirrytään analysoimaan muuttujien välisiä riippuvuuksia korrelaatioanalyysin avulla. Tämän jälkeen esitellään regressioanalyysin tulokset. Lopuksi analysoidaan tulokset, ja arvioidaan tutkielman rajoitteita ja puutteita.

6.1 Tilastolliset tunnusluvut

Taulukko 3 esittelee tutkielmassa käytettyjen muuttujien kuvailevat tilastolliset tunnusluvut. Taulukossa on esitetty keskiarvo, mediaani, keskihajonta, kvartiilit sekä minimi ja maksimi arvot, joiden avulla kuvataan aineiston keskeisiä piirteitä.

Taulukko 3. Kuvailevat tilastot

Muuttuja	Ka	Med.	Keskihaj.	25%	75%	Min.	Max.
ROA_W	0,464	4,96	18,916	0,395	9,61	-76,33	27,54
TOBINCQ_W	1,782	1,136	1,841	0,805	1,91	0,39	10,19
I_BGD	34,994	33,33	12,107	28,57	42,86	0,00	66,67
I_INDEP	68,513	66,67	22,878	53,85	85,71	0,00	100,00
I_SIZE	7,37	7,00	2,285	6,00	9,00	2,00	16,00
I_CEODUAL	0,02	0,00	0,146	0,00	0,00	0,00	1,00
LEVERAGE_W	0,253	0,244	0,17	0,121	0,355	0,00	0,71
SIZE_W	13,18	13,239	2,023	11,709	14,768	8,89	16,94
GROWTH_W	0,103	0,05	0,32	-0,374	0,178	-0,54	1,50
LOSS	0,270	0,00	0,443	0,00	1,00	0,00	1,00

ROA_W muuttujan keskiarvo on 0,464 ja mediaani 4,96. Näiden välinen ero selittyy jakauman voimakkaalla vasemmalle vinoumalla (skewness = -2,385). Min. ja max. arvoista nähtävä muuttujan laaja vaihteluväli (-76,33–27,54) sekä korkea keskihajonta (18,916) osoittavat suurta hajontaa yritysten kannattavuudessa. Aineistossa on joukko yrityksiä, joiden voimakkaasti negatiivinen ROA_W vetää keskiarvoa alaspäin mediaanista. Vastaavasti TOBINCQ_W muuttujan jakauma on oikealle vino (skewness = 2,873), mikä heijastaa muutaman korkean markkina-arvon vaikutusta keskiarvoon (1,782) suhteessa mediaaniin (1,136). Winsorointi 2 % ja 98 % tasoilla vähentää ääriarvojen vaikutusta mutta ei poista jakauman vinoumaa kokonaan.

Hallitusmuuttujista riippumattomien jäsenten osuutta kuvaava I_INDEP muuttujan keskiarvo on 68,513, mikä antaa kuvan suhteellisen korkeasta hallituksen riippumattomuudesta tutkimuksen yrityksissä. Hallituksen naisten osuutta kuvaavan muuttujan I_BGD keskiarvo on 34,994 ja mediaani 33,33, mikä viittaa suhteellisen tasapainoiseen jakaumaan. Muuttujan vaihteluväli (0–66,67) osoittaa aineiston sisältävän sekä miesvaltaisia, että selvästi monimuotoisempia hallituksia, vaikka suurin osa havainnoista sijoittuu noin 30–40 prosentin välille. Hallituksen koko I_SIZE vaihtelee kahden ja kuudentoista jäsenen välillä keskiarvon ollessa 7,37. Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisroolia kuvaavan muuttujan I_CEODUAL keskiarvo on 0,02, mikä osoittaa kaksoisroolin olevan harvinaisen aineistossa.

Kontrollimuuttujista SIZE_W muuttujan keskiarvo on 13,18 ja mediaani 13,239 ovat lähellä toisiaan, mikä osoittaa suhteellisen tasapainoiseen jakaumaan. Muuttujan vaihteluväli (8,89–16,94) kertoo aineiston sisältävän suurta vaihtelua yrityksen koossa. LEVERAGE_W muuttujan keskiarvo on 0,2353, mikä osoittaa velkarahoituksen muodostavan keskimäärin noin neljänneksen yritysten rahoitusrakenteesta. Kasvua kuvaavan GROWTH_W muuttujan keskiarvo on 0,103, mutta vaihteluväli (-0,54–1,5) viittaa aineiston sisältävän sekä negatiivista, että positiivista kasvua. Tämä kertoo merkittävästä vaihtelusta yritysten kasvussa. Tappiollisuutta kuvaavan LOSS muuttujan keskiarvo on 0,27, mikä tarkoittaa noin neljänneksen aineiston yrityksistä tekevän tarkastelujaksolla tappiota.

6.2 Korrelaatioanalyysi

Muuttujien välisiä lineaarisia riippuvuuksia tarkastellaan Pearsonin korrelaatiokertoimen avulla, joka kuvaa kahden muuttujan välisen yhteyden suuntaa ja voimakkuutta. Tilastollisen merkitsevyyden arvioimiseen käytetään p-arvoa. Tässä tutkielmassa käytetään merkitsevyytasoja 5 %, 1 % ja 0,1 %, joiden merkinnässä käytetään tähtiä (*, **, ***). Korrelaatioanalyysin avulla muodostetaan yleiskuva muuttujien välisistä yhteyksistä sekä arvioidaan multikollineaarisuutta ennen regressioanalyysiä. Korrelaatio

kuvaa muuttujien välistä lineaarista yhteyttä eikä syy-seuraussuhteita (Heikkilä, 2014, s. 90–91; 184–186).

Taulukko 4. Korrelaatiomatriisi

Muuttuja	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1)ROA_W	1									
(2)TOBINC_W	0,074*	1								
(3)I_BGD	0,175***	-0,005	1							
(4)I_INDEP	-0,136***	0,027	0,025	1						
(5)I_SIZE	0,204***	-0,048	0,136***	-0,322***	1					
(6)I_CEODUAL	-0,031	-0,042	-0,074*	0,018	-0,122***	1				
(7)LEVERAGE_W	0,046	-0,234***	0,118***	-0,015	0,013	0,023	1			
(8)SIZE_W	0,457***	-0,265***	0,290***	-0,177***	0,623***	-0,096***	0,227***	1		
(9)GROWTH_W	0,042	0,140***	-0,007	0,039	-0,029	-0,001	-0,018	-0,018	1	
(10)LOSS	-0,674***	-0,058*	-0,194***	0,122***	-0,254***	0,052	-0,052	-0,426***	-0,062*	1

Taulukossa 4 esitetään tutkielmassa käytettyjen muuttujien väliset Pearsonin korrelaatiokertoimet. Korrelaatiomatriisin avulla muodostetaan yleiskuva muuttujien välisistä yhteyksistä ja arvioidaan mahdollista multikollineaarisuutta.

