



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Jenni Suni

Hyvän hallintotavan mekanismien yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja taloudellisiin riskeihin

S&P 500 -indeksin yritykset vuosina 2013–2022

Laskentatoimen ja rahoituksen
akateeminen yksikkö
Laskentatoimen ja tilintarkas-
tuksen Pro gradu -tutkielma
Laskentatoimen ja tilintarkas-
tuksen maisteriohjelma

Vaasa 2025

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Jenni Suni		
Tutkielman nimi:	Hyvän hallintotavan mekanismien yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja taloudellisiin riskeihin : S&P 500 -indeksin yritykset vuosina 2013–2022		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Oppiaine:	Laskentatoimi ja tilintarkastus		
Työn ohjaaja:	Benita Gullkvist		
Valmistumisvuosi:	2025	Sivumäärä:	79

TIIVISTELMÄ:

Yritysten hallintomekanismit ja niiden vaikutukset yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja riskeihin ovat keskeinen osa yrityshallinnon tutkimusta. Hallintomekanismit, kuten hallituksen koko, riippumattomuus ja monimuotoisuus sekä toimitusjohtajan kaksoisrooli, ovat usein yhteydessä yrityksen strategiseen päätöksentekoon ja riskienhallintaan. Aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että hallintomekanismeilla voi olla merkittävä rooli yrityksen kilpailukyyn parantamisessa muuttuvilla markkinoilla. Tulokset ovat kuitenkin usein ristiriitaisia, erityisesti hallintomekanismien ja suorituskyvyn välisessä yhteydessä.

Tämä tutkimus pyrkii osaltaan vastaamaan tähän tutkimusaukkoon tarkastelemalla hyvän hallintotavan vaikutuksia S&P 500 -indeksin yrityksissä vuosina 2013–2022. Tutkimuksessa on analysoitu hallituksen rakenteellisia ominaisuuksia eli hallituksen kokoa, riippumattomuutta, monimuotoisuutta ja toimitusjohtajan kaksoisroolia ja niiden yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn ja riskeihin. Taloudellista suorituskykyä mitattiin kokonaispääoman tuottoasteella (ROA) ja taloudellisia riskejä mitattiin maksuvalmiudella (CURR) ja velkaantumisasteella (LEV). Tiedot mitareihin on noudettu Orbis -tietokannasta ja on analysoitu Eviews 13 -ohjelmalla.

Tutkimuksen tulokset osoittivat, että hallituksen riippumattomuudella oli tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudelliseen suorituskykyyn. Toimitusjohtajan kaksoisroolilla havaittiin olevan tilastollisesti erittäin merkitsevä, mutta hypoteesin vastainen negatiivinen yhteys velkaantumisasteeseen. Maksuvalmiuden osalta toimitusjohtajan kaksoisroolilla havaittiin olevan tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys. Sen sijaan hypoteesit hallituksen koon ja monimuotoisuuden osalta eivät tuottaneet tilastollisesti merkitseviä tuloksia. Näin ollen tutkimuksen tulokset osoittivat, että hyvän hallintotavan ja taloudellisten muuttujien välinen yhteys on monimuotoinen ja vaihtelee riippuen käytetystä mittarista ja yrityksen ominaisuuksista.

Tämä tutkielma vahvistaa hyvän hallintotavan merkitystä yritysten taloudellisessa toiminnassa. Se tuo esiin, kuinka hallintomekanismit voivat edistää yritysten suorituskykyä ja taloudellisten riskien minimoimista. Tulokset tarjoavat perustan jatkotutkimuksille, joissa voidaan tutkia hallintomekanismien vaikutusta eri toimialoilla tai niiden suhdetta uuteen teknologiaan, kuten tekoälyn hyödyntämiseen yrityshallinnossa.

AVAINSANAT: hyvä hallintotapa, taloudellinen suorituskyky, taloudelliset riskit, yrityksen hallitus, hallintomekanismit

Sisällys

1	Johdanto	5
1.1	Tutkimuksen tausta ja merkitys	5
1.2	Tutkimuksen tavoite ja rajaukset	7
1.3	Tutkimuksen rakenne	7
2	Teoreettinen viitekehys	9
2.1	Hyvä hallintotapa	9
2.2	Agenttiteoria	10
2.3	Stewardship-teoria	12
2.4	Yrityksen taloudellinen suorituskyky ja sen mittaaminen	14
2.5	Yrityksen taloudellinen riski ja sen mittaaminen	16
2.5.1	Velkaantumisaste	17
2.5.2	Maksuvalmius	18
3	Hallituksen toiminnan perustana on hyvä hallintotapa	20
3.1	Hyvä hallinnointitapa yleisesti ja sen sääntely	20
3.2	Hyvä hallintotapa yrityksissä	22
3.3	Hallituksen kokoonpanon merkitys ja taloudelliset riskit	24
3.3.1	Hallituksen koko	24
3.3.2	Hallituksen riippumattomuus	27
3.3.3	Toimitusjohtajan kaksoisrooli	28
3.3.4	Hallituksen monimuotoisuus	30
3.4	Hallituksen kokoonpanon merkitys ja taloudellinen suorituskyky	33
3.4.1	Hallituksen koko	34
3.4.2	Hallituksen riippumattomuus	36
3.4.3	Toimitusjohtajan kaksoisrooli	39
3.4.4	Hallituksen monimuotoisuus	41
4	Tutkimuksen aineisto ja menetelmä	46
4.1	Tutkimusmenetelmä	46
4.2	Aineisto	47

4.3	Analyysimenetelmä	49
4.3.1	Selitettävät muuttujat	51
4.3.2	Selittävät muuttujat ja kontrollimuuttujat	52
5	Tutkimustulokset	54
5.1	Aineiston kuvailu	54
5.2	Korrelaatioanalyysi	55
5.3	Regressioanalyysi	57
5.4	Lisäanalyysi	60
5.5	Tulosten analysointi	62
6	Yhteenveto ja johtopäätökset	67
6.1	Pohdinta	67
6.2	Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimuskysymykset	68
	Lähteet	71
	Liitteet	79
	Liite 1. Regressiotulokset kun velkaantumisaste (LEV) winsoroituna 3 % ja 97 %	79

Kuviot

Kuvio 1.	Sidosryhmät hyvässä hallintotavassa.	10
----------	--------------------------------------	----

Taulukot

Taulukko 1.	Tutkielman muuttujien selitykset.	51
Taulukko 2.	Kuvaileva tilastoanalyysi.	54
Taulukko 3.	Korrelaatiomatriisi.	56
Taulukko 4.	Regressiotulokset.	58
Taulukko 5.	COVID-19 lisäanalyysin regressiotulokset.	61
Taulukko 6.	Tutkielman tulokset.	66

1 Johdanto

Yritysten hallinnointikäytännöt ovat erityisten tärkeitä monimutkaisessa ja nopeasti muuttuvassa liiketoimintaympäristössä, jossa kilpailukyky ja riskienhallinta korostuvat. Erityisesti suurissa yrityksissä hallintotavan tehokkuus ja tasapaino ovat ratkaisevia tekijöitä taloudellisen suorituskyvyn ja kestävyuden varmistamisessa. Suuremmat yritykset kohtaavat usein monimutkaisempia hallinnointiin liittyviä haasteita, mikä vaatii kehittyneempiä mekanismeja riskienhallintaan ja päätöksenteon tukemiseen (Hussain ja muut, 2024). Hyvän hallintotavan mekanismit tarjoavat välineitä niin sisäisten kuin ulkoisten haasteiden kohtaamiseen. Samalla hyvä hallintotapa mahdollistaa yritysten läpinäkyvyyden ja vastuullisuuden lisäämisen sekä osakkeenomistajien luottamuksen vahvistamisen. Tässä tutkielmassa keskitytään hyvän hallintotavan mekanismien yhteyteen yritysten taloudellisiin riskeihin ja suorituskykyyn.

1.1 Tutkimuksen tausta ja merkitys

Yritysten eri hallinnointikäytännöt ja niiden yhteydet taloudelliseen suorituskykyyn ovat olleet jo pitkään keskeisiä teemoja aihealueen tutkimuksessa. Hyvä hallintotapa on yksi keskeisimpiä ja laajimmin tutkittuja kokonaisuuksia yrityksen hallinnossa. Hyvän hallintotavan mekanismit voivat vaikuttaa muun muassa yrityksen pääomarakenteeseen (Bernawati ja Batara, 2019). Vaikutus ulottuu näin ollen myös yrityksen rahoitusstrategioihin ja riskienhallintaan. Hyvän hallintotavan merkitys korostuu erityisesti suuryrityksissä, joilla hallinnointiin liittyvät haasteet ovat usein monimutkaisempia. Esimerkiksi suuremmat yritykset voivat suunnata enemmän resursseja valvontamekanismeihin ja riskienhallintaan, mikä parantaa päätöksenteon tehokkuutta ja osakkeenomistajien etujen turvaamista (Hussain ja muut, 2024). S&P 500 -indeksin yritykset edustavat Yhdysvaltojen talouden huippua ja niiden hallinnointimekanismeilla on vaikutusta paitsi yritysten sisäisiin toimintoihin, mutta myös laajempiin taloudellisiin sekä yhteiskunnallisiin ilmiöihin.

Hyvä hallintotapa voidaan jakaa sisäisiin ja ulkoisiin mekanismeihin. Sisäiset mekanismit, kuten hallituksen kokoonpano ja toimitusjohtajan valvonta määrittävät yrityksen sisäisen päätöksenteon tehokkuutta ja tasapainoa. Ulkoiset mekanismit kuten lainsäädäntö ja markkinoiden tuoma paine vaikuttavat yrityksen toimintaan ulkopuolelta ja tuovat läpinäkyvyyttä (Fleckner ja Hopt 2013, s. 11–12). Näiden mekanismien yhteisvaikutuksena syntyy hallintotavan kokonaisuus, joka tukee yrityksen taloudellista suorituskykyä ja riskienhallintaa. Vanhemmilla yrityksillä on usein vakiintuneemmat valvontajärjestelmät ja paremmin kehitetyt prosessit, jotka heijastuvat parempaan taloudelliseen suorituskykyyn ja riskienhallintaan (Bernawati ja Batara, 2019). Nuoremmilla yrityksillä on puolestaan enemmän haasteita kehittää uskottavia hallintokäytäntöjä, mikä tekee niistä alttiimpia velkarahoituksesta johtuviin riskeihin (Kieschnick ja Moussawi, 2018).

Tutkimus hallinnointimekanismeista ja niiden yhteydestä yritysten taloudelliseen suorituskykyyn ja riskeihin on tärkeää, sillä se tuo arvokasta tietoa siitä mitkä tekijät vaikuttavat yrityksen kestävään menestykseen. Paneeliaineiston käyttö mahdollistaa tarkastelun, joka tarjoaa syvällisemmän näkemyksen hallintotavan vaikutuksista. Tämä tutkimus tuottaa uutta tietoa hyödyntämällä S&P 500 -indeksin yrityksiä vuosilta 2013–2022 ja analysoimalla hallinnointimekanismien vaikutuksia taloudellisiin riskeihin maksuvalmiudella ja luottoriskillä mitattuna sekä yritysten taloudelliseen suorituskykyyn.

Vaikka aiemmissa tutkimuksissa on käsitelty laajalti hyvän hallintotavan yhteyttä yritysten taloudellisiin riskeihin, esikuvatutkimukseni Al Mutairin ja Bakarın (2023) tavoin taloudellisia riskejä ei ole tarkasteltu erityisesti maksuvalmiuden ja luottoriskin näkökulmasta. Tästä syystä aiemmissa tutkimuksissa on yleisesti huomioitu hyvän hallintotavan mekanismeihin kuuluvien ominaisuuksien yhteyksiä yritysten taloudellisiin riskeihin. Tämä tutkimusaukko korostaa tarvetta tarkastella tarkemmin hyvän hallintotavan mekanismien, kuten hallituksen monimuotoisuuden ja riippumattomuuden yhteyttä yrityksen riskienhallintaan.

1.2 Tutkimuksen tavoite ja rajaukset

Tutkimuksen tavoitteena on tutkia, miten hyvä hallintotapa on yhteydessä yritysten taloudellisiin riskeihin ja suorituskykyyn. Tarkastelu keskittyy hallituksen kokoon, riippumattomuuteen, monimuotoisuuteen sekä toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolien yhdistämiseen eli kaksoisrooliin. Näitä tekijöitä analysoidaan suhteessa yrityksistä saatuihin tunnuslukuihin, kuten maksuvalmiuteen, velkaantumisasteeseen ja kokonaispääoman tuottoasteeseen.

Tutkimus on rajattu keskittymään S&P 500 -indeksiin yrityksiin. Valinta perustuu siihen, että indeksi edustaa laajasti Yhdysvaltojen taloutta ja sisältää suuria ja taloudellisesti merkittäviä yrityksiä monilta toimialoilta. Indeksillä myös mahdollistetaan laajan otannan aineistosta. Aineiston aikaväliksi on rajattu vuodet 2013–2022, jotta käytettävissä on mahdollisimman ajantasaista dataa. Tutkimus pohjautuu aiempaan samanlaiseen Al Mutairin ja Bakarın (2023) tutkimukseen, mutta se tuo uutta näkökulmaa tarkastelemalla samaa aihetta eri aineistolla ja ajanjaksolla. Tavoitteena ei ole pelkästään vahvistaa aiemman tutkimuksen havaintoja, vaan tarjota myös lisäarvoa esittämällä aiheen tarkasteluun uusia ulottuvuuksia. Tässä tutkimuksessa hyödynnetään muun muassa ajantasaisempaa ajanjaksoa ja keskitytään syvällisemmin muuttujien yksityiskohtaisiin eroavaisuuksiin sekä niiden vaikutuksiin. Näin ollen tutkimus ei pelkästään toista aiempia löydöksiä, vaan entisestään täydentää ja kehittää ymmärrystä aiheesta.

1.3 Tutkimuksen rakenne

Tutkielma on jaettu kuuteen lukuun ja se alkaa ensimmäisen luvun johdannolla, jossa esitellään tutkielman tausta, tavoitteet ja rajaukset. Kolmanteen lukuun asti kyseessä on tutkielman teoreettinen osuus. Neljännestä luvusta alkaa itse tutkimus, jonka pohjalta muodostetaan yhteenveto ja johtopäätökset.

Tutkielman toisessa luvussa käsitellään teoreettinen viitekehys, jossa tarkastellaan hyvän hallintotavan periaatteita, mekanismeja ja niiden yhteyttä taloudelliseen suorituskyykyyn ja riskeihin.

Tutkielman kolmannessa luvussa syvennytään hallituksen kokoonpanon ja toiminnan merkitykseen osana hyvää hallintotapaa. Luvussa käsitellään hallituksen kokoa, riippumattomuutta, toimitusjohtajan kaksoisroolia sekä hallituksen monimuotoisuutta. Huomio kiinnitetään erityisesti hallituksen kokoonpanon yhteyteen taloudellisissa riskeissä ja suorituskyykyssä. Tutkielman kolmannessa luvussa muodostetaan myös tutkielmalle asetetut tutkimushypoteesit.

Tutkielman neljännessä luvussa esitellään tutkimuksen aineisto ja menetelmät. Luvussa kuvataan tutkimusmenetelmä, paneeliaineiston erityispiirteet ja määritellään käytetyt muuttujat, sekä selitettävät, selittävät että kontrollimuuttujat. Luvussa kuvataan yksityiskohtaisesti muun muassa kvantitatiivinen eli määrällinen tutkimus ja regressioanalyysi.

Tutkielman viidennessä luvussa keskitytään tutkimuksen tuloksiin. Ensimmäisenä kuvataan aineiston pääpiirteet ja tehdään kuvaileva tilastoanalyysi. Tämän jälkeen tarkastelu siirtyy korrelaatioon ja regressioanalyysiin, joista johdetaan keskeiset havainnot hyvän hallintotavan mekanismien ja taloudellisten riskien sekä suorituskyykyyn välisiin yhteyksiin.

Tutkielman kuudennessa eli viimeisessä luvussa kootaan yhteen tutkimuksen johtopäätökset ja tehdään yhteenveto. Luvussa vastataan tutkimuskysymyksiin, pohditaan tulosten merkitystä sekä tutkimuksen rajoituksia ja esitetään ehdotuksia jatkotutkimuskysymyksille, joita tutkielmaa tehdessä on ilmennyt.

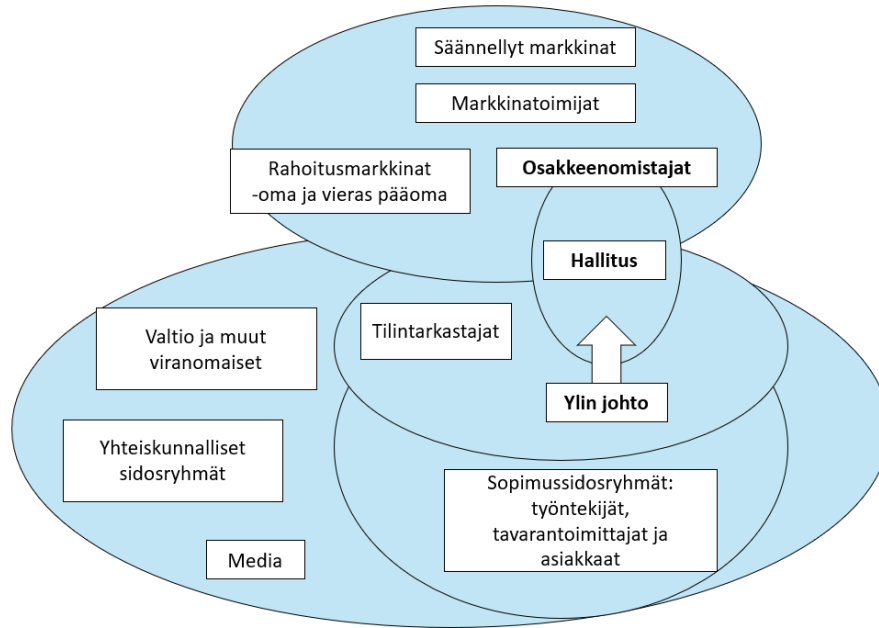
2 Teoreettinen viitekehys

2.1 Hyvä hallintotapa

Suomessa Corporate Governance tunnetaan hyvänä hallintotapana. Larckerin ja muiden (2007) mukaan hyvä hallintotapa viittaa niihin mekanismeihin, jotka vaikuttavat yrityksen johdon strategisiin päätöksiin silloin, kun omistuksen ja päätäntävällän välillä on ero. Sen tavoitteena on ratkaista ongelmia, jotka syntyvät omistuksen ja vallan erillisyydestä sekä valvoa, että yrityksen johto toimii omistajien etujen mukaisesti. Hallitus on keskeinen toimija hyvän hallintotavan mekanismien onnistumisessa. Tyypillisesti alan tutkimukset selvittävätkin, ovatko erilaiset yrityshallinnon rakenteet yhteydessä johtajien käyttäytymiseen ja yrityksen suorituskykyyn.

Flecknerin ja Hoptin (2013, s. 11–12) mukaan hyvän hallintotavan mekanismit voidaan jakaa sisäisiin ja ulkoihin. Yhdessä ne muodostavat keskeisen osan yritysten hallinnointia. Sisäiset mekanismit koskevat yrityksen sisäisten toimijoiden, kuten hallituksen ja osakkeenomistajien, välisiä valtasuhteita ja toimintaa. Ulkoisilla mekanismeilla tarkoitetaan yrityksen toimintaan liittyviä ulkopuolisia tekijöitä, kuten lainsäädäntöä ja yhteiskunnallisten sidosryhmien yhteyttä. Tilintarkastus toimii rajapintana sisäisten ja ulkoisten mekanismien välillä. Tilintarkastajat osallistuvat yrityksen sisäiseen taloudellisen raportoinnin prosessiin säilyttäen riippumattomuuden tarkastettavasta yrityksestä. Sisäiset ja ulkoiset mekanismit sekä tilintarkastus muodostavat kokonaisvaltaisen hyvän hallintotavan kehiksen, jonka avulla pyritään varmistamaan yritysten tehokas hallinnointi ja läpinäkyvyys.

Kuvio 1 kuvastaa yrityksen eri sidosryhmien välistä yhteyttä Trickerin (2015, s. 33) mallia mukaillen. Hallitus, osakkeenomistajat ja ylin johto nähdään niin kutsuttuina sisäisinä toimijoina ja ulkopuolelle jäävät ovat muita ulkoisia sidosryhmiä. Tilintarkastajilla on siinä mielessä merkittävä rooli, että he vaikuttavat taloudellisen raportoinnin prosessiin, mutta he ovat kuitenkin riippumattomia yrityksestä.



Kuvio 1. Sidosryhmät hyvässä hallintotavassa (mukaillen Tricker, 2015, s. 33).

Hyvän hallintotavan raportointia on tutkittu myös vertaillen sen yhteyttä vastuullisuusraportointiin (Corporate Social Responsibility, CSR). Chan ja muut (2014) tutkivat hyvän hallintotavan ja vastuullisuusraportoinnin mekanismeja sekä niiden välistä yhteyttä, joita yritykset hyödyntävät parantaakseen suhdettaan sidosryhmiin. Tutkimuksessa havaittiin, että hyvän hallintotavan ja vastuullisuusraportoinnin välillä on merkitsevä yhteys. Yritykset voivat parantaa vastuullisuusraportoinnin tiedonantoa kehittämällä hyvän hallintotavan laatua.

2.2 Agenttiteoria

Agenttiteoria on yksi keskeisimmistä teorioista hyvän hallintotavan tarkastelussa. Se selittää päämiehen eli osakkeenomistajien ja agenttien eli johtajien välistä suhdetta. Teorian keskeinen ajatus on, etteivät agentit aina toimi päämiesten etujen mukaisesti, sillä heidän tavoitteensa, motiivinsa ja pääsy tietoon usein eroavat toisistaan.

Berle ja Means (1932) loivat vuonna 1932 kirjassaan pohjan agenttiteorialle, käsitellen ensimmäistä kertaa omistuksen ja hallinnan eriytymistä suurissa yrityksissä ja sen

vaikutuksia päämies-agentti-ongelmiin. Heidän mukaansa agentit eli johtajat voivat toimia päämiesten eli omistajien etuja vastaan, mikä voi johtaa ristiriitoihin. Tämä näkökulma on ollut keskeinen agenttiteorian kehityksessä ja vaikuttanut merkittävästi hyvän hallintotavan teoreettiseen pohdintaan.

Jensen ja Meckling (1976) laajensivat Berlen ja Meansin vuonna 1932 esittämiä havain-toja määrittelemällä niin kutsutut agenttikustannukset (agency costs). He väittivät, että kustannukset syntyvät yrityksen johdon ja osakkeenomistajien tavoitteiden sovittami-sesta yhteen. Tämä tapahtuu tulospohjaisten kannustimien ja valvontajärjestelmien avulla. Kustannukset jaetaan kolmeen luokkaan: valvontakustannukset (monitoring costs), rajoittamiskustannukset (bonding costs) ja suorat sekä epäsuorat kustannukset (residual losses). Valvontakustannukset ovat kuluja, joita osakkeenomistajat maksavat valvoakseen, että johtajat toimisivat heidän etujensa mukaisesti. Rajoittamiskustannuk-set ovat kuluja, joita johtajat maksavat vakuuttaakseen osakkeenomistajille, etteivät he toimi osakkeenomistajien etujen vastaisesti. Suorat ja epäsuorat kustannukset syntyvät, kun johtajien päätökset eivät vastaa osakkeenomistajien tavoitteita, vaikka valvonta- ja rajoittamiskustannuksia olisi käytössä. Kyseessä ovat niin kutsutut jäännöskustannukset, jotka osoittavat jäljelle jäävän tehottomuuden tason päämies-agentti-suhteissa. Näiden kustannusten arviointi auttaa havaitsemaan ja mittaamaan agenttien ja päämiesten toi-mintaa ja niiden välisiä ristiriitoja.

Fama (1980) laajensi agenttiteoriaa esittämällä yrityksen sopimusten verkostona, jossa ilmenee ristiriitaisia intressejä osapuolten välillä. Hän korosti työmarkkinoiden roolia luonnollisena johtajien ja omistajien kannustimien yhdenmukaistajana, koska huonosti suorittavat johtajat saattavat menettää työpaikkansa. Tämä uusi markkinanäkökulma tarjosi kokonaisvaltaisemman näkemyksen hyvän hallintotavan rakenteiden ja ulkoisten taloudellisten voimien suhteesta. Fama ja Jensen (1983) käsittelevät päätöksentekoa ja riskin kantamista johtajien ja osakkeenomistajien välillä. Heidän mukaansa yrityksen hal-litus on keskeinen osa ylimmän johdon valvontaa ja varmistaa, etteivät johtajien päätök-set ole osakkeenomistajille epäsuotuisia. Hallitus vastaa suurten strategisten linjausten

hyväksymisestä ja ylimmän johdon, kuten toimitusjohtajan palkkaamisesta, irtisanomisesta ja palkitsemisesta. Tämä mahdollistaa, että hallitus toimii osakkeenomistajien edustajana, varmistaen, että yrityksen johto toimii osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Molemmat artikkelit tarjoavat näkemyksen siitä kuinka ulkoiset ja sisäiset valvontamekanismit auttavat vähentämään agenttikustannuksia.

Eisenhardt (1989) käsitteli artikkelissaan kriittisesti agenttiteorian käytännön toteutusta ja rajoituksia. Hän korosti, että tieto on keskeinen resurssi hyvässä hallintotavassa ja sitä osakkeenomistajat eivät voi suoraan hankkia. Tästä syystä budjetointi ja erityisesti hallitus on välttämättömiä keinoja johtajien toiminnan valvomisessa. Hallitus kykenee toimimaan sillanrakentajana osakkeenomistajien ja johdon välillä tarjoten samalla osakkeenomistajille tärkeää tietoa johdon toimista. Tämä osaltaan lisää johdon todennäköisyyttä toimia osakkeenomistajien etujen mukaisesti.

Eri tutkimukset ja näkökulmat agenttiteoriasta ovat muokanneet sitä vuosien saatossa. Agenttiteoria tarjoaa selkeän näkökulman siitä, kuinka johtajien toiminta saadaan eri keinoilla vastaamaan osakkeenomistajien tavoitteita korostamalla erilaisia kannustimia, valvontaa ja markkinavoimien kehitystä. Agenttiteoriaa voidaan soveltaa monin eri tavoin yritysten päätöksentekoon ja johtamiseen.