Selittävien muuttujien ROA_W ja TOBINC_W välillä ilmenee positiivinen mutta heikko korrelaatio ($r=0,074$, $p < 0,05$), mikä viittaa siihen, että kannattavuuden ja markkina-arvon välillä on rajallinen lineaarinen yhteys. Havainto tukee oletusta siitä, että mittarit kuvaavat yrityksen suorituskykyä osittain eri näkökulmista.

Selittävien muuttujien osalta hallituksen sukupuolijakaumaa kuvaava I_BGD on positiivisesti yhteydessä ROA_W ($r = 0,175$, $p < 0,001$), kun taas yhteys TOBINC_W ei ole tilastollisesti merkitsevä. Tämä viittaa siihen, että käytetty mittari vaikuttaa hallituksen monimuotoisuuden ja suorituskyvyn väliseen yhteyteen. Hallituksen riippumattomuutta kuvaava I_INDEP on negatiivisesti yhteydessä ROA_W ($r = -0,136$, $p < 0,001$). Hallituksen kokoa kuvaavan I_SIZE muuttujan ja ROA_W välillä on positiivinen korrelaatio ($r = 0,204$, $p < 0,001$). Toimitusjohtajan ja puheenjohtajan kaksoisroolia kuvaavan I_CEODUAL ja suorituskykymittareiden välillä ei havaita merkitsevää korrelaatiota.

Kontrollimuuttujista velkaantuneisuudella LEVERAGE_W ($r = 0,046$) ei havaita merkitsevää korrelaatiota ROA_W mittariin mutta TOBINQ_W ($r = -0,234$, $p < 0,001$) mittarin kanssa havaitaan merkitsevää negatiivista korrelaatiota. SIZE_W korreloi ROA_W kanssa positiivisesti ($r = 0,457$, $p < 0,001$) ja TOBINQ_W kanssa negatiivisesti ($r = -0,265$, $p < 0,001$), mikä viittaa siihen, että yrityksen koko on eri tavalla yhteydessä kirjanpito- ja markkinaperusteisiin suorituskykymittareihin. Kasvua kuvaavan GROWTH_W korreloi positiivisesti ja merkitsevästi ($r = 0,140$, $p < 0,001$) TOBINQ_W kanssa. ROA_W kanssa ei ole merkitsevää yhteyttä. Tappiollisuutta kuvaava LOSS on voimakkaasti yhteydessä ROA_W ($r = -0,674$, $p < 0,001$), mikä on odotusten mukaista.

Selittävien muuttujien keskinäiset korrelaatiot ovat pääosin maltillisia. Korkein havaittu korrelaatio löytyy yrityksen koon SIZE_W ja hallituksen koon I_SIZE välillä ($r = 0,623$, $p < 0,001$). Yksikään korrelaatiokerroin ei ylitä yleisesti käytettyä 0,80 raja-arvoa, joten aineistossa ei ole viitteitä vakavasta multikollineaarisuudesta.

Kokonaisuutena korrelaatioanalyysi osoittaa muuttujien väliset yhteydet ovat pääosin heikkoja ja osin ristiriitaisia eri suorituskykymittareiden välillä. Tämä korostaa jatkoanalyysin tarvetta muuttujien samanaikaisten vaikutusten tarkastelussa.

6.3 Regressioanalyysi

Tässä kappaleessa esitellään lineaarisen regressioanalyysin tulokset. Tutkielmassa estimoidaan yhteensä kuusi regressiomallia, joista kolmessa selitettävänä muuttujana toimii kokonaispääoman tuottoa kuvaava ROA tunnusluku (ROA_W) ja kolmessa yrityksen markkina-arvoa kuvaava Tobinin Q tunnusluku (TOBINQ_W). Kaikissa malleissa selittävinä muuttujina ovat neljä erilaista hallituspiirrettä (I_BGD, I_INDEP, I_SIZE ja I_CEODUAL) sekä kontrollimuuttujat LEVERAGE_W ja SIZE_W. Malleissa (2), (3), (5) ja (6) on huomioitu toimiala-, vuosi ja maakohtaiset kiinteät vaikutukset. Malleissa (3) ja (6) on lisäksi mukana kontrollimuuttujat LOSS ja GROWTH_W. Havaintojen lukumäärä on kaikissa malleissa sama ($n = 1201$). Tulokset on esitelty taulukossa 5.

Regressioanalyysien yhteydessä tarkistettiin myös selittävien muuttujien VIF-arvot (variance inflation factor), jotka vaihtelivat välillä 1,029–2,429 laajimmissa malleissa. Tämä on selvästi alle yleisesti käytetyn raja-arvon 5,0, joten aineistossa ei ole viitteitä haitallisesta multikollineaarisuudesta, ja regressiokertoimet voidaan tulkita luotettavasti.

ROA:ta selittävässä malleissa (1–3) mallien selitysaste kasvaa mallien laajentuessa. Ensimmäisessä mallissa selitysaste (R^2) on 0,236, mikä tarkoittaa, että malli selittää 23,6 % ROA:n vaihtelusta. Korjattu selitysaste (korjattu R^2) on 0,232. Malli 1 on tilastollisesti merkitsevä ($F = 61,380$; $p < 0,001$). Toiseen malliin on lisätty toimiala-, vuosi- ja maakohtaiset kiinteät vaikutukset ja selitysaste kasvaa arvoon 0,251 korjatun selitysasteen ollessa 0,242. Malli 2 on tilastollisesti merkitsevä ($F = 26,536$; $p < 0,001$). Kolmannessa mallissa, johon on lisätty muuttujat LOSS ja GROWTH_W, selitysaste kasvaa arvoon 0,513 ja korjattu selitysaste arvoon 0,506. Malli 3 on tilastollisesti merkitsevä ($F = 73,344$; $p < 0,001$).

Taulukko 5. Regressioanalyysi

	ROA (1)	ROA (2)	ROA (3)	TOBINQ (4)	TOBINQ (5)	TOBINQ (6)
Vakiotermi	-52,115*** (-13,781)	-44,249*** (-9,943)	-10,533** (-2,744)	5,022*** (12,772)	4,587*** (10,004)	5,596*** (11,711)
I_BGD	0,079 (1,893)	0,086* (2,009)	0,007 (0,206)	0,014** (3,275)	0,015*** (3,330)	0,013** (2,906)
I_INDEP	-0,081*** (-3,636)	-0,096*** (-4,082)	-0,060** (-3,121)	0,001 (0,426)	0,002 (0,829)	0,003 (1,050)
I_SIZE	-1,480*** (-5,217)	-1,466*** (-5,033)	-1,180*** (-5,014)	0,132*** (4,461)	0,109*** (3,620)	0,120*** (4,093)
I_CEODUAL	1,120 (0,337)	1,285 (0,388)	1,575 (0,589)	-0,590 (-1,709)	-0,592 (-1,735)	-0,583 (-1,752)
LEVERAGE_W	-9,494** (-3,235)	-11,343*** (-3,763)	-6,787** (-2,781)	-1,779*** (-5,831)	-1,628*** (-5,242)	-1,455*** (-4,788)
SIZE_W	5,207*** (16,013)	5,021*** (14,467)	2,640*** (8,930)	-0,327*** (-9,673)	-0,295*** (-8,243)	-0,372*** (-10,108)
GROWTH_W			0,918 (0,724)			0,698*** (4,424)
LOSS			-24,469*** (-25,097)			-0,760*** (-6,261)
INDUSTRY FE	NO	YES	YES	NO	YES	YES
YEAR FE	NO	YES	YES	NO	YES	YES
COUNTRY FE	NO	YES	YES	NO	YES	YES
N	1201	1201	1201	1201	1201	1201
R ²	0,236	0,251	0,513	0,128	0,161	0,204
Korjattu R ²	0,232	0,242	0,506	0,124	0,151	0,192
F	61,380***	26,536***	73,344***	29,183***	15,190***	17,791***

* p < 0,05, ** p < 0,01, *** p < 0,001

Vertailuryhmät: Industry = INDU_3, Country = FI ja Year = 2022

Ensimmäisen, toisen ja kolmannen mallin perusteella I_INDEP saa negatiivisen ja tilastollisesti merkitsevän kertoimen kaikissa malleissa. Myös I_SIZE on negatiivinen ja tilastollisesti merkitsevä kaikissa malleissa. Muuttuja I_BGD ei ole tilastollisesti merkitsevä ensimmäisessä eikä kolmannessa mallissa mutta saavuttaa merkitsevyyden toisessa mallissa. Muuttuja I_CEODUAL ei ole tilastollisesti merkitsevä yhdessäkään ROA mittaavassa mallissa. Kontrollimuuttujista LEVERAGE_W on negatiivinen ja tilastollisesti merkitsevä, kun taas SIZE_W on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä. Kolmannessa mallissa LOSS on negatiivinen ja tilastollisesti merkitsevä, kun taas GROWTH_W ei ole tilastollisesti merkitsevä.

Tobinin Q:ta selittävässä malleissa (4–6) selitysaste kasvaa mallien laajentuessa. Neljännessä mallissa selitysaste (R^2) on 0,128 ja korjattu selitysaste (korjattu R^2) on 0,124. Malli 4 on tilastollisesti merkitsevä ($F = 29,183$; $p < 0,001$). Viidennessä mallissa, jossa on huomioitu toimiala-, vuosi- ja maakohtaiset vaikutukset, selitysaste kasvaa arvoon 0,161 ja korjattu selitysaste arvoon 0,151. Malli 5 on tilastollisesti merkitsevä ($F = 15,190$; $p < 0,001$). Kuudennessa mallissa, johon on lisätty muuttujat LOSS ja GROWTH_W, selitysaste kasvaa edelleen arvoon 0,204 ja korjattu selitysaste arvoon 0,192. Malli 6 on tilastollisesti merkitsevä ($F = 17,791$; $p < 0,001$).

Tobinin Q -mallien tuloksista havaitaan, että selittävästä muuttujista sekä I_SIZE, että I_BGD ovat positiivisia ja tilastollisesti merkitseviä kaikissa malleissa. Kontrollimuuttujista SIZE_W ja LEVERAGE_W on negatiivisia ja tilastollisesti merkitseviä jokaisessa mallissa. Muuttujilla I_INDEP ja I_CEODUAL eivät ole tilastollisesti merkitseviä yhdessäkään Tobinin Q -mallissa.

Kuudennessa mallissa kontrollimuuttujista LOSS on negatiivinen ja tilastollisesti merkitsevä, kun taas GROWTH_W on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä.

6.4 Tulosten analysointi

Regressioanalyysin tuloksista voidaan havaita, että hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys vaihtelee käytetyn suorituskykymittarin mukaan. ROA-malleissa selitysaste kasvaa mallien laajentuessa selitysasteen ollessa laajimmassa mallissa 51,3 % (korjattu $R^2 = 0,506$), kun taas Tobinin Q-malleissa selitysaste kyllä kasvaa samalla tavalla mallin laajuuden mukaan mutta korkeimman selitysasteen jäävän vain 20,4 % (korjattu $R^2 = 0,192$). Mallin selitysaste kasvaa lisättäessä toimiala- vuosi- ja maakohtaiset dummy muuttujat mukaan, mikä viittaa siihen, että nämä selittävät osan suorituskyvyn vaihtelusta. F-testit ovat kaikissa malleissa tilastollisesti merkitseviä ($p < 0,001$), minkä perusteella mallit soveltuvat muuttujien välisten yhteyksien tutkimiseen.

Hallituksen kokoa (I_SIZE) ja hallituksen naisten osuutta (I_BGD) kuvaavien muuttujien tulokset ovat suorituskykymittarista vaihtelevia. I_SIZE on negatiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi yhteydessä ROA:han kaikissa malleissa ($P < 0,001$), mutta positiivisesti sekä tilastollisesti merkitsevästi yhteydessä Tobinin Q suorituskykymittariin ($p < 0,001$). I_BGD yhteys ROA mittariin on heikko ja epä johdonmukainen. Vain mallissa (2) löydetään tilastollinen merkitsevyys mutta ei muissa malleissa. I_BGD on positiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi yhteydessä Tobinin Q mittariin kaikissa malleissa ($p < 0,01-0,001$).

I_SIZE ja I_BGD muuttujien kaksijakoisuus on tulkittavissa agenttiteorian ja resurssiriippuvuusteorian erilaisten näkemysten kautta. Agenttiteoria painottaa hallituksen valvonta- ja koordinoititehtäviä. Hallituksen koon kasvaessa päätöksentekokustannukset oletettavasti lisääntyvät ja voivat vaikuttaa kannattavuuteen (Jensen & Meckling, 1976). Puolestaan resurssiriippuvuusteoria painottaa hallituksen jäsenten osaamisen, verkostojen ja strategisten resurssien roolia, mikä voi näkyä pitkän aikavälin markkina-arvostuksessa (Pfeffer & Salancik, 1978). Tästä näkökulmasta sekä hallituksen koko, että monimuotoisuus voi tuoda lisää resursseja ja monipuolistaa strategista osaamista. Pohjoismaisessa kontekstissa vahva omistajaohjaus ja nimitysvaliokuntakäytännöt korostavat hallituksen roolia strategisena resurssina yritykselle (Thomsen, 2016). Tuloksien havaitaan olevan linjassa aiempien tutkimusten havainnon kanssa siitä, että hallituksen koon yhteys suorituskykyyn on kontekstisidonnainen (Ahrens ja muut, 2025; Prashar & Gupta, 2021). Tuloksista havaitaan kiinnostavasti, että yhteyssuunta poikkeaa kansainvälisen meta-analyysin tuloksista, jossa hallituksen koon ja suorituskyvyn välinen yhteys oli vastakkainen samoissa suorituskykymittareissa (Ahrens ja muut, 2025). Tämä tukee näkemystä pohjoismaisen hallitusmallin erilaisuudesta.