2.3 Stewardship-teoria

Stewardship-teoria eli taloudenhoitajateoria edustaa vastakkaista näkökulmaa perinteiselle agenttiteorialle. Glinkowska ja Kaczmarek (2015) pitävät agenttiteoriaa klassisena, kun taas stewardship-teoria edustaa modernimpaa lähestymistapaa, jossa valvovilla hallituksilla on merkittävä rooli yrityksen ohjaamisessa osallistuen aktiivisesti yrityksen päätöksentekoon ja neuvontaan. Martin ja Butler (2017) vertailevat tutkimuksessaan näitä teorioita johtajien käyttäytymismallien ja yrityksen tulosten näkökulmasta. Agenttiteoriassa johtajat nähdään ensisijaisesti omia etujaan ajavina henkilöinä, jotka tarvitsevat erillistä valvontaa ja kannustimia. Stewardship-teoriassa sen sijaan korostuu, että

johtajat voivat toimia sekä yrityksen että osakkeenomistajien etujen mukaisesti, mikäli he ovat luonnostaan sisäisesti motivoituneita eikä heidän toimintaansa tarvitse ohjata tiukalla valvonnalla. Hallituksen rooli stewardship-teoriassa on johtoa kohtaan tukeva, kannustava ja neuvoa antava eikä rajoittava ja valvova. Tällainen kumppanuus hallituksen ja johdon välillä voi edistää luottamusta ja yhteistyötä.

Stewardship-teoria on ristiriidassa agenttiteorian kanssa, mutta Martin ja Butler (2017) ehdottavat niin sanotun agentti-steward-jatkumon (agent-steward-continuum) luomista. Heidän mukaansa jokainen yritys ja toimiala on erilainen, eikä yksi hallintorakenne välttämättä sovi kaikille yrityksille sellaisenaan. Tämän vuoksi eri hallintorakenteita tulisi muokata vastaamaan johtajien luontaisia ominaisuuksia ja näiden kautta suunnitella valvonta- ja kannustinstrategioitaan, jotka lopulta johtavat esimerkiksi parempiin taloudellisiin tuloksiin. Tällaisen jatkumon luominen voi kuitenkin olla haastavaa, sillä jokainen yritys on ainutlaatuinen. Vaikka valmiita kaavoja voidaan kehittää, niiden soveltuvuus eri hallintorakenteista koostuville yrityksille eri toimialoilla ei ole itsestäänselvyys. Tärkeintä on, että hallitus tunnistaa ja ymmärtää, mihin kohtaan johtajat sijoittuvat agentti-steward-jatkumossa ja mukauttaa tarvittavan valvonnan ja tuen sen mukaisesti.

Davis ja muut (1997) käsittelevät agentti- ja stewardship-teoriaa ja ehdottavat niiden yhdistämistä. Heidän mukaansa teorian valikoitumiseen vaikuttaa sekä psykologiset että tilanteelliset tekijät. Mikäli johtajat toimivat stewardship-teorian mukaisesti, tulisi heille osoittaa enemmän luottamusta ja antaa enemmän valtaa, sillä he toimivat yrityksen ja sidosryhmien etujen mukaisesti. Heidän mukaansa yritysten tulisi käyttää agenttiteoriaa, kun johtajien ja omistajien edut eivät kohtaa ja stewardship-teoriaa, kun johtajien luontainen motivaatio vastaa omistajien etuja.

Keay (2017) käsittelee artikkelissaan hallitusten vastuullisuutta stewardship-teoriaa käytettäessä ja sitä sovellettaessa. Agentti- ja stewardship-teoria käsittelevät hallituksen asemaa eri tavalla. Stewardship-teoriassa hallituksen vastuullisuuden ja johtoon kohdistetun valvonnan tarvetta ei tule unohtaa, sillä se on edelleen tärkeää, vaikka yrityksen

johto ei sitä ominaisuuksien puolesta tarvitsisikaan niin paljon. Yrityksen johto on lopulta joka tapauksessa tilivelvollinen hallitukselle ja tilivelvollisuuden käsite on edelleen ollenainen. Keayn (2017) mukaan vastuullisuus luo läpinäkyvyyttä ja näin ollen parantaa yrityksen hallinnon laatua riippumatta siitä, mikä teoria ohjaa toimintaa. Vastuullisuus sisältää useita eri osa-alueita, kuten vuorovaikutuksen sidosryhmien kanssa, mikä edistää yhteistyötä ja ymmärrystä. Raportoinnin avoimuus takaa selkeää ja kattavaa tietoa sidosryhmille yrityksen tavoitteista ja arvoista sekä luo luottamusta omistajien ja johtajien välille. Vastuullisuus kattaa myös muun muassa seuraamukset, jotka asetetaan toiminnalle, mikäli johtajat tai heidän toimensa ovat yrityksen tavoitteiden vastaisia. Vastuullisuuden ja tilivelvollisuuden korostaminen varmistavat, että johto noudattaa yrityksen strategiaa ja tavoitteita. Tämä edistää yrityksen menestystä pitkällä aikavälillä.

2.4 Yrityksen taloudellinen suorituskyky ja sen mittaaminen

Kallungin (2022, s. 80–110) mukaan yrityksen taloudellista menestystä voidaan mitata monesta eri näkökulmasta. Perinteisesti tilinpäätösanalyysissä tarkastelu keskittyy usein eri tunnuslukuihin yksittäisinä mittareina, mutta niiden yhteys pääomamarkkinoiden odotuksiin jää vähäisemmälle huomiolle. Moderni tilinpäätösanalyysi vertaa tilinpäätöstietojen antamaa kuvaa pääomamarkkinoiden odotuksiin. Menestyvän yrityksen operatiivinen liiketoiminta on kannattavaa siinä määrin, että se tuottaa riittävästi tuottoa sekä omistajille että velkojille ja heidän sijoittamalleen pääomalle. Taloudellisen suorituskyvyn tunnuslukuja ovat esimerkiksi sijoitetun pääoman tuotto prosentti, nettotulos prosentti, liikevoittoprosentti ja oman pääoman tuotto prosentti.

Tutkimuksessa käytetään taloudellisen suorituskyvyn mittarina kokonaispääoman tuotto prosenttia eli ROA:a (Return on Assets). Yritystutkimus ry:n (2017, s. 66–67) mukaan kokonaispääoman tuotto prosentissa verrataan yrityksen tulosta ennen rahoituskuluja ja veroja koko yritystoimintaan sidottuun pääomaan. Tunnusluku on näin ollen riippumaton yrityksen veropolitiikasta tai yhtiömuodon tuomista verotuksellisista eroista.

Laskukaava:

Kokonaispääoman tuotto – % (ROA %)

$$= \frac{\text{Nettotulos} + \text{rahoituskulut} + \text{verot (12 kk)}}{\text{Oikaistun taseen loppusumma}} \times 100$$

keskimäärin tilikaudella = kokonaispääoma

$$\text{Rahoituskulut} = \text{Korkokulut ja muut rahoituskulut} + \text{kurssitappiot} \quad (1)$$

Yritystutkimus ry:n (2017, s. 66–67) mukaan yllä olevassa kaavassa (1) taseen eriä käytetään tilikauden alun ja lopun keskiarvoina. Jos tilikausi on lyhyempi tai pidempi kuin 12 kuukautta, tuottoprosentti muunnetaan vuositasolle. Tämä tehdään jakamalla osoittaja tilikauden kuukausien määrällä, jonka jälkeen tulos kerrotaan kahdellatoista, jotta saadaan vastaava vuosituotto. Kokonaispääoman tuotolle Yritystutkimus ry (2017, s. 67) on antanut ohjeita, jossa yli 10 % on hyvä, 5–10 % on tyydyttävä ja alle 5 % on heikko.

Yritystutkimus ry:n (2017, s. 67) mukaan kokonaispääoman tuottoaste mittaa yrityksen kykyä tuottaa tulosta koko toimintaan sitoutuneelle pääomalle. Tunnusluku on sijoitetun pääoman tuottoastetta (return on investment, ROI) hyödyllisempi erityisesti tilanteissa, joissa pääomaan jakautuminen korolliseen ja korottomaan osaan ei ole selvä.

Yritystutkimus ry:n (2017, s. 67) mukaan arvonkorotuksilla on yhteys tunnuslukujen toimintaan. Tuotto prosentit jäävät alhaisemmiksi niillä yrityksillä, jotka ovat tehneet arvonkorotuksia sen sijaan, että olisivat perustaneet tasearvonsa vain hankinta-arvoihin. Tämän lisäksi yksittäisen yrityksen eri vuosien välisessä vertailussa voi ilmetä jatkuvuuden katkoksia niinä vuosina, kun arvonkorotus on tehty tai purettu.

Core ja muut (2006) pitävät kokonaispääoman tuotto prosenttia erityisen hyvänä mittarina yrityksen taloudellisen suorituskyvyn arvioinnissa etenkin, kun tutkitaan hyvän hallintotavan ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä yhteyttä. Coren ja muiden (2006) mukaan kokonaispääoman tuotto prosentti on luotettavampi kuin oman pääoman tuotto (return on equity, ROE), koska siihen eivät vaikuta velkavipu, kertaluonteiset erät

tai muut harkinnanvaraiset tekijät. Tämä tekee kokonaispääoman tuotto prosentista vakaan ja selkeän mittarin yrityksen operatiiviselle suorituskyvyille, sillä se heijastaa tulosta suhteessa kokonaisvaroihin ilman oman pääoman tuottoasteeseen liittyviä vääristymiä. Useat muut tutkijat, kuten Polson ja Scott (2012) sekä Kyere ja Ausloos (2021), ovat käyttäneet kokonaispääoman tuotto prosenttia taloudellisen suorituskyvyn mittarina, toisinaan yhdistettynä esimerkiksi Tobinin Q:hun (Tobin's Q). Tobinin Q on saanut nimensä Nobel palkitulta taloustieteilijä James Tobinilta vuonna 1969. Suhdeluku Q kuvastaa yrityksen markkina-arvon ja sen varojen korvauskustannusten välistä suhdetta (Tobin, 1969).

2.5 Yrityksen taloudellinen riski ja sen mittaaminen

Yrityksen taloudellista riskiä voidaan arvioida erilaisten mittareiden avulla, joista keskeisiä ovat velkaantumisaste ja maksuvalmiuden tunnusluvut. Velkaantumisaste (debt ratio) kertoo, kuinka suuri osa yrityksen varoista on rahoitettu velalla ja siten kuvaa yrityksen riippuvuutta velkarahoituksesta. Tunnusluku on tärkeä, koska korkea velkaantumisaste voi lisätä yrityksen taloudellista riskiä erityisesti epävarmoina aikoina.

Maksuvalmiuden tunnusluvut current ratio ja quick ratio puolestaan auttavat arvioimaan yrityksen kykyä hoitaa lyhytaikaisia veloitteitaan erääntymishetkellä. Maksuvalmiuden arvioinnissa voidaan hyödyntää varantoperusteista, että virtaperusteista lähestymistapaa, joista ensimmäinen keskittyy yrityksen nopeasti rahaksi muutettavien varojen määrään suhteessa lähiaikoina erääntyviin velkoihin ja toinen juoksevan tulorahoituksen riittävyyteen maksuvelvoitteiden hoitamisessa.

Seuraavissa alaluvuissa käsitellään tarkemmin tutkimukselleni asetetut taloudellista riskiä kuvaavat tunnusluvut velkaantumisaste ja maksuvalmiuden current ratio. Ne toimivat tutkimuksessani selitettävänä muuttujina kokonaispääoman tuottoasteen kanssa. Alaluvuissa käsitellään lisäksi niiden merkitystä yrityksen taloudellisen riskin arvioinnissa sekä niiden mittaamiseen käytettyjä kaavoja.

2.5.1 Velkaantumisaste

Velkaantumisaste (debt ratio) ei ainoastaan kuvasta yrityksen riippuvuutta velkarahoituksesta, vaan se toimii myös mittarina yrityksen likviditeettiriskille ja sen arvioimiselle. Yrityksen korkea velkaantumisaste on yhteydessä taloudellisiin riskeihin. Yritys voi joutua haavoittuvaan asemaan maksuvalmiuden heiketessä, koska velkojen hoitaminen vaikeutuu. Matala velkaantumisaste puolestaan viittaa vähäisempään velkarahoituksen käyttöön ja tuo yritykselle taloudellista joustavuutta, mikä voi auttaa selviytymään paremmin erilaisissa haastavissa taloudellisissa tilanteissa.

Magnanellin ja Izzon (2017) mukaan velkaantumisaste kuvaa yrityksen velkojen osuutta sen kokonaisvaroista ja toimii tärkeänä taloudellisen riskin mittarina. Velkaantumisaste on positiivisesti yhteydessä lainakustannuksiin, eli mitä suurempi osuus yrityksen rahoituksesta on velkarahoitusta, sitä korkeammat sen lainakustannukset ovat. Rahoituslaitokset näkevät korkean velkaantumisasteen merkkinä kohonneesta riskistä, mikä johtaa korkeampiin korkoihin ja vaikeuttaa yrityksen mahdollisuuksia edulliseen rahoitukseen.

Faman ja Frenchin (2002) mukaan velkaantumisasteella on merkittävä rooli yrityksen taloudellisen suorituskyvyn arvioinnissa. Korkea velkaantumisaste lisää yrityksen riskiä ja vaikuttaa sen taloudellisiin päätöksiin. Yleisesti kannattavammat yritykset käyttävät vähemmän velkaa, sillä ne voivat tukeutua omiin pääomiinsä tai sisäisiin varoihinsa ulkoisen rahoituksen sijaan. Tämä negatiivinen yhteys kannattavuuden ja velkaantumisasteen välillä on linjassa pecking order -teorian kanssa, jonka mukaan yritykset suosivat sisäisiä varoja lisäriskien välttämiseksi.