Hallituksen jäsenten riippumattomuutta kuvaavan muuttujan (I_INDEP) tulos eroaa perinteisestä agenttiteorian näkökulmasta. I_INDEP on negatiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi yhteydessä kannattavuuteen (ROA) kaikissa malleissa ($p < 0,01-0,001$),

mutta Tobinin Q mittariin ei löydetä tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Tulos ei tue agenttiteorian oletusta riippumattomuuden positiivisesta vaikutuksesta valvontakykyyn sekä agenttikustannusten vähenemisestä (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Negatiivista yhteyttä voi selittää pohjoismaiselle hallinnointimallille ominainen omistusrakenne, jossa merkittävät omistajat osallistuvat nimitysvaliokuntien kautta aktiivisesti hallituksen kokoonpanon muodostamiseen (Thomsen, 2016). Tällaisessa toimintaympäristössä korkea riippumattomuus voi heikentää hallituksen ja johdon välistä tiedonkulkua ja näin ollen vaikeuttaa operatiivista päätöksentekoa. Tulokset poikkeavat kansainvälisen tutkimuksen havainnosta, jossa riippumattomuuden positiivinen yhteys suorituskkyyn vahvistuu institutionaalisesti vahvemmissä ympäristöissä (Uribe-Bohorquez ja muut, 2018). Pohjoismaissa institutionaalinen ympäristö on vahva, mutta keskittynyt omistusrakenne voi selittää tulosten eroja verrattuna kansainvälisiin havaintoihin.

Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisroolia kuvaava muuttuja (I_CEODUAL) ei ole tilastollisesti merkitsevä kummankaan suorituskkyymittarin osalta. Kaksoisrooli on aineistossa erittäin harvinainen ($Ka = 0,02$), mikä tukee teoriassa kuvattua pohjoismaista hallinnointikäytäntöä, jossa toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan tehtävien eriyttäminen on vakiintunut normi kaikissa neljässä maassa (Nordic Securities Market Associations, 2022). Kaksoisroolin harvinaisuuden voidaan katsoa selittävän osittain muuttujan heikkoa selitysvoimaa, sillä tilastollisen vaihtelun puuttuessa yhteyttä suorituskkyyn ei havaita. Tulos on linjassa Yun (2023) havaintojen kanssa, joiden mukaan kaksoisroolin ja suorituskkyyn välinen yhteys riippuu kontekstista. Kontrollimuuttujista velkaantuneisuus (LEVERAGE_W) on negatiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi yhteydessä molempiin suorituskkyymittareihin ($p < 0,01-0,001$), mikä osoittaa korkeamman velkaantuneisuuden yhteyden yrityksen heikompaan suorituskkyyn. Yrityksen koko (SIZE_W) taas on positiivisesti yhteydessä kannattavuuteen (ROA) mutta negatiivisesti markkinaperusteiseen suorituskkyyn (TOBINQ), mikä heijastaa eroa kirjanpito- ja markkinaperusteisten mittareiden välillä. Tappiollisuutta kuvaava dummy-muuttujat (LOSS) on voimakkaasti negatiivinen ja

tilastollisesti merkitsevä molemmissa malleissa ($p < 0,001$). Kasvua kuvaava (GROWTH_W) muuttuja on positiivisesti yhteydessä Tobinin Q:hun ($p < 0,001$) mutta ei ROA:han, mikä viittaisi kasvun heijastuvan erityisesti markkinaperusteiseen suorituskykymittariin.

Maakohtaiset kontrollimuuttujat osoittavat, että ruotsalaiset pörssiyritykset raportoivat keskimäärin matalampaa ROA:ta kuin suomalaiset yritykset, kun taas Norjan ja Tanskan kertoimet eivät ole tilastollisesti merkitseviä. Puolestaan Tobinin Q -malleissa tanskalaisten yritysten markkina-arvostus on suomalaisia korkeampi. Vuosimuuttujat eivät ole tilastollisesti merkitseviä missään mallissa, mikä osoittaa, että koronan jälkeinen tarkastelujakso on ollut suhteellisen vakaa. Toimialamuuttujista havaitaan erityisesti Tobinin Q -malleissa, että rakentaminen ja infrastruktuuri (INDU_2) sekä terveys ja bioteknologia (INDU_4) saavat tilastollisesti merkitsevän matalamman markkina-arvostuksen kuin teollisuus ja valmistus (INDU_3), mikä heijastaa eri toimialojen erilaisia kasvunäkymiä.

Saadut tulokset poikkeavat useassa kohdassa esikuva-artikkelin (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020) havainnoista, mikä tukee näkemystä pohjoismaisen kontekstin erityisyydestä. Kuvailuvissa tilastoissa havaitaan selkeitä eroja. Esimerkiksi hallituksen keskimääräinen koko on tutkielman aineistossa 7,37 jäsentä, kun taas esikuva-artikkelin otoksessa se on 10,60. Erityisen merkittävät erot havaitaan kaksoisroolin esiintyvyydessä (2 % vs. 30 %) sekä naisten osuudessa hallituksissa (35,0 % vs. 11,9 %), mikä heijastaa pohjoismaisen hallinnointikäytännön ja tasa-arvopolitiikan vaikutusta hallitusrakenteisiin.

Regressioanalyysin tulosten osalta keskeisin ero havaitaan hallituksen koon yhteyssuunnassa. Esikuva-artikkelissa (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020) hallituksen koolla havaitaan positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä yhteys Tobinin Q -mittariin, kun taas tutkielman tuloksissa yhteys on Tobinin Q:n osalta saman suuntainen, mutta ROA-mittarin osalta negatiivinen ja merkitsevä. Esikuva-artikkelista ei nouse esiin

mittarista riippuvaa kaksijakoisuutta. Hallituksen riippumattomuuden osalta tulokset eroavat selvästi. Esikuva-artikkelissa riippumattomuudella havaitaan positiivinen ja merkitsevä yhteys suorituskyykyyn, kun taas tutkielmassa yhteys on ROA-mittariin negatiivinen eikä Tobinin Q -mittariin havaita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä lainkaan. Naisten osuuden osalta tulokset ovat osaltaan linjassa esikuva-artikkelin kanssa, sillä myös esikuva-artikkelissa havaitaan positiivinen yhteys markkinaperusteiseen suorituskyykymittariin.

Mallien selitysasteiden havaitaan olevan samaa suuruusluokkaa. Esimerkiksi Tobinin Q -mallissa 6 tutkielman selitysaste (0,204) vastaa lähes täysin esikuva-artikkelin (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020) selitystasetta (0,199), mikä viittaa menetelmävalintojen toimivuuteen. Kokonaisuutena havaintojen erot tukevat tutkielman keskeistä argumenttia siitä, että pohjoismainen institutionaalinen toimintaympäristö tuottaa kansainvälisestä vertailutasosta poikkeavia tuloksia erityisesti hallituksen koon ja riippumattomuuden osalta.

Kokonaisuutena voidaan todeta hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyyvyn välisten yhteyksien olevan kontekstisidonnaisia ja mittarista riippuvaisia, mikä on linjassa myös esikuva-artikkelin kanssa (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). Tulosten erilaisuus muihin institutionaalisiin ympäristöihin verrattuna voi selittyä pohjoismaisella toimintaympäristöllä, jonka ominaiset piirteet, kuten vahva omistajaohjaus ja kehittyneet hallinnointikäytännöt, muovaavat hallituspiirteiden vaikutusmekanismeja. Näin ollen tulosten tulkinnassa on hyvä huomioida pohjoismainen konteksti, eikä tämän tutkielman tuloksia voida suoraan yleistää muihin toimintaympäristöihin.

6.5 Tutkielman luotettavuus ja rajoitteet

Tässä kappaleessa tarkastellaan tutkielman luotettavuutta ja rajoitteita. Ensin arvioidaan luotettavuutta menetelmävalintojen ja tilastollisten oletusten näkökulmasta. Tämän jälkeen käsitellään aineistoon ja menetelmälliseen kattavuuteen liittyviä rajoitteita, jotka on syytä huomioida tulosten tulkinnassa ja yleistämisessä.

6.5.1 Tulosten luotettavuuden arviointi

Tutkielman tulosten luotettavuutta voidaan arvioida menetelmävalintojen ja tilastollisten oletusten kautta. Analyysi toteutettiin SPSS-ohjelmistolla pienimmän neliösumman regressiomenetelmällä, ja toimiala-, vuosi- sekä maakohtaiset kiinteät vaikutukset huomioitiin dummy-muuttujien avulla. Mallit rakennettiin vaiheittain, mikä mahdollistaa pysyvyyden arvioinnin eri mallien välillä. Mallien VIF-arvot jäivät kaikissa malleissa selvästi alle raja-arvon 5,0, mikä viittaa siihen, ettei aineistossa esiinny haitallista multikollineaarisuutta. F-testit ovat tilastollisesti merkitseviä kaikissa malleissa ($p < 0,001$), ja ääriarvojen vaikutusta vähennettiin winsoroimalla jatkuvat muuttujat 2 prosentin ja 98 prosentin tasoilla.

Tutkielmaan liittyy kuitenkin tilastolliseen luotettavuuteen vaikuttavia rajoitteita. Keskivirheitä ei klusteroitu yritystasolle, mikä paneeliaineistossa voi johtaa keskivirheiden aliarviointiin ja siten merkitsevyytasojen yliarviointiin. Tämän vuoksi tilastollisen merkitsevyyden tulkinnessa on hyvä olla varovainen erityisesti rajatapauksissa. Lisäksi tutkielmassa ei toteutettu varsinaisia herkkyysanalyysyjä. Erityisesti ROA-muuttujan voimakas vasemmalle vinous viittaa siihen, että korkeammalla winsorointitasolla tulokset olisivat saattaneet osin muuttua, ja vaihtoehtoisten suorituskykymittareiden käyttö olisi voinut antaa lisätukea havaintojen pysyvyydelle.

Hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn välinen yhteys voi olla myös kaksisuuntainen, sillä yrityksen aiempi suorituskyky voi vaikuttaa siihen, millaisia hallituspiirteitä yrityksellä on. Endogeenisuus on tunnistettu CG-tutkimuskirjallisuudessa keskeiseksi haasteeksi (Wintoki ja muut, 2012). Tutkielmassa käytetty regressioanalyysi mahdollistaa muuttujien välisten yhteyksien tarkastelun, mutta ei kausaalisuhteiden yksiselitteistä osoittamista. Kehittyneemmät menetelmät, kuten propensity score matching tai difference-in-differences, olisivat tarjonneet vahvempaa tukea kausaalisuhteiden arviointiin, mutta jäivät tämän tutkielman laajuuden ulkopuolelle. Tuloksia tulee siis tulkita yhteyksinä eikä kausaalisina vaikutuksina.

6.5.2 Tutkielman rajoitteet

Tutkielman aineisto on rajattu vuosiin 2022–2024 sekä neljän pohjoismaan pörssi-yhtiöihin, mikä rajoittaa tulosten yleistettävyyttä muihin institutionaalisiin ympäristöihin ja ajanjaksoihin. Pohjoismaisen kontekstin erityispiirteet, kuten keskittynyt omistusrakenne, vahva itsesääntely ja vakiintunut nimitysvaliokuntakäytäntö, vaikuttavat hallituspiirteiden ja suorituskyvyn väliseen yhteyteen tavalla, joka ei välttämättä ilmene muissa toimintaympäristöissä. Lisäksi aineiston maakohtainen jakauma on epätasapainoinen, sillä ruotsalaiset pörssi-yhtiöt muodostavat 57,4 prosenttia otoksen yrityksistä ja 57,5 prosenttia havainnoista. Vaikka maakohtaisilla dummy-muuttujilla kontrolloidaan tätä epätasapainoa, tulokset heijastavat osittain ruotsalaisten yhtiöiden ominaisuuksia.

Tutkielmasta puuttuu myös keskeinen kontrollimuuttuja, omistuksen keskittyneisyys. Pohjoismaisessa hallinnointimallissa keskittynyt omistus on keskeinen institutionaalinen piirre (Thomsen, 2016) ja se voi vaikuttaa hallituspiirteiden ja yrityksen suorituskyvyn väliseen yhteyteen merkittävästi. Tällaisen muuttujan sisällyttäminen olisi ollut perusteltua erityisesti tämän tutkielman kontekstissa, mutta se jäi tutkimusasetelman rajauksen ulkopuolelle.

Hallituspiirteiden mittaamiseen liittyy myös yksinkertaistuksia. Erityisesti toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisroolia kuvaavassa muuttujassa on hyvin vähän vaihtelua, sillä vain noin kahdessa prosentissa havainnoista toimitusjohtaja toimii samalla hallituksen puheenjohtajana. Tämä rajoittaa muuttujan tilastollista selitysvoimaa ja heikentää mahdollisuuksia havaita yhteyttä suorituskykyyn, vaikka sellainen olisi olemassa. Vaikka malleissa on huomioitu toimiala-, vuosi- ja maakohtaiset kiinteät vaikutukset, kaikkia yrityksen suorituskykyyn vaikuttavia tekijöitä ei ole mahdollista sisällyttää analyysiin. Esimerkiksi hallituksen jäsenten yksilölliset ominaisuudet, kuten kokemus, koulutustausta ja osaaminen, sekä hallituksen sisäinen

dynamiikka jäävät tutkielman ulkopuolelle. Näin ollen osa hallituksen vaikutuksesta yrityksen suorituskykyyn jää havaitsematta.