Alapuolella olevan kaavan (2) mukaisesti velkaantumisaste lasketaan jakamalla yrityksen kokonaisvelat kokonaisvaroilla samalla tavoin kuin esikuva-artikkelissa:

$$\text{Velkaantumisaste} = \frac{\text{Kokonaisvelat}}{\text{Kokonaisvarat}} \quad (2)$$

Kaava (2) antaa prosenttiosuuden tai suhdeluvun, joka kertoo, kuinka suuri osa yrityksen varoista on rahoitettu velalla. Mitä korkeampi velkaantumisaste, sitä riippuvaisempi yritys on velkarahoituksesta, mikä voi lisätä taloudellista riskiä erityisesti epävarmoissa taloudellisissa olosuhteissa. Mikäli yrityksen velkaantumisaste on yli 50 %, on yrityksen taaseessa enemmän vierasta pääomaa kuin omaa pääomaa. Velkaantumisaste vaihtelee paljon toimialoittain.

2.5.2 Maksuvalmius

Laitinen ja Laitinen (2014, s. 124–125) mukaan maksuvalmiudella tarkoitetaan yrityksen kykyä suoriutua maksuvelvoitteistaan niiden erääntyessä. Tämä on tärkeää, sillä kannattava ja vakavarainenkin yritys voi joutua maksuvaikeuksiin, jos likvidejä varoja ei ole riittävästi käytettävissä oikeaan aikaan. Maksuvalmius voidaan jakaa varantoperusteiseen (staattiseen) ja virtaperusteiseen (dynaamiseen) näkökulmaan. Varantoperusteinen maksuvalmius tarkastelee nopeasti rahaksi muutettavien varojen ja lyhytaikaisten velkojen suhdetta, kun taas virtaperusteinen maksuvalmius arvioi tulorahoituksen riittävyttä maksuvelvoitteiden hoitamiseen. Varantoperusteinen maksuvalmius kuvaa yrityksen kykyä suoriutua lyhytaikaisista maksuvelvoitteistaan pelkästään sen hetkisten likvidien varojen avulla, ilman että juoksevat tulot ja menot vaikuttavat arvioon. Tätä mitataan vertaamalla lyhytaikaista omaisuutta lyhytaikaiseen vieraaseen pääomaan. Mitä suurempi likvidien varojen määrä on suhteessa lyhytaikaisiin velkoihin, sitä paremmat mahdollisuudet yrityksellä on selviytyä lähiajan maksuvelvoitteistaan. Staattinen tarkastelu keskittyy tiettyyn hetkeen ajanjakson sijaan.

Laitinen ja Laitinen (2014, s. 125–126) mukaan yrityksen maksuvalmiutta voidaan mitata tunnusluvuilla quick ratio ja current ratio. Quick ratio keskittyy siihen, kuinka hyvin yritys pystyy kattamaan lyhytaikaiset velkansa nopeasti rahaksi muutettavilla varoilla, kuten käteisellä ja lyhytaikaisilla saamisilla. Sen tavoitealarajaksi asetetaan usein arvo 1, jolloin yrityksen rahoitusomaisuus kattaa täsmälleen lyhytaikaiset velat, mikä muodostaa 100 %

rahoituksellisen puskurin. Jos quick ration arvo putoaa alle 0,5, maksukyvyttömyyden riski voi kasvaa.

Laitinen ja Laitinen (2014, s. 126) mukaan current ratio tarjoaa quick ratiota laajemman kuvan yrityksen maksuvalmiudesta, sillä se huomioi myös vaihto-omaisuuden, kuten raaka-aineet ja varastot, jotka voivat olla nopeasti muutettavissa rahaksi. Current ratio lasketaan jakamalla yrityksen rahoitus- ja vaihto-omaisuus lyhytaikaisella vieraalla pääomalla. Usein tavoitteena on, että current ration arvo olisi vähintään 2, mikä tarkoittaisi, että yrityksellä on kaksinkertaiset likvidit varat lyhytaikaisiin velkoihin nähden. Tällainen 200 % puskuritaso voi parantaa yrityksen taloudellista vakautta lyhyellä aikavälillä. Current ration soveltuvuus voi kuitenkin vaihdella toimialoittain, sillä joidenkin toimialojen varastojen arvo voi vaihdella merkittävästi ja siten vaikuttaa tunnusluvun luotettavuuteen.

Current ratio kuvaa tutkimuksessa yrityksen maksuvalmiutta lyhytaikaisiin velkoihin nähden ja se lasketaan seuraavalla kaavalla (3):

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Lyhytaikaiset varat}}{\text{Lyhytaikaiset velat}} \quad (3)$$

Yllä olevassa current ration kaavassa (3) lyhytaikaiset varat jaetaan lyhytaikaisilla veloilla. Current ratio antaa arvokasta tietoa yrityksen lyhyen aikavälin maksuvalmiudesta, sillä se osoittaa, kuinka hyvin yritys pystyy suoriutumaan velvoitteistaan ilman ulkoisen rahoituksen tarvetta. Yleisesti ottaen korkeampi current ratio viittaa parempaan maksuvalmiuteen ja taloudelliseen vakauteen lyhyellä aikavälillä. Current ratiolle Yritystutkimus ry (2017, s. 75) on antanut ohjearvoja, jossa yli 2 on hyvä, 1–2 on tyydyttävä ja alle 1 on heikko.

3 Hallituksen toiminnan perustana on hyvä hallintotapa

Yrityksen hallituksen ensisijainen tehtävä on valvoa ja ohjata yrityksen johtoa varmistaen, että osakkeenomistajien eduista huolehditaan. Hallituksen toiminnan perusta on hyvä hallintotapa, joka koostuu säädöksistä, ohjeistuksista ja käytännöistä, jotka varmistavat yrityksen läpinäkyvyyden, vastuullisuuden ja tehokkaan riskienhallinnan. Hallitus vastaa päätöksistä, jotka vaikuttavat yrityksen pitkän aikavälin taloudelliseen tulokseen ja sidosryhmien luottamukseen. Hyvä hallintotapa vähentää yrityksen altistumista taloudellisille riskeille ja vahvistaa sen kilpailuasemaa markkinoilla.

Tässä luvussa tarkastellaan hyvän hallintotavan yleisiä periaatteita, sen sääntelyä ja hallituksen kokoonpanon merkitystä suhteessa yrityksen taloudelliseen tulokseen ja riskienhallintaan. Luvussa keskitytään erityisesti hallituksen koon, riippumattomuuden, toimitusjohtajan kaksoisroolin ja hallituksen monimuotoisuuden vaikutuksiin yrityksen hallinnassa ja riskienhallinnassa ja asetetaan tutkimushypoteesit

3.1 Hyvä hallinnointitapa yleisesti ja sen sääntely

Yhdysvalloissa hyvä hallintotapa perustuu lakiin, säädöksiin ja parhaisiin käytäntöihin, joilla on tarkoituksena varmistaa yrityksen läpinäkyvyys, vastuuvollisuus ja oikeudenmukaisuus yrityksen johtamisessa. Talousskandaaleista ja tehdyistä virheistä on opittu ja niiden pohjalta on luotu uusia keinoja niiden välttämiseksi. Paine oikein toimimiseen tulee pääosin rahoitusmarkkinoilta, joten yrityksillä on tärkeä tehtävä pitää yritys nykymaailmassa houkuttelevana sijoituskohteena sijoittajille.

Trickerin (2015, s. 13) mukaan Yhdysvalloissa yritysten on noudatettava sen osavaltion yhtiölakia, jossa ne on perustettu sekä Yhdysvaltojen yleisesti määritettyjä kirjanpitolaakeja (GAAP). Yritysten on myös täytettävä SEC:n (United States Securities and Exchange Commission) eli Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoita valvoman elimen vaatimukset ja kaikkien niiden pörssien säännöt, joissa ne ovat listattuina. Yhdysvaltojen hyvän

hallintotavan ohjeistuksen perusta luotiin vuonna 1997, kun US Business Roundtable -järjestö julkaisi asiaa koskevan lausunnon. Lausuntoa päivitettiin vuonna 2002. Yhdysvalloissa hyvän hallintotavan noudattaminen perustuu suurilta osin pakollisiin säädöksiin ja lakeihin, eikä harkinnanvaraiseen "noudata tai selitä" -periaatteeseen (Tricker, 2015, s. 13). Mikäli yritys siis poikkeaa annetuista hyvän hallintotavan ohjeistuksista, sen on julkisesti perusteltava poikkeamat. Ohjeistusten noudattamiseen kohdistuu merkittävää painetta erityisesti rahoitusmarkkinoilta ja osakkeenomistajilta.

Trickerin (2015, s. 16) mukaan American Law Institute julkaisi joukon yleisiä hallintoperiaatteita, jotka herättivät edelleen keskustelua hallitusten ja johtajien sääntelystä. SEC julkaisi uudet listautumisvaatimukset vuonna 2003, jotka heijastivat monia NACD (National Association of Corporate Directors) antamia suosituksia. Vuonna 2002 Yhdysvalloissa säädettiin Sarbanes-Oxley-laki (SOX, Sarbox), joka asetti uusia tiukkoja vaatimuksia kaikille Yhdysvalloissa listatuille yritysten hallituksille. Laki tiukensi merkittävästi yrityshallinnolle asetettuja vaatimuksia ja nosti kustannuksia. New Yorkin pörssi ja Nasdaq heijastivat annetut säännökset listautumissääntöihinsä. Tämän myötä ainoastaan riippumattomat johtajat saivat kuulua tilintarkastus- ja palkitsemisvaliokuntiin sekä osakkeenomistajien tuli hyväksyä suunnitelmat johtajien osakeoptioista ja johtajille myönnettyt lainat kiellettiin. Myös tilintarkastusyhteisöjen valvontaa tiukennettiin ja niiden valvomiseksi perustettiin uusi toimielin. Tilintarkastajat eivät muun muassa enää saaneet myydä muita tilintarkastukseen liittymättömiä palveluitaan tilintarkastettaville yrityksilleen.

Uudet ohjeistukset ja lait hyvään hallintotapaan ja myös muihin hallintotapoihin liittyen ovat usein seurausta erilaisista laajoista skandaaleista. Ben Saad ja Belkacem (2022) listavat ehkä tunnetuimpia talousskandaaleja, kuten Enron, Worldcom ja Wirecard, joiden jälkeen on tehty lukuisia toimenpiteitä ja pohdintoja, kuinka sijoittajien luottamusta ja yrityksen taloudellista läpinäkyvyyttä saadaan parannettua sekä kuinka perinteisiä riskejä saadaan vähennettyä. Toimenpiteet ovat peräisin niin valtiolta kuin yksityisiltä toimijoilta sekä esimerkiksi kansainvälisiltä järjestöiltä ja muilta liike-elämän edustajilta.

Nämä toimet ovat johtaneet joukkoon erilaisia lakeja ja hallinnon ohjeistuksia niiden parantamiseksi.

3.2 Hyvä hallintotapa yrityksissä

Suurimmissa yrityksissä on laajemmat tarpeet monimutkaisempiin hallintorakenteisiin ja eri valvontamekanismeihin, joilla seurataan muun muassa johdon toimintaa ja taloudellista raportointia. Tällä yritykset varmistavat tehokkaan päätöksenteon ja että osakkeenomistajien edut otetaan huomioon. Hussain ja muut (2024) keskittyivät tutkimuksessaan yrityksen koon merkitykseen tutkimus- ja kehitysinvestointien ja hyvän hallintotavan suhteessa. Tulokset pääosin osoittivat, että yrityksen koko muokkasi hyvän hallintotavan mekanismien vaikutuksia tutkimus- ja kehitysinvestointeihin ja oli näin ollen varsin keskeinen tekijä. Suurissa yrityksissä on lähtökohtaisesti mahdollisuudet suurempiin investointeihin ja mahdollista suunnata enemmän resursseja haluttuihin osa-alueisiin esimerkiksi riskienhallintaan tai valvontaan sen sijaan, että investoitaisiin vain välttämättömyyksiin. Yrityksen suurempi koko mahdollistaa laajemman ja kattavamman hyvän hallintotavan käytäntöjen toteuttamisen. Samalla hyvän hallintotavan noudattaminen on erityisen tärkeää sillä suuremmat yritykset vaativat monimutkaisempia hallintorakenteita ja valvontamekanismeja, mikä osaltaan lisää päätöksenteon monimutkaisuutta.

Bernawatin ja Bataran (2019) tutkimuksen tulokset osoittavat, että iältään vanhemmat yritykset pystyvät tehokkaammin toteuttamaan ja ylläpitämään omia hyvän hallintotavan mekanismejaan. Tämä heijastuu positiivisesti niiden taloudelliseen suorituskykyyn ja riskienhallintaan. Tutkimuksessa vertailtiin miten vanhempien ja nuorempien yritysten hallintotavat eroavat toisistaan ja kuinka nämä erot vaikuttavat yritysten taloudellisiin riskeihin ja investointipäätöksiin. Tutkimuksen mukaan vanhemmilla yrityksillä on pidemmällä aikavälillä kehittynyt vakiintuneempi ja tehokkaampi hyvään hallintotapaan perustuva hallinnointi- ja ohjausjärjestelmä. Tämä johtuu siitä, että vanhemmilla yrityksillä on ollut enemmän aikaa kehittää rakenteitaan ja prosessejaan, erityisesti niiden valvontamekanismeja. Näiden yritysten parempi riskienhallinta näkyy esimerkiksi niiden

pääomarakenteessa, esimerkiksi vanhemmat yritykset luottavat enemmän omaan pääomaan, mikä tekee niistä taloudellisesti vakaampia ja vähemmän alttiita taloudellisille riskeille, jotka liittyvät velkarahoitukseen.