Regressiomallien selityksasteet vaihtelevat suorituskykymittarin ja mallin mukaan. ROA-malleissa korjattu selityksaste kasvaa laajimmassa mallissa arvoon 0,506, mikä viittaa erityisesti kontrollimuuttujien, kuten tappiollisuutta kuvaavan muuttujan, suureen merkitykseen kannattavuuden selittäjänä. Tobinin Q -malleissa korjattu selityksaste jää alemmas arvoon 0,192, mikä viittaa siihen, että markkinaperusteiseen suorituskykymittariin vaikuttaa tekijöitä, jotka jäävät tutkielman ulkopuolelle. Tämä korostaa tulosten herkkyyttä mallin rakenteelle.

Kokonaisuutena tutkielma tarjoaa laajan tarkastelun hallituspiirteiden ja suorituskyvyn välisistä yhteyksistä pohjoismaisessa kontekstissa. Tuloksia tulee kuitenkin tarkastella osana laajempaa tutkimuskokonaisuutta ja huomioida edellä esitetyt rajoitteet.

7 Johtopäätökset

Tämän tutkielman tutkimusongelmana oli selvittää, millainen yhteys hallituspiirteillä on yrityksen suorituskykyyn pohjoismaisissa pörssiyrityksissä. Aikaisempi tutkimus on osoittanut yhteyden olevan monen hallituspiirteen kohdalla ristiriitainen ja vaihteleva institutionaalisen kontekstin mukaan (Prashar & Gupta, 2021). Tutkimus on kuitenkin pitkälti painottunut Yhdysvaltoihin, jolloin pohjoismaisen hallinnointimallin erityispiirteet eivät ole nousseet esiin (Ahrens ja muut, 2025). Tutkielman tavoitteena oli tarkastella hallituksen koon, riippumattomien jäsenten, naisten osuuden ja toimitusjohtajan ja puheenjohtajan kaksoisroolin yhteyttä kahteen eri suorituskykymittariin. Aineisto koostui suomalaisista, ruotsalaisista, tanskalaisista ja norjalaisista pörssiyrityksistä (N = 1 201 havaintoa vuosilta 2022–2024). Keskeisenä havaintona tässä tutkielmassa nousi esiin tulosten kontekstisidonnaisuus sekä suorituskykymittarin vaikutus tuloksiin.

Ensimmäinen tutkimushypoteesi koski hallituksen koon ja yrityksen suorituskyvyn yhteyttä:

H1: Hallituksen koko on yhteydessä yrityksen suorituskykyyn.

Tulosten perusteella hypoteesi H1 hyväksytään. Tuloksista havaittiin, että hallituksen koolla on tilastollisesti merkitsevä kaksijakoinen yhteys yrityksen suorituskykyyn. Hallituksen koolla havaittiin tilastollisesti merkitsevä negatiivinen yhteys ROA muuttujaan ja tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys Tobinin Q muuttujaan. Nämä tulokset osoittavat, kuinka agenttiteoria (Jensen & Meckling, 1976) ja resurssiriippuvuusteoria (Pfeffer & Salancik, 1978) täydentävät toisiaan. Agenttiteorian näkökulmasta hallituksen koon kasvaessa koordinaatiokustannukset lisääntyvät, mikä on yhteydessä kannattavuuteen. Resurssiriippuvuusteorian näkökulmasta isompi hallitus tuo lisää resursseja, kuten verkostoja ja osaamista, mikä heijastuu markkinaperusteiseen suorituskykyyn pitkällä aikavälillä. Kiinnostava havainto on kuitenkin se, että tulosten

yhteyssuunnat eroavat kansainvälisen meta-analyysin havainnoista (Ahrens ja muut, 2025), mikä viittaa pohjoismaisen kontekstin erityisyyteen.

Toinen hypoteesi tarkasteli hallituksen riippumattomien jäsenten osuutta:

H2: Hallituksen riippumattomien jäsenten määrällä on positiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn.

Tutkielman tulosten perusteella hypoteesi H2 hylätään. Havaittiin, että riippumattomuudella ei ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä markkinaperusteiseen suorituskykyyn, ja kannattavuuteen sillä oli tilastollisesti merkitsevä negatiivinen yhteys. Tulokset poikkeavat perinteisestä agenttiteorian näkökulmasta, jossa riippumattomuuden katsotaan parantavan valvontaa ja heijastuvan positiivisesti yrityksen suorituskykyyn (Fama & Jensen, 1983). Tulos haastaa agenttiteorian oletuksen riippumattomuuden universaalisti positiivisesta vaikutuksesta ja poikkeaa muusta kansainvälisestä tutkimuksesta. Tätä voi selittää pohjoismaiselle hallinnointimallille ominainen omistajarakenne, jossa merkittävät omistajat osallistuvat aktiivisesti hallituksen kokoonpanon muodostamiseen nimitysvaliokuntien kautta (Thomsen, 2016). Erityisen huomionarvoista on, että tulokset poikkeavat Uribe-Bohorquezin ja muiden (2018) havainnosta, jonka mukaan riippumattomuuden vaikutus vahvistuu institutionaalisesti vahvemmissä ympäristöissä.

Kolmas hypoteesi käsitteli toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisroolia:

H3: Hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan kaksoisroolilla on negatiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn.

Tutkielman tulosten perusteella hypoteesi H3 hylätään, sillä ei havaittu tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Tätä selittää pitkälti se, että kaksoisrooli on pohjoismaisissa pörssiyrityksissä harvinainen (aineiston keskiarvo 0,02), mikä heijastaa pohjoismaista

hallinnointikäytäntöä, jossa toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan tehtävien eriyttäminen on vaadittu normi (Nordic Securities Market Associations, 2022). Tulos on linjassa Yun (2023) havaintojen kanssa, joiden mukaan kaksoisroolin ja suorituskyvyn välinen yhteys on osoittautunut ristiriitaiseksi ja kontekstisidonnaiseksi. Tilastollisesti merkityksetön yhteys voidaan tulkita institutionaalista näkökulmasta, joka tukee pohjoismaisen itsesääntelyn toimivuutta.

Neljäs hypoteesi tarkasteli hallituksen sukupuolijakaumaa:

H4: Hallituksen naisten osuus on yhteydessä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.