Bernawati ja Batara (2019) havaitsivat, että nuoremmilla yrityksillä ei ole vielä yhtä kehittyneitä hyvän hallintotavan järjestelmiä, mikä altistaa ne suuremmille taloudellisille riskeille. Nuoremmilla yrityksillä on usein haasteita rahoitusmarkkinoille pääsyssä ja ne turvautuvat enemmän velkarahoitukseen, mikä lisää niiden riskialttiutta. Tämä saattaa johtua siitä, että nuoremmat yritykset eivät ole vielä saavuttaneet samaa tasoa uskottavuudessa ja luotettavuudessa, mikä on tyypillistä vanhemmille yrityksille. Tutkimuksen löydökset korostavat myös sitä, että yrityksen iällä on merkitsevä yhteys sen hyvän hallintotavan käytäntöihin. Vanhemmat yritykset hyötyvät vakiintuneista hallintotavoista, jotka on kehitetty vuosien varrella useiden taloudellisten syklien aikana. Näiden kehittyneiden valvontajärjestelmien ansiosta ne voivat hallita riskejä tehokkaammin ja parantaa taloudellista suorituskykyään. Vanhemmilla yrityksillä on siten ikänsä ja vakaan maineen tuoma etulyöntiasema, kun taas nuoremmat yritykset kohtaavat suurempia haasteita hallintotapojensa kehittämisessä ja taloudellisten riskien hallinnassa.

Kieschnick ja Moussawi (2018) tarkastelivat yrityksen iän yhteyttä pääomarakenteen valintaan ja hyvän hallintotavan käytäntöihin. Tutkimuksen tulokset osoittivat, että vanhemmat yritykset käyttivät vähemmän velkaa kuin nuoremmat yritykset. He selittävät tätä sillä, että vanhemmat yritykset ovat kehittäneet vahvempia hyvän hallintotavan käytäntöjä, jotka mahdollistavat vakaamman päätöksenteon ja pienemmän riippuvuuden velkarahoituksesta. Vakiintuneet hallintotavat, kuten hallituksen kokoonpano ja yrityksen säännökset, tarjoavat enemmän valvontaa ja vähentävät yritysten halukkuutta ottaa riskejä velan muodossa.

3.3 Hallituksen kokoonpanon merkitys ja taloudelliset riskit

Hyvä hallintotapa, kuten Tricker (2015, s. 21) toteaa, tarkoittaa liikearvon luomista samalla riskejä tehokkaasti halliten. Vaikka ylin johto on tärkeässä osassa prosessia ja vastuussa yrityksen päivittäisistä toimista, hallituksen vastuulla on varmistaa, että riskejä hallitaan asianmukaisesti ja päätökset tukevat yrityksen pitkäaikaista kehitystä. Epäonnistuminen voi altistaa yrityksen vakaville strategisille riskeille ja voi pahimmillaan uhata liiketoiminnan jatkuvuutta. Tämän takia riskit ovat tärkeää tunnistaa ajoissa, jotta tilanteisiin voidaan reagoida tehokkaasti. Historiassa on osoittanut, että johtajat eivät ole aina täysin ymmärtäneet yritystensä altistumista strategiselle riskille, mikä on johtanut merkittäviin ongelmiin. Vaikka aiemmissa tutkimuksissa on käsitelty laajalti hyvän hallintotavan yhteyttä yritysten taloudellisiin riskeihin, ei tutkimuksissa ole esikuvatutkimukseni Al Mutairin ja Bakarın (2023) tavoin tutkittu yrityksen taloudellisia riskejä nimenomaan likviditeetti- ja luottoriskin näkökulmista. Tästä syystä aiemmissa tutkimuksissa on yleisesti huomioitu hyvän hallintotavan mekanismeihin kuuluvien ominaisuuksien yhteyttä yritysten taloudellisiin riskeihin.

3.3.1 Hallituksen koko

Wang (2011) tarkasteli tutkimuksessaan hallituksen koon vaikutusta yritysten taloudellisiin riskeihin Yhdysvalloissa vuosina 1992–2004. Tutkimuksen tulokset osoittivat, että pienemmät hallitukset kannustavat toimitusjohtajia ottamaan enemmän riskejä tarjoamalla vahvempia kannustimia, kuten suurempaa yhteyttä osakekurssien volatilitettiin. Tämä näkyy riskialttiimpina strategioina, kuten tutkimus- ja kehitysinvestointeina, sekä korkeampana tulevaisuuden riskitasona kassavirran ja osakekurssien vaihtelussa. Suuremmat hallitukset puolestaan suosivat varovaisempaa päätöksentekoa, mikä vähentää taloudellisia riskejä, mutta saattaa hidastaa päätöksentekoa ja rajoittaa kasvumahdollisuuksia. Wang (2011) toteaa, että pienemmät hallitukset suosivat usein alhaisempaa velkavipua, koska se auttaa välttämään velkarahoitukseen liittyviä riskejä, kuten aliarvotusongelmia. Toisaalta suuremmat hallitukset kykenevät hallitsemaan korkeampaa

velkavipua tehokkaammin ja tukevat tasapainoisempia päätöksiä. Yhteenvetona pienet hallitukset edistävät aktiivisempaa riskinottoa ja strategista rohkeutta, kun taas suuremmat hallitukset keskittyvät riskienhallintaan ja vakauteen, tehden hallituksen koosta keskeisen tekijän yrityksen taloudellisia riskejä koskien.

Frankin ja Goyalin (2009) tutkimuksessa todettiin, että suuremmat yritykset ja ne, joilla on paljon aineellisia varoja, suosivat suurempaa velkavipua ja käyttävät enemmän velkaa. Tämä johtuu siitä, että aineelliset varat voivat toimia vakuutena lainoille. Toisaalta yritykset, jotka tekevät enemmän voittoa ja ovat kannattavampia, suosivat velan ottamisen sijaan omien varojen käyttöä rahoitukseen. Tällä on yhteyttä yrityksen pääomarakenteeseen ja sitä kautta myös suoraan kokonaispääoman tuottoon.

Haider ja Fang (2016) tarkastelivat tutkimuksessaan hallituksen koon vaikutusta kiinalaisten yritysten taloudellisiin riskeihin vuosina 2008–2013. Tulokset osoittivat, että suuremmat hallitukset ovat vähemmän alttiita ottamaan riskejä, mikä johtuu päätöksenteon monimutkaisuudesta ja hallituksen yksimielisyyden saavuttamisen vaikeudesta. Tämä varovaisuus vähentää taloudellisia riskejä etenkin yksityisy yrityksissä, joissa heikko oikeusjärjestelmä ja valvontamekanismien puute vaikuttavat voimakkaasti riskinottoon. Valtion omistamissa yrityksissä suurempi hallitus sen sijaan liittyi korkeampaan riskinottoon, koska valtion nimittämällä johtajilla oli poliittisia kannustimia tehdä rohkeampia päätöksiä, jotka voivat edistää heidän uraansa valtionhallinnossa. Yhteenvetona tutkimus osoittaa, että hallituksen koon vaikutus taloudellisiin riskeihin vaihtelee merkittävästi omistusrakenteen ja toimintaympäristön mukaan. Suuremmat hallitukset vähentävät yksityisy yrityksissä yleensä riskinottoa, mutta valtion omistamissa yrityksissä ne voivat edistää rohkeampaa päätöksentekoa.

Akbar ja muut (2017) tarkastelivat hallituksen koon vaikutusta yrityksen taloudellisiin riskeihin Iso-Britannian finanssisektorilla vuosina 2003–2012. Tulokset osoittivat, ettei hallituksen koon ja riskinoton välillä löytynyt tilastollisesti merkittävää yhteyttä. Tämä viittaa siihen, että hallituksen koon vaikutus taloudellisiin riskeihin voi riippua muista

tekijöistä, kuten hallituksen rakenteesta ja toimintaympäristöstä. Riippumattomat johtajat vähensivät riskinottoa tehokkaan valvontansa ansiosta, sillä heidän roolinsa korosti varovaisempaa päätöksentekoa. Toisaalta hallituksissa toimivien riskivaliokuntien läsnäolo lisäsi hallittua riskinottoa strategisen analyysin kautta, mikä mahdollisti paremman riskienhallinnan. Yhteenvetona hallituksen koko ei yksinään määritä yrityksen riskinoton tasoa, mutta rakenteelliset tekijät, kuten riippumattomien johtajien rooli ja riskivaliokuntien aktiivisuus vaikuttavat merkittävästi yritysten riskikäyttäytymiseen. Tämä korostaa, että hallituksen vaikutus riskinottoon riippuu monista asioista ja organisaation erityispiirteistä.

Tutkimukset osoittavat, että hallituksen koon ja yritysten taloudellisten riskien välinen yhteys vaihtelee merkittävästi toimintaympäristön ja omistusrakenteen mukaan. Wang (2011) havaitsi, että pienemmät hallitukset kannustavat riskinottoon vahvempien kannustimien ja rohkeampien strategioiden kautta, kun taas suuremmat hallitukset suosivat varovaisempaa päätöksentekoa. Haider ja Fang (2016) korostivat, että Kiinassa suuremmat hallitukset vähentävät riskinottoa yksityisyrietyksissä, mutta valtion omistamissa yrityksissä ne voivat lisätä riskejä poliittisten kannustimien vuoksi. Akbar ja muut (2017) havaitsivat, ettei hallituksen koko yksin määritä riskinottoa, vaan muut rakenteelliset tekijät, kuten riippumattomien johtajien roolit ja riskivaliokunnat vaikuttavat merkittävästi yritysten riskikäyttäytymiseen.

Aiempiin tutkimustuloksiin sekä tutkimukseni esikuvatutkimuksen, Al Mutairin ja Bakarin (2023) asettamiin hypoteeseihin pohjautuen asetan tutkimukseni ensimmäiseksi hypoteesiksi:

H1: Hallituksen koolla on merkitsevä negatiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudellisiin riskeihin.

3.3.2 Hallituksen riippumattomuus

Ozdemir ja muut (2021) tarkastelivat hallituksen riippumattomuuden yhteyttä matkailualan yritysten riskinottoon Yhdysvalloissa. Tutkimus kattoi julkisesti noteerattuja yrityksiä hotelli-, ravintola- ja lentoyhtiöaloilta. Tutkimuksen aineistona käytettiin tilinpäätöstietoja ja markkinadataa. He havaitsivat, että riippumattomuus hallituksessa vähensi merkittävästi kokonaisriskiä, mutta kun hallituksella oli korkea riippumattomuuden taso, hallituksen monimuotoisuuden yhteys riskien vähentämiseen oli pienempi. Tämä johtui siitä, että riippumattomat hallitukset pystyivät jo tehokkaasti valvomaan johdon päätöksiä.

Hatane ja muut (2019) tarkastelivat hallituksen riippumattomuuden yhteyttä Indonesian maatalous-, kaivos- ja kiinteistöalan yrityksissä. Aineistona käytettiin 62 yritystä ajanjaksoilta 2013–2017. Tutkimuksessa keskityttiin kolmeen riskityyppiin: kokonaisriskiin, omaisuustuottojen riskiin ja idiosynkraattiseen eli yrityskohtaiseen riskiin. Tulokset osoittivat, että hallituksen riippumattomuus vähensi merkittävästi sekä kokonaisriskiä että idiosynkraattista riskiä, mutta lisäsi omaisuustuottojen riskiä. Tämä viittaa siihen, että riippumattomat hallitukset voivat kannustaa riskialttiimpiin, mutta tuottavampiin investointeihin, samalla kun ne hallitsevat tehokkaasti yrityksen sisäisiä riskejä. Tutkimuksessa painotettiin, että riippumattomat jäsenet voivat auttaa arvioimaan paremmin yrityksen taloudellista tilannetta. Tutkimuksessa myös todettiin, että yrityksen sisäinen riski on ainoa hallittavissa oleva riski, jonka hallitus voi omalla toiminnallaan minimoida.

Alzayed ja muut (2023) tutkivat hallituksen riippumattomuuden yhteyttä rahoituslaitosten riskinottoon Yhdysvalloissa. Heidän tutkimuksensa kattoi 3116 rahoituslaitosta vuosilta 2011–2018. Tutkimuksessa käytettiin monia eri riskimittareita, muun muassa osaketuottojen volatilitietin ja idiosynkraattisen eli yrityskohtaisen riskin. Tutkimuksessa havaittiin, että riippumattomammat hallitukset johtivat yrityksissä alhaisempaan riskitasoon, erityisesti volatilitietin osalta. Liiallinen riippumattomuus voi kuitenkin aiheuttaa haasteita tiedon epäsymmetrian vuoksi, mikä heikentää hallituksen kykyä hallita kaikkia taloudellisia riskejä tehokkaasti.

Aiempiin tutkimustuloksiin sekä tutkimukseni esikuvatutkimuksen, Al Mutairin ja Bakarin (2023) asettamiin hypoteeseihin pohjautuen asetan tutkimukseni toiseksi hypoteesiksi:

H2: Hallituksen riippumattomuudella on merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudellisiin riskeihin.

3.3.3 Toimitusjohtajan kaksoisrooli

Chen ja muut (2017) tutkivat toimitusjohtajan kaksoisroolin yhteyttä pörssiyritysten osakekurssien romahdusriskiin Kiinassa. Tutkimuksen aineistona käytettiin 12282 yritysvuotta vuosilta 2004–2014. Tutkimuksen tulokset osoittivat, että kaksoisrooli lisää merkittävästi osakekurssien romahdusriskiä, erityisesti yrityksissä, joissa tiedon epäsymmetria on suuri, eli osakkeenomistajilla ja ulkoisilla sijoittajilla on vähemmän tietoa kuin yrityksen johdolla. Lisäksi kilpailun vähäisyys markkinoilla voi edelleen lisätä tätä riskiä, koska kilpailun puute heikentää yrityksen valvontamekanismeja ja vähentää johdon painetta tehdä tehokkaita päätöksiä. Kaksoisroolin omaavilla toimitusjohtajilla on enemmän valtaa ja kykyä hallita taloudellisten tietojen julkistamista, mikä mahdollistaa esimerkiksi negatiivisten uutisten hallitsemisen. Kun nämä tiedot lopulta paljastuvat, ne aiheuttavat osakekurssien äkillisen romahduksen. Tämä riski kasvaa erityisesti, kun yrityksellä on heikko markkinakilpailu ja vähäinen valvonta.

Bliss ja muut (2007) tutkivat toimitusjohtajan kaksoisroolin yhteyttä tilintarkastusriskiin ja tilintarkastuskustannuksiin Malesian pörssiyrityksissä. Aineistona oli 447 julkisesti listattua yritystä vuodelta 2001. Tutkimuksessa havaittiin, että kaksoisroolisilla toimitusjohtajilla yritykset maksavat korkeampia tilintarkastuspalkkioita, mikä johtuu ulkoisten tilintarkastajien havaitsemasta korkeammasta riskistä. Kaksoisrooli heikentää hallituksen kykyä valvoa yrityksen toimintoja tehokkaasti, mikä lisää riskiä taloudellisessa raportoinnissa ja sisäisessä valvonnassa. Tutkimuksessa kuitenkin havaittiin, että riippumattomista jäsenistä koostuvat tarkastusvaliokunnat voivat lieventää kaksoisroolin tuomia

riskejä. Yrityksissä, joissa tarkastusvaliokunta oli vahvasti riippumaton, tilintarkastajat havaitsivat pienempiä tilintarkastusriskejä ja tällöin tilintarkastuskustannukset olivat matalammat.

Lin ja muut (2023) tarkastelivat toimitusjohtajan henkilökohtaisten riskien, kuten esimerkiksi lentolupakirjan omaavien riskihakuisien toimitusjohtajien yhteyttä yrityksen riskinottoon, kun siihen yhdistyy toimitusjohtajan kaksoisrooli myös hallituksen puheenjohtajana. Aineistona käytettiin S&P 1500 -indeksin yrityksiä vuosilta 1996–2009. Tutkimuksessa havaittiin, että kaksoisrooli hillitsee riskihakuisen toimitusjohtajan taipumusta liialliseen riskinottoon. Tämä eroaa täysin perinteisestä ajattelusta, jossa toimitusjohtajan kaksoisroolia pidetään lähtökohtaisesti hallintorakenteen heikkoutena. Tutkimuksen mukaan kaksoisroolissa toimivat toimitusjohtajat ovat sen tuoman julkisuuden vuoksi näkyvämmässä asemassa, mikä luo heille maineenhallinnan paineita ja näin ollen he saattavat välttää liian riskialttiita päätöksiä.

Joissakin maissa, kuten Ruotsin osakeyhtiölain (Aktiebolagslag 2005:551) 8 luvun 49 §:n mukaan julkisessa osakeyhtiössä toimitusjohtaja voi olla hallituksen jäsen, mutta ei kuitenkaan voi toimia hallituksen puheenjohtajana. Dey ja muut (2011) mainitsevat, että Yhdysvalloissa on vuonna 2010 tullut voimaan SEC (Securities and Exchange Commission) sääntö, jonka mukaan listattujen yritysten on ilmoitettava, mikäli he ovat päättäneet yhdistää toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolit. Yritysten on selitettävä, miksi kyseinen johtamisrakenne on sopiva kyseessä olevalle yritykselle. Tämä ei siis kuitenkaan vaadi suoranaisesti roolien erottamista, mutta velvoittaa yritykset perustelemaan valitsemansa johtamisrakenne.

Aiempiin tutkimustuloksiin sekä tutkimukseni esikuvatutkimuksen, Al Mutairin ja Bakarin (2023) asettamiin hypoteeseihin pohjautuen asetan tutkimukseni kolmanneksi hypoteesiksi:

H3: Toimitusjohtajan kaksoisroolilla on merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudellisiin riskeihin.

3.3.4 Hallituksen monimuotoisuus

Harjoto ja muut (2018) tutkivat hallituksen monimuotoisuuden yhteyttä yritysten investointien valvontaan. Tutkimuksessa oli 1898 eri yritystä 15125 yritysvuotta kohden vuosien 1998–2014 välillä eri tietokannoista. Monimuotoisuuden nähtiin parantavan merkittävästi investointien valvontaa, joka johtaa yrityksessä parempiin taloudellisiin päätöksiin ja parempaan riskienhallintaan. Tämän nähtiin tapahtuvan, kun tarkasteltiin toimikauden pituutta ja asiantuntijuutta eli niin kutsuttua tehtäviin orientoitunutta monimuotoisuutta. Sukupuolella, etnisyydellä tai iällä eli suhdeorientoituneella monimuotoisuudella ei havaittu merkitsevää yhteyttä investointien valvonnan tehokkuuteen.

Bernile ja muut (2018) tutkivat hallituksen monimuotoisuuden yhteyttä yritysten riskienhallintaan ja toimintapolitiikkaan. He havaitsivat, että suurempi monimuotoisuus hallituksessa on yhteydessä alhaisempaan riskitasoon ja parempaan suorituskykyyn, myös volatiliteetin eli sijoituksen arvon vaihtelun keskituoton ympärillä havaittiin alenevan monimuotoisuuden takia. Volatiliteetti kuvaa sijoittajalle sijoituksen riskiä ja on yksi yleisimpiä riskin mittareita. He toteavat positiivisen yhteyden johtuvan siitä, että monimuotoisemmat hallitukset omaksuvat helpommin johdonmukaisia ja vähemmän riskialttiita rahoituspolitiikkoja. Myös riskinotto oli tehokkaampaa monimuotoisemmissa hallituksissa ja tällaiset yritykset investoivat johdonmukaisemmin tutkimus- ja kehitystoimintaan ja saivat aikaan tehokkaampia innovaatioita.

Ji ja muut (2021) tutkivat erityisesti hallituksen toimikauden monimuotoisuuden yhteyttä yritysten riskeihin 37 eri maassa. Monimuotoisuutta mitattiin hallituksen jäsenten toimikausien vaihtelua kuvaavalla kertoimella. Tutkimuksen tulokset kuvasivat monimuotoisuuden vähentävän osaketuottojen volatiliteettia yrityksissä, joissa hallituksen jäsenillä oli pidempi toimikausi. Tämän nähtiin johtuvan siitä, että tällöin hallitukset harjoittivat johdonmukaisempaa ja vähemmän riskialtista sijoituspolitiikkaa. Kulttuurisilla eroilla on suurentavia yhteyttä riskeihin maissa, joissa individualismi ja suuri vallan etäisyys oli yleistä. Päinvastaisesti kulttuureissa, joissa yhteistyö ja vallan tasa-arvo olivat yleisiä tekijöitä, oli myös riskien osuus vähäisempi. Monimuotoisten hallitusten nähtiin tekevän vähemmän riskialttiita investointipäätöksiä ja olivat yleisestikin varovaisempia pääomakustannusten ja kokonaisvarojen kasvun osalta. Tutkimusten tulosten perusteella voidaan todeta muun muassa, että hallituksen toimintatavat säilyvät usein johdonmukaisempina ja pidemmän aikavälin strategiaa tukevana, kun yksittäisen hallituksen jäsenen toimikauden pituus kasvaa ja hallitus säilyy vähemmän muuttumattomana. Toisaalta tämä voi myös heikentää yrityksen riskejä pidemmällä aikavälillä, sillä uudet innovaatiot saattavat jäädä vähemmälle huomiolle, hallituksen jäsenille voi syntyä likinäköisyyttä yrityksen asioissa ja tehokas valvonta saattaa jäädä puutteelliseksi.

Li ja muut (2022) tutkivat hallituksen monimuotoisuuden yhteyttä yritysten taloudellisiin riskeihin kansainvälisellä tasolla. He käyttivät lopulta aineistona 18823 yritysvuotta 45 eri maasta olevaa yritystä vuosien 2002 ja 2018 välillä. Tutkimuksessa havaittiin, että hallituksen monimuotoisuus hallituksessa on yhteydessä vähäisempään yritysrisktiin, erityisesti maissa, joissa yksilöllisyyttä arvostetaan ja vallan etäisyys on alhainen. Tutkimuksessa käytettiin monia regressioanalyysimenetelmiä, kuten erotusten erotus -menetelmää (difference-in-differences), jotka auttoivat vähentämään endogeenisuuden vaikutuksia. Tulosten mukaan naisten lisääntynyt määrä hallituksissa vaikutti riskien hallintaan positiivisesti välittömästi ja hallituksen monimuotoisuuden yhteys korostui entisestään erityisesti toisena ja kolmantena vuonna, kun monimuotoisuus oli lisääntynyt. Tässä tutkimuksessa korostettiin myös, että eri kulttuurinen tuoma ero vaikuttaa hallituksen monimuotoisuuden ja yritysrisktiin liittyvän suhteen vahvuuteen. Maissa, joissa

yksilöllisyyttä ja tasa-arvoista vallan jakoa arvostetaan, naisten yhteys yrityksen riskien hallinnassa oli merkittävä. Yritykset, jotka onnistuivat houkuttelemaan enemmän naisjohtajia hallituksiinsa, havaitsivat merkittäviä riskien vähenemisiä pitkällä aikavälillä.

Loukil ja Yousfi (2016) analysoivat hallituksen monimuotoisuuden yhteyttä riskinottoon Tunisian listatuissa yrityksissä vuosina 1997–2010 ja tutkimuksen tulokset osoittivat, että naisten läsnäolo hallituksessa johti yleensä riskejä välttävään käyttäytymiseen. Naisten mukanaolo hallituksessa vaikutti erityisesti riippumattomien johtajien päätöksentekoon, mikä johti vähäriskisempään ja konservatiivisempaan toimintaan ja samalla sekä sisäinen kasvu että kokonaisriski vähenivät. Lisäksi tutkimuksessa havaittiin, että yhdenkin naisen läsnäolo hallituksessa oli yhteydessä korkeampiin kassavaroihin ja joissain tilanteissa alhaisempaan velkaantuneisuuteen, mikä viittaa riskien välttämiseen. Vaikka hallituksen monimuotoisuuden havaittiin liittyvän konservatiivisempaan likviditeetin hallintaan, sillä ei ollut merkittävää yhteyttä strategisen tai taloudellisen riskinoton lisäämiseen. Tämä oli erityisen merkittävä havainto kehittyvillä markkinoilla, kuten Tunisiassa, jossa ulkomaiset sijoittajat välttelivät yrityksiä, joiden hallituksissa oli hallituksen monimuotoisuutta, mahdollisesti niiden konservatiivisten talouspolitiikkojen vuoksi. Tutkimuksen laajemmassa kontekstissa havaittiin, että naiset näyttivät välttävän taloudellista riskinottoa myös muilla markkinoilla, mutta heidän yhteytensä muihin riskinottomittareihin, kuten strategiseen ja operatiiviseen päätöksentekoon, oli vähäinen. Ainoastaan poliittisesti kytköksissä olevat naiset vaikuttivat merkittävästi yritysten kassapolitiikkaan ja investointimahdollisuuksiin, erityisesti kehittyvillä markkinoilla.

Lenard ja muut (2014) tarkastelivat hallituksen monimuotoisuuden ja yrityksen riskin välistä yhteyttä Yhdysvalloissa, keskittyen etenkin osakemarkkinoiden suorituskyvyn volatiliiteettiin RiskMetrics -aineiston avulla vuosilta 2007–2011. Tutkimuksessa havaittiin, että suurempi hallituksen monimuotoisuus hallituksessa on yhteydessä alhaisempaan osakemarkkinoiden tuoton vaihteluun, mikä viittaa siihen, että hallituksen monimuotoisuus hallituksessa myötävaikuttaa vakaampaan yrityssuoritukseen. Heidän lähestymistavassansa käytettiin Chengin (2008) kehittämää mallia osakemarkkinoiden tuottojen

volatiliteetin mittaamiseen. Volatiliteetti on yksi tärkeimmistä yritysrisikin mittareista. Tutkimuksen tulokset osoittivat, että mitä enemmän naisia oli hallituksessa, sitä vähemmän osaketuottojen volatiliteettia havaittiin. Tämä tukee teoriaa, jonka mukaan naiset ovat yleensä varovaisempia päätöksenteossa, mikä johtaa tasaisempaan yrityssuoritukseen ja parempaan riskienhallintaan.

Aiempiin tutkimustuloksiin sekä tutkimukseni esikuvatutkimuksen, Al Mutairin ja Bakarin (2023) asettamiin hypoteeseihin pohjautuen asetan tutkimukseni neljänneksi hypoteesiksi:

H4: Hallituksen monimuotoisuudella on merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudellisiin riskeihin.