Tuloksista havaitaan, että hypoteesi H4 saa osittaista tukea. Tulokset osoittavat tilastollisesti merkitsevän positiivisen yhteyden markkinaperusteiseen Tobinin Q-mittariin. Kannattavuutta kuvaavaan ROA -mittariin ei havaittu tilastollisesti merkitsevää yhteyttä kuin yhdessä mallissa. Tulos tukee resurssi-riippuvuusteorian näkökulmaa (Pfeffer & Salancik, 1978), jossa hallituksen monimuotoisuus voi tuoda verkostoja ja resursseja, joilla on looginen yhteys markkinaperusteiseen arvostukseen eikä niinkään kirjanpito- perusteiseen kannattavuuteen. Pohjoismaisessa kontekstissa Norjan lakisääteinen kiintiö ja muiden maiden itsesääntely ovat tuottaneet tasapainoisia hallituksia. Tämä näkyy aineistossa siten, että keskimäärin noin 35 % hallitusten jäsenistä on naisia. Yhteenvetona tulos tukee ajatusta siitä, kuinka 2020-luvulla hallituksen monimuotoisuus on markkinoiden hinnoittelema tekijä.

Tämän tutkielman tulokset tarjoavat konkreettisia havaintoja eri sidosryhmille. Omistajille ja nimitysvaliokunnille tulokset viestivät, että hallituksen riippumattomuuden ja koon suhdetta tulisi tarkastella suorituskyvyn eri mittareissa. Hallituksen kasvattaminen voi parantaa markkinoiden arvostusta mutta heikentää operatiivista kannattavuutta. Pohjoismaisessa omistusrakenteessa hallinnointikoodien suositus korkeasta riippumattomien jäsenten osuudesta ei automaattisesti tuota suorituskykyhyötyjä, mikä puoltaa riippumattomuuden tarkastelua yrityskohtaisen

omistusrakenteen kautta. Sääntelijöille tutkielma osoittaa, että kaksoisroolin poistuminen on merkki itsesääntelyn tehokkuudesta, eikä lisäsääntelyn tarvetta tässä tapauksessa tarvita. Sijoittajille tutkielma kertoo, että hallituksen koko ja sukupuolijakauma ovat markkinoilla hinnoiteltuja indikaattoreita, joilla voi olla pitkän aikavälin arvonmerkitys mutta vähäisempi vaikutus lyhyen aikavälin kannattavuuteen.

Tutkielmasta nousee esiin kolme konkreettista jatkotutkimusehdotusta. H2:n odotusten vastainen tulos herättää kysymyksen siitä, mitä riippumattomuus pohjoismaisessa kontekstissa tarkoittaa. Jatkotutkimus voisi erottaa johdosta riippumattomat jäsenet ja suurista omistajista riippumattomat jäsenet erillisiksi muuttujiksi ja tarkastella näiden vaikutuksia erikseen. Toisena jatkotutkimusehdotuksena olisi tarkastella hallitusjäsenten kokemusta, toimialaosaamista ja verkostoja, koska hallituksen rakenteelliset piirteet ylätasolla eivät vielä kerro kaikkea. Tämä avaisi resurssiriippuvuusteorian mukaisia vaikutusmekanismeja tarkemmin. Kolmantena jatkotutkimusehdotuksena voisi olla tarkastella hallituspiirteiden vaikutuksia pidemmällä aikavälillä, jolloin voitaisiin tutkia, miten esimerkiksi kriisivuodet tai erilaiset suhdannesykliä muuttavat hallituksen koon, riippumattomuuden ja monimuotoisuuden merkitystä.

Kokonaisuudessaan tutkielmasta voidaan päätellä pohjoismaisen kontekstin tuottavan erilaisia vaikutusmekanismeja kuin kansainväliset vertailututkimukset ovat havainneet. Hallituspiirteiden yhteys yrityksen suorituskykyyn on kontekstisidonnainen ja mittarista riippuvainen, mikä korostaa institutionaalisen kontekstin huomioimista CG-tutkimuksessa.

Lähteet

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58–107. <https://doi.org/10.1257/jel.48.1.58>
- Adem, M., & Dsouza, P. K. (2024). Impact of Board Characteristics on Firm Performance: Evidence from Ethiopian Microfinance Institutions. *Global business review*. <https://doi.org/10.1177/09721509241276957>
- Agrawal, N., & Lakshmi, V. (2020). Board composition and board size impact on financial performance of the company. *International Journal of Public Sector Performance Management*, 6(5), 737–747. <https://doi.org/10.1504/IJSPM.2020.110142>
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447–465. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196772>
- Ahrens, F. K., Veltrop, D. B., Mulder, L. B., & Rink, F. (2025). Board size in context: A meta-analysis on the relationship between board size and firm performance. *Corporate governance: an international review*. <https://doi.org/10.1111/corg.12664>
- Al-Faryan, M. A. S. (2024). Agency theory, corporate governance and corruption: An integrative literature review approach. *Cogent Social Sciences*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23311886.2024.2337893>

- Ali, S., Naseem, M. A., Jiang, J., Rehman, R. U., Malik, F., & Ahmad, M. I. (2022). "How" and "When" CEO duality matter? Case of a developing economy. *SAGE Open*, 12(3). <https://doi.org/10.1177/21582440221116113>
- Arranz-Aperte, L., & Strand, T. (2023). The Nordic nomination committee and board tenure: An empirical investigation. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 52(1), 66–92. <https://doi.org/10.1080/02102412.2022.2037120>
- Arvopaperimarkkinayhdistys. (2025). Hallinnointikoodit. Noudettu 26.1.2026 osoitteesta <https://www.cgfinland.fi/hallinnointikoodi/>
- Augusto, M., Pascoal, R., & Reis, P. (2020) Firms' performance and board size: A simultaneous approach in the European and American contexts. *Applied economics letters*, 27(13), 1039-1043. <https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1659487>
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257–273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Bhatt, R. R., & Bhattacharya, S. (2015). Do board characteristics impact firm performance? An agency and resource dependency theory perspective. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 11(4), 274–287. <https://doi.org/10.1177/2319510X15602973>
- Croci, E., Hertig, G., Khoja, L., & Lan, L. L. (2024). Board characteristics and firm resilience: Evidence from disruptive events. *Corporate Governance: An International Review*, 32(1), 2–32. <https://doi.org/10.1111/corg.12518>
- Danish Committee on Corporate Governance. (2020). Danish recommendations on corporate governance. Noudettu 2.2.2026 osoitteesta <https://corporategovernance.dk/recommendations-corporate-governance>

Deore, A., Krishnan, R., & Mani, D. (2025). Board gender diversity, innovation ambidexterity, and firm performance. *Accounting, Organizations and Society*, 115, 101613. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2025.101613>

European Parliament and Council. (2022). Directive (EU) 2022/2381 of the European Parliament and of the Council of 23 November 2022 on improving the gender balance among directors of listed companies and related measures. Official Journal of the European Union, L 315, 44–59. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2022/2381/oj/eng>

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>

Field, A. (2024). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics*. SAGE Publications.

Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24(3), 489–505. <https://doi.org/10.2307/259138>

García-Meca, E., & Santana-Martín, D. J. (2023). Board gender diversity and performance in family firms: Exploring the faultline of family ties. *Review of Managerial Science*, 17(5), 1559–1594. <https://doi.org/10.1007/s11846-022-00563-3>

García-Ramos, R., Díaz-Díaz, B., & García-Olalla, M. (2017). Independent directors, large shareholders and firm performance: The generational stage of family businesses and the socioemotional wealth approach. *Review of Managerial Science*, 11(1), 119–156. <https://doi.org/10.1007/s11846-015-0182-8>

- Gong, Y., & Girma, S. (2021). Top management gender diversity and performance: In search of threshold effects. *Cambridge Journal of Economics*, 45(1), 109–127. <https://doi.org/10.1093/cje/beaa045>
- Heikkilä, T. (2014). *Tilastollinen tutkimus* (9. uud. p.). Edita.
- Hernández-Atienza, F., Rodríguez-Sanz, J. A., & Tejerina-Gaite, F. (2024). Board characteristics and firm performance: Evidence from international markets. *Research in International Business and Finance*, 72, Article 102501. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102501>
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35(6), 1404–1427. <https://doi.org/10.1177/0149206309343469>
- Ikäheimo, S., Malmi, T., & Walden, R. (2024). *Yrityksen laskentatoimi* (9. painos). Alma Insights.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender diversity in the boardroom and firm performance: What exactly constitutes a “critical mass”? *Journal of Business Ethics*, 118(1), 61–72. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1553-6>
- Kalsie, A., & Shrivastav, S. M. (2016). Analysis of board size and firm performance: Evidence from NSE companies using panel data approach. *Indian Journal of Corporate Governance*, 9(2), 148–172. <https://doi.org/10.1177/0974686216666456>

- Kanakriyah, R. (2021). The impact of board of directors' characteristics on firm performance: A case study in Jordan. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 341–350.
<https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0341>
- Keinonen, H. (2021). Blockholders and firm performance within the Nordic corporate governance model: Finnish evidence. *Nordic Journal of Business*, 70(2), 132–154.
- Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure, and performance in continental Europe. *International Journal of Accounting*, 41(2), 176–197.
<https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.04.002>
- Leppiniemi, J., & Kykkänen, T. (2023). *Kirjanpito, tilinpäätös ja tilinpäätöksen tulkinta* (12. painos). Alma Talent Oy.
- Mubeen, R., Han, D., Abbas, J., Álvarez-Otero, S., & Sial, M. S. (2021). The relationship between CEO duality and business firms' performance: The moderating role of firm size and corporate social responsibility. *Frontiers in Psychology*, 12, 669715.
<https://doi.org/10.3389/fpsyg.2021.669715>
- Nordic Securities Market Associations. (2022). Corporate governance in the Nordic countries. Noudettu 26.1.2026 osoitteesta <https://www.cgfinland.fi/2022/corporate-governance-in-the-nordic-countries/>
- Norwegian Corporate Governance Board. (2025). The Norwegian corporate governance code. Noudettu 2.2.2026 osoitteesta <https://nues.no/english/>
- Omenihu, C. M., & Nwafor, C. (2025). Board Structure and Firm Performance: The Moderating Role of National Governance Quality. *Administrative sciences*, 15(8), 314.
<https://doi.org/10.3390/admsci15080314>

- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Harper & Row.
- Prashar, A., & Gupta, P. (2021). Corporate boards and firm performance: A meta-analytic approach to examine the impact of contextual factors. *International Journal of Emerging Markets*, 16(7), 1454–1478. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-10-2019-0860>
- Public Limited Liability Companies Act (Norway). (1997). Lov om allmennaksjeselskaper (Allmennaksjeloven, § 6–11a). Noudettu 2.2.2026 osoitteesta <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45/>
- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2020). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. *Review of Managerial Science*, 14(6), 1251–1297. <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00330-x>
- Singh, D. (2025). Corporate governance, board networks and firm performance. *Journal of International Management*, 31(4), Article 101261. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2025.101261>
- Smith, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Electric Book Company. <https://doi.org/10.3931/e-rara-42178>
- Swedish Corporate Governance Board. (2024). The Swedish corporate governance code. Noudettu 2.2.2026 osoitteesta <https://bolagsstyrning.se/current-code>
- Thomsen, S. (2016). The Nordic corporate governance model. *Management and Organization Review*, 12(1), 189–204. <https://doi.org/10.1017/mor.2015.55>
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29. <https://doi.org/10.2307/1991374>

- Uribe-Bohorquez, M. V., Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M. (2018). Board independence and firm performance: The moderating effect of institutional context. *Journal of Business Research*, *88*, 28–43. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.03.005>
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, *105*(3), 581–606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>
- Yu, M. (2023). CEO duality and firm performance: A systematic review and research agenda. *European management review*, *20*(2), 347–359. <https://doi.org/10.1111/emre.12522>
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, *15*(2), 291–334. <https://doi.org/10.1177/014920638901500208>
- Zhang, C. (2024). Corporate governance, financial performance, and economic policy uncertainty: Evidence from emerging Asian economies. *PLOS ONE*, *19*(12), e0312292. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0312292>

Liitteet

Liite 1. Ilmoitus tekoälyavusteisten teknologioiden käytöstä

kirjoitusprosessissa

Tämän työn valmistelun aikana kirjoittaja käytti ChatGPT-tekoälyä tarkoituksena suunnitella rakennetta ja sisältöä sekä tarkistaa oikeinkirjoitusta. Työkalun/palvelun käytön jälkeen kirjoittaja tarkasti ja muokkasi sisällön tarpeen mukaan ja ottaa täyden vastuun julkaisun sisällöstä.

Tämän työn valmistelun aikana kirjoittaja käytti Keenious-tekoälyä tarkoituksena etsiä sopivia vertaisarvioituja tutkimusartikkeleita tutkimukseen. Työkalun/palvelun käytön jälkeen kirjoittaja tarkasti ja muokkasi sisällön tarpeen mukaan ja ottaa täyden vastuun julkaisun sisällöstä.

Tämän työn viimeistelyvaiheessa kirjoittaja käytti Anthropicin Claude-tekoälyä tarkoituksena tarkistaa oikeinkirjoitusta sekä viimeistellä tutkielman muotoilua. Työkalun/palvelun käytön jälkeen kirjoittaja tarkasti ja muokkasi sisällön tarpeen mukaan ja ottaa täyden vastuun julkaisun sisällöstä.