3.4 Hallituksen kokoonpanon merkitys ja taloudellinen suorituskyky

Al-ahdal ja muut (2020) tutkivat hyvän hallintotavan yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn Intian ja GCC-maiden (Gulf Corporation Council) eli Persianlahden arabivaltion kauppaliiton jäsenvaltioiden listatuissa yrityksissä. He havaitsivat, että hyvän hallintotavan mekanismeilla kuten hallituksen vastuullisuudella ja tarkastusvaliokunnilla ei ole olennaisesti yhteyttä yritysten taloudelliseen suorituskykyyn ROE:lla ja Tobinin Q:lla mitattuna. Myöskään läpinäkyvyys ja tiedonanto vaikuttivat merkityksettömästi negatiivisesti yritysten taloudelliseen suorituskykyyn Tobinin Q:lla mitattuna. Tutkimus osoitti, että Intian yritykset suoriutuvat GCC-maihin verrattaessa paremmin, joka puolestaan viittaa tehokkaampiin hallintokäytäntöihin. Tutkimus kuitenkin korostaa hyvän hallintotavan tärkeyttä taloudellisessa suorituskyvyssä. Havainnoissa on keskitytty myös kulttuurisiin ja operatiivisiin eroihin eri maiden markkinoilla.

3.4.1 Hallituksen koko

Van Essenin ja muiden (2012) tutkimuksessa tarkasteltiin, miten hallituksen koko vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn erityisesti Aasian yrityksissä, joissa omistus on usein vahvasti keskittynyt esimerkiksi perheiden tai ulkomaisten sijoittajien käsiin. Tulokset osoittivat, että suuremmalla hallituksella voi olla sekä etuja että haasteita. Suuri hallitus helpottaa resurssien ja yhteyksien hankintaa, mikä on erityisen hyödyllistä Aasiassa, missä suhteet ja verkostot ovat arvokkaita. Samalla kuitenkin suuret hallitukset voivat hidastaa päätöksentekoa ja vähentää päätöksenteon yhtenäisyyttä, mikä saattaa heikentää valvontatehtävää. Hallituksen koon ja taloudellisen suorituskyyvyn välinen yhteys ei ollut yhtenäinen, vaan se vaihteli maiden ja omistusrakenteiden mukaan.

Siddiquin (2015) tutkimus tarkastelee, miten hallituksen koko vaikuttaa yrityksen taloudelliseen menestykseen analysoimalla 25 aiempaa tutkimusta aiheesta. Suurempi hallitus voi tuoda etuja, kuten laajemman asiantuntemuksen ja paremman pääsyn resursseihin, mikä voi tukea yrityksen arvoa erityisesti markkinaperusteisissa mittareissa, kuten Tobinin Q. Samalla suuri hallitus voi kuitenkin hidastaa päätöksentekoa ja vähentää sen tehokkuutta, mikä voi heikentää tuloksia. Tutkimus painottaa ulkoisten hallintomekanismien, kuten kaappausesteiden, tärkeää roolia yrityksen suorituskyyvyn parantamisessa. Hallituksen koon ja taloudellisen suorituskyyvyn välinen yhteys ei ole yksiselitteinen vaan riippuu muun muassa markkinaympäristöstä ja omistusrakenteesta. Suurempi hallitus voi olla hyödyllinen resurssien ja verkostojen osalta, mutta voi toisaalta vaikeuttaa päätöksentekoa, erityisesti kun yhtenäisyys kärsii tai päätökset hidastuvat.

Khaledin (2011) tutkimus tarkastelee, miten hallituksen koko vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn eri johtorakenteissa. Tutkimuksen mukaan suurempi hallitus voi olla eduksi erityisesti silloin, kun toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolit ovat erilliset, eli kaksoisroolia ei esiinny, mikä vahvistaa hallituksen riippumattomuutta ja tehostaa valvontatehtävää. Tämä rakenne sujuvoittaa päätöksentekoa ja tukee yrityksen menestystä tehokkaamman valvonnan kautta. Toisaalta, jos toimitusjohtaja toimii myös hallituksen puheenjohtajana, suurempi hallitus voi heikentää taloudellista

suorituskykyä, koska päätöksenteko voi hidastua ja hallituksen riippumattomuus kärsii. Kaksoisroolissa johtajan keskittynyt valta voi rajoittaa hallituksen mahdollisuuksia tehdä itsenäisiä päätöksiä, mikä heikentää tuloksia. Yhteenvetona tutkimuksen tulokset korostavat, että hallituksen koon vaikutus yrityksen menestykseen vaihtelee johtorakenteen mukaan ja riippuu sen luomasta toimintaympäristöstä.

Guestin (2009) tutkimus tarkastelee, miten hallituksen koko vaikuttaa brittiläisten yritysten taloudelliseen suorituskykyyn vuosina 1981–2002. Analysoimalla 2746 yritystä havaittiin, että suurempi hallitus voi heikentää yrityksen taloudellista menestystä, erityisesti kannattavuuden mitattuna ROA:lla, Tobinin Q:lla ja osakkeiden tuotolla. Suuremmissa hallituksissa päätöksenteko hidastuu, jolloin kommunikaatio ja koordinointi vaikeutuvat, mikä heikentää tehokkuutta etenkin suurissa yrityksissä. Britanniassa hallituksilla on usein neuvoo-antava rooli, joka kärsii suuremman koon myötä, koska päätöksenteko monimutkaistuu.

Guestin (2009) tutkimuksessa havaittiin selvä negatiivinen yhteys hallituksen koon ja taloudellisen suorituskyvyn välillä. Suurempi hallitus heikentää suorituskykyä, koska päätöksenteon hitaus ja lisääntyneet koordinoitihasteet vähentävät hallituksen tehokkuutta. Tämä vaikutus oli erityisen voimakas suurissa yrityksissä, joissa suuri hallitus vaikeuttaa yhtenäistä päätöksentekoa. Tulokset korostavat, että optimaalinen hallituksen koko on merkittävä yrityksen menestyksen kannalta ja liian suuri hallitus voi haitata yrityksen suorituskykyä.

Yhteenvetona tutkimukset osoittavat, että hallituksen koon ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välinen yhteys on monisyinen ja riippuu yrityksen toimintaympäristöstä ja johtorakenteesta. Van Essenin ja muiden (2012) tutkimuksessa havaittiin, että Aasiassa suuret hallitukset voivat auttaa resurssien ja verkostojen hankinnassa, mutta toisaalta ne saattavat hidastaa päätöksentekoa ja heikentää hallituksen valvontakykyä. Siddiqui (2015) puolestaan tarkasteli hallituksen kokoa useiden tutkimusten pohjalta ja totesi, että suurempi hallitus voi tukea yrityksen arvoa etenkin silloin, kun käytössä on

tehokkaita ulkoisia hallintomekanismeja. Khaledin (2011) tutkimuksessa hallituksen suu-remman koon havaittiin olevan eduksi silloin, kun toimitusjohtajan ja puheenjohtajan roolit ovat erilliset, mikä parantaa hallituksen riippumattomuutta ja valvontaa. Gustin (2009) tutkimus brittiläisistä yrityksistä osoitti, että suurempi hallitus voi heikentää yrityksen taloudellista menestystä erityisesti suurissa yrityksissä, joissa koon kasvun tuomat päätöksenteon ja koordinoinnin haasteet korostuvat.

Aiempiin tutkimustuloksiin sekä tutkimukseni esikuvatutkimuksen, Al Mutairin ja Bakarin (2023) asettamiin hypoteeseihin pohjautuen asetan tutkimukseni viidenneksi hypoteesiksi:

H5: Hallituksen koolla on merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudelliseen suorituskyykyyn.

3.4.2 Hallituksen riippumattomuus

Hallituksen riippumattomuus on keskeinen osa hyvää hallintotapaa ja se edistää läpinäkyvyyttä ja parantaa päätöksenteon laatua. Hallituksen riippumattomuuden Ramdani ja van Witteloostuijn (2010) määrittelevät hallituksen kokoonpanoksi, jossa enemmistö sen jäsenistä on riippumattomia ulkopuolisia jäseniä, jotka eivät osallistu yrityksen päivittäiseen johtamiseen. Näin he säilyttävät objektiivisuuden yritykseen, joka mahdollistaa heille kyvyn toimia tehokkaasti yrityksen valvojina. Riippumattomat jäsenet tarkkailevat yrityksen johtamista ja varmistavat, että päätökset palvelevat osakkeenomistajien etuja, eivätkä johtajien henkilökohtaisia etuja. Riippumattomilla jäsenillä voi kuitenkin olla rajallisempi yhteysvalta tilanteessa, jossa yrityksellä on haasteita esimerkiksi taloudellisen suorituskyyvyn kanssa. Vastaavasti tilanteessa, jossa suorituskyyky on korkealla, voidaan riippumattomuus katsoa sitä edistävänä tekijänä, sillä muutoin johdon valta voi kasvaa liian suureksi.

Pham ja Nguyen (2020) tutkivat hallituksen riippumattomuuden yhteyttä velkarahoituksen ja yrityksen suorituskyvyn välisessä suhteessa Vietnamin pörssiin listatuissa yhtiöissä vuosina 2013–2017. He määrittelivät hallituksen riippumattomuuden samalla tavoin kuin Ramdani ja van Witteloostuijn (2010) tutkimuksessaan. Phamin ja Nguyenin (2020) tutkimus osoitti, että velkarahoituksella on merkitsevä negatiivinen yhteys yrityksen kannattavuuteen, mutta hallituksen riippumattomuus voi lieventää tätä negatiivista yhteyttä, koska sen koetaan varmistavan paremman valvonnan ja päätöksenteon. Näin ollen voidaan todeta, että hallituksen riippumattomuus parantaa velkarahoituksen hyödyntämistä ja yrityksen kannattavuutta. Velkarahoituksessa on kuitenkin huomioitava, että riskien hallinnan on oltava hyvällä tasolla ja tätä hallituksen riippumattomuus myös merkittävästi varmistaa.

Germain ja muut (2014) käsittelivät tutkimuksessaan hallituksen kokoa, riippumattomuutta ja valvontaa Malesiassa vuosien 2000–2007 välillä. Tutkimuksessa todettiin, että hallituksen riippumattomuus kasvoi tutkimuksen aikana, mutta syynä siihen luultavimmin on Malesiassa vuonna 2000 toteutetut hyvää hallintotapaa koskevat sääntelyt hallituksen rakenteesta ja toiminnasta. Tämä tarkoittaa, että yritykset ovat pyrkineet vastaamaan vaatimukseen ja alkaneet parantamaan hallintoaan. He kuitenkin toteavat, että vaikka riippumattomuuden on usein todettu parantavan yrityksen hallintoa, voivat käytännön haasteet, kuten poliittiset vaikutukset ja erinäisten sääntelyiden toteutus vaikuttaa sen tehokkuuteen. Tutkimuksessa ei kuitenkaan löydetty suoraa yhteyttä hallituksen koon ja riippumattomuuden vaikutuksesta yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksessa sitä käsiteltiin yleisestikin melko vähäisesti, koska tutkimus keskittyi ennemminkin sääntelyn vaikutukseen hallituksen riippumattomuudessa. Tämän perusteella voidaan todeta, että vaikka riippumattomuus lisää hallituksen tehokkuutta esimerkiksi valvonnassa, ei se kuitenkaan yksinään riitä parantamaan yrityksen taloudellista menestystä.

Toisin kuin Germain ja muut (2014) tutkivat Malesian pörssiin listattuja yrityksiä vuosien 2000–2007 välillä, Kang ja muut (2007) tutkivat sataa suurinta Australian pörssiyhtiötä vuonna 2003 ja sitä miten hallituksen monimuotoisuus ja riippumattomuus toteutuu

niissä. Löydökset hallituksen riippumattomuudesta eivät eroa merkittävästi, mutta tuoloin australialaisten yritysten riippumattomuus on jo ollut hyvällä tasolla verrattaessa Malesiaan. Molemmissa maissa sääntely ja eri hallintokoodit ovat vaikuttaneet riippumattomuuden lisääntymiseen. Malesiassa hyvää hallintotapaa koskevat säädökset ja vastaavasti Australiassa muun muassa ASX:n (Australian Stock Exchange) julkaisemat suositukset koskien hyvää hallintotapaa lisäsivät molemmissa tutkimusmaissa hallituksen riippumattomuutta. Kummassakaan tutkimuksessa taloudellista suorituskykyä ei käsitelty kovin yksityiskohtaisesti, mutta Australiaan tehdyssä tutkimuksessa suoraan yhteyttä riippumattomuuden ja taloudellisen suorituskyvyn välillä ei löytynyt. Molemmista tutkimuksista on kuitenkin mahdollista tehdä erilaisia päätelmiä hallituksen riippumattomuuden mahdollisista vaikutuksista yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.

Ramdani ja van Witteloostuijn (2010) tutkivat hallituksen riippumattomuutta ja toimitusjohtajan kaksoisroolia ja kohdistivat tutkimuksensa Indonesiaan, Malesiaan, Etelä Koreaan ja Thaimaahan. Löydöksiensä perusteella he totesivat, että yhteys on riippuvainen yrityksen suorituskyvystä. Hallituksen riippumattomuudesta löytyi positiivinen merkitsevä yhteys korkean suorituskyvyn yrityksiin, mutta sen yhteys todettiin vähäisemmäksi matalan suorituskyvyn yrityksissä. Taas toimitusjohtajan kaksoisroolilla todettiin olevan positiivinen merkitsevä yhteys matalan suorituskyvyn yrityksissä, mutta sen yhteys oli vähäisempi korkean suorituskyvyn yrityksissä. Lisäksi he totesivat, että hallituksen koolla voi olla yhteyttä löydöksiin, jonka mukaan suurempi hallitus voi joko tehostaa tai heikentää hallituksen riippumattomuuden ja toimitusjohtajan kaksoisroolin vaikutuksia riippuen valvontaresurssien määrästä ja päätöksenteon tehokkuudesta.

Aiempiin tutkimustuloksiin sekä tutkimukseni esikuvatutkimuksen, Al Mutairin ja Bakarin (2023) asettamiin hypoteeseihin pohjautuen asetan tutkimukseni kuudenneksi hypoteesiksi:

H6: Hallituksen riippumattomuudella on merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudelliseen suorituskykyyn.

3.4.3 Toimitusjohtajan kaksoisrooli

Baliga ja muut (1996) määrittelevät toimitusjohtajan kaksoisroolin (CEO duality) tarkoittavan tilannetta, jossa yksi henkilö toimii sekä yrityksen toimitusjohtajana että hallituksen puheenjohtajana. Tilanteessa valta ja vastuu on keskitetty yhdelle henkilölle, joka voi parhaimmillaan johtaa tehokkaampaan johtamiseen tai toisaalta valvonnan heikkenemiseen. Heidän tutkimuksessaan he tarkastelivat tämän yhteyttä yrityksen suorituskykyyn, sillä aihe on puhuttanut markkinoilla. Tutkimustulosten perusteella asia ei kuitenkaan ole yksiselitteinen, eikä sillä havaittu olevan merkittävää yhteyttä tähän tutkittaessa operatiivisessa ja pitkän aikavälin suorituskyvyssä. Myös markkinat tuntuivat käyttäytyvän välinpitämättömästi muutoksille toimitusjohtajan kaksoisroolissa, eivätkä ne aiheuttaneet merkittävää yhteyttä osakkeiden hintaan tai sijoittajien reagointiin. Vaikka Baligan ja muiden (1996) tutkimuksessa ei kaksoisroolilla tuntunut olevan merkitsevää yhteyttä, ei se silti tarkoita, etteikö yritysکوhtaisia eroja esimerkiksi toimialoittain voisi olla. Joissakin tapauksissa kaksoisroolilla voi olla selkeä yhteys parantuneeseen suorituskykyyn tai vastaavasti heikkoon tulokseen.

Yang ja Zhao (2014) tutkivat myös kaksoisroolin yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn vuosina 1979–1998. He käyttivät vuoden 1989 Kanadan ja Yhdysvaltojen vapaakauppasopimusta (FTA) eksogeenisena sokkina eli niin kutsuttuna ulkoisena sokkina, joka poisti kaikki tullit ja muut kaupan esteet näiden kahden maan välillä. Tutkimuksessa taloudellisen suorituskyvyn arviointiin käytettiin Tobinin Q -mittaria, kokonaispääoman tuotto prosenttia (ROA) ja oman pääoman tuotto prosenttia (ROE). Tutkimuksen tulokset osoittivat, että toimitusjohtajan kaksoisrooli vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn, etenkin kilpailun kiristyessä kilpailuympäristön muututtua, mutta se voi kuitenkin matalan kilpailun vaiheessa olla jopa haitallinen. Kaksoisrooli voi tuoda yritykselle myös kustannussäästöjä ja parantaa johtamisen tehokkuutta, sillä tällöin toimitusjohtajalla on paras yksityiskohtainen tieto yrityksen tilanteesta ja hän pystyy arvioimaan ja koordinoimaan eri strategioiden välillä niiden toteutusta. He päättelivät, että yrityksen hallinnollista rakennetta tulisi tarvittaessa sovittaa vastaamaan vallitsevaa kilpailutilannetta.

Duru ja muut (2016) tutkivat toimitusjohtajan kaksoisroolin yhteyttä yrityksen suorituskykyyn ja hallituksen riippumattomuuden yhteyttä tähän. Tutkimuksessa tarkasteltiin 6848 yritysvuotta 950 eri yhdysvaltalaisesta yrityksestä vuosina 1997–2011. Kaksoisroolilla havaittiin merkitsevä negatiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn, mutta tämä yhteys väheni, kun hallituksessa oli enemmän riippumattomia jäseniä. Riippumattoman hallituksen toimiva valvonta saattoi jopa kääntää yhteyden positiiviseksi. Tuloksista löytyi myös dynaaminen yhteys, joka tarkoitti tässä tapauksessa sitä, että aikaisemmat suorituskykytasot vaikuttavat nykyisiin johtamisrakenteisiin eli niihin valintoihin mitä yritys tekee johtamisrakenteensa suhteen tulevaisuudessa. Heikosti suoriutuvat yritykset saattavat todennäköisemmin valita kaksoisroolin sisältävän johtamismallin, koska uskotaan, että vahvempi ja keskitetympi johtajuus auttaa kääntämään yrityksen tuloksen parempaan suuntaan. Tämä johtajuusrakenne voi tarjota nopeampia päätöksiä ja yhtenäisempää strategian toteutusta, mikä on usein toivottua haastavina aikoina. Päinvastaisessa tilanteessa hyvin suoriutuvat yritykset saattavat suosia niin kutsuttua eriytettyä johtamismallia, jossa toimitusjohtajalla ei ole niin paljoa valtaa, koska se voi mahdollistaa hallituksen riippumattomuuden ja tehokkaan valvonnan. Tämän voidaan kokea tukevan esimerkiksi pitkän aikavälin strategisista tavoitteista ja kestävästä kasvusta.

Mubeen ja muut (2020) tutkivat toimitusjohtajan kaksoisroolin yhteyttä yrityksen suorituskykyyn ja selvittävät samalla erityisesti, miten pääomarakenne ja markkinakilpailu välittävät tätä suhdetta. Tutkimusaineisto on kerätty 417 kiinalaisesta yrityksestä vuosilta 2012–2017 GMM-menetelmällä (yleistetty momenttimenetelmä). Tutkimustuloksissa havaittiin, että toimitusjohtajan kaksoisroolilla on negatiivinen yhteys yrityksen suorituskykyyn ja havainnot siitä tehtiin ROE- ja ROA -mittareilla. Tutkimuksessa todettiin, että pääomarakenteen kautta välittyy negatiivinen yhteys, sillä korkea velkaantuneisuus vähentää suorituskykyä. Markkinakilpailun todetaan kuitenkin voivan parantaa kaksoisroolin yhteyttä yrityksen suorituskykyyn etenkin sen vahvistaessa tehokkaampaa johtamista kilpailun kiristyessä. Tämä taas korostaa sitä, että pääomarakenne ja markkinakilpailu on huomioitava päätöksenteossa.

Aiempiin tutkimustuloksiin sekä tutkimukseni esikuvatutkimuksen, Al Mutairin ja Bakarin (2023) asettamiin hypoteeseihin pohjautuen asetan tutkimukseni seitsemänneksi hypoteesiksi:

H7: Toimitusjohtajan kaksoisroolilla on merkitsevä negatiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudelliseen suorituskyyyn.

3.4.4 Hallituksen monimuotoisuus

Hallituksen monimuotoisuus keskittyy aiheen tutkimuksissa usein sukupuoleen, mutta tosiasiaassa se koostuu monista eri ominaisuuksista kuten myös iästä ja kansalaisuudesta. Hallituksen monimuotoisuuden toteuttamiseen yrityksillä on usein niin lainsäädännöllinen kuin myös julkinen paine markkinoilta. Tutkimustulokset aiheesta ovat usein vaihtelevia. Kang ja muut (2007) havaitsivat tutkimuksessaan, että hallituksen monimuotoisuudella voi olla monia myönteisiä vaikutuksia, kuten esimerkiksi parempi ymmärrys markkinoista, lisääntynyt luovuus ja innovaatio sekä tehokkaampi ongelmanratkaisukyky. Monimuotoisuus voi myös edistää tehokkaampia kansainvälisiä suhteita ja lisätä osaltaan hallituksen riippumattomuutta. He toteavat, että monimuotoisuuden edistäminen on tärkeää yritysten hallinnon ja suorituskyyyn parantamiseksi.

Bernile ja muut (2018) listaavat artikkelissaan kuusi ulottuvuutta monimuotoisuuteen liittyen. Näihin kuuluivat sukupuoli, ikä, etnisyys, koulutustausta, taloudellinen asiantuntemus ja hallituskokemus. Heidän tutkimuksessansa pyritään tuomaan ilmi muun muassa sitä, että monimuotoisuus koostuu useiden eri ominaisuuksien yhteisvaikutuksesta. Heidän tutkimuksensa osoitti, että monimuotoiset hallitukset vähentävät yrityksen volatiliiteettia ja paransi taloudellista suorituskyyä. Monimuotoisuus voi mahdollistaa yritykselle kyvyn havaita ja edistää erilaisia näkökulmia, joka voi johtaa tasapainoisempiin ja innovatiivisempiin päätöksiin. Kun hallitus koostui ominaisuuksiltaan ja taustoiltaan erilaisista jäsenistä oli päätöksenteko harkitumpaa, joka edistää kestäväää kasvua ja yrityksen kilpailukykyä muuttuvassa liiketoimintaympäristössä.

Naisten rooli yritysmaailmassa on aiheuttanut viime vuosina jatkuvaa globaalia keskustelua. Pletzer ja muut (2015) määrittelevät tutkimuksessaan hallituksen monimuotoisuuden naisten prosentuaalisena osuutena yritysten hallituksissa. Tutkimuksessaan he käyttävät taloudellista suorituskykyä kuvaavina mittareina ROA, ROE ja Tobinin Q:ta. He tutkivat meta-analyysillä kahtakymmentä aiempaa tutkimusta, joissa on analysoitu 3097 eri maiden yrityksiä. Tutkimuksista noin puolet perustuvat kehittyviin maihin tehtyihin tutkimuksiin ja loput korkean tulotason maista. Tulokset yhteydestä taloudelliseen suorituskykyyn ovat ristiriitaisia, eikä hallituksen monimuotoisuus vaikuta merkitsevästi siihen, koska korrelaatio on pieni ja tilastollisesti merkityksetön. Tutkimuksen tuloksista myös todettiin, että vaikka hallituksen monimuotoisuus voi tuoda hyötyjä ei silti ole todettu, että sillä yksinään olisi yhteyttä taloudelliseen suorituskykyyn. Sen rooli on enemmän eettinen, yhteiskunnallista tasa-arvoa sekä uusia näkökulmia tuova. Toisaalta monimuotoisuus voi aiheuttaa ryhmädynamiikassa myös ongelmia kuten konflikteja ja viestintävaikeuksia hallituksen sisällä, etenkin ikäjakauman ollessa suuri tai ajattelutavan ollessa vanhollinen. Ongelmia voi aiheuttaa myös naisten ja miesten väliset erot riskien oton osalta, sillä naiset ovat tyypillisesti haluttomampia ottamaan riskejä kuin miehet. Harjoton ja muiden (2018) tutkimuksessa todetaan, että naiset nähdään yleisesti harkittuimpia riskejä ottavina kuin miehet, joten hallituksen monimuotoisuuden todetaan yleensä vähentävän yritykseen kohdistuvia riskejä. Myös iältään vanhemmat nähdään usein riskejä karttavina.

Aroran (2021) tekemän tutkimuksen perusteella hallituksen monimuotoisuudella on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimus tehtiin intialaisiin Bombay Stock Exchange 500 -yrityksiin vuosien 2015–2019 välille. Mittareina tutkimuksessa käytettiin muun muassa ROA, ROE ja Tobinin Q:ta. Intiassa lainsäädäntö edellyttää julkisesti listatuilta yrityksiltä vähintään yhden naisjäsenen nimittämistä hallitukseen, mutta se on toisaalta tuonut myös haasteita täytäntöönpanossa. Tutkimuksessa tutkittiin myös naisjäsenten yhteyttä osinkojen maksuun, mutta sen osalta merkitsevää yhteyttä ei löytynyt. Hallituksen monimuotoisuuden hyödyntäminen voi tuoda intialaisille

yrityksille kilpailuetua, mutta myös lisätä luovuutta ja parantaa päätöksentekoa, mikä voi näkyä yritysten taloudellisessa menestyksessä.

Campbell ja Mínguez-Vera (2008) tutkivat hallituksen monimuotoisuuden yhteyttä espanjalaisten pörssiyritysten taloudelliseen suorituskyykyyn vuosina 1995–2000. Espanjalaisyritysten hallituksissa naisten osuus on perinteisesti ollut pieni, mikä juontaa juurensa syvälle juurtuneista käsityksistä naisten roolista työelämässä. Tätä epätasapainoa on pyritty korjaamaan lainsäädännön ja yrityshallinnon uudistusten avulla ja sukupuolten tasa-arvon lisäämiselle nähdään sekä eettisiä että taloudellisia perusteita.

Campbell ja Mínguez-Veran (2008) tutkimuksessa mitattiin hallituksen monimuotoisuutta hallituksissa Blau- ja Shannon-indekseillä ja yritysten taloudellista suorituskyykyä Tobinin Q -mittarilla. Tulokset osoittivat, että suurempi naisten osuus hallituksissa oli yhteydessä parempaan taloudelliseen suorituskyykyyn. Naisjäsenten tuomat uudet näkökulmat ja monipuolisempi päätöksenteko paransivat hallitustyöskentelyä, mikä näkyi yritysten suoriutumisessa. Näiden löydösten perusteella tutkimus kannustaa lisäämään naisjäsenten määrää hallituksissa, sillä monimuotoisuus tuo yritykselle konkreettisia taloudellisia hyötyjä ja tekee siitä houkuttelevamman myös sijoittajille. Näin ollen hallituksen monimuotoisuus ei ainoastaan tue tasa-arvon toteutumista, vaan luo yritykselle todellista lisäarvoa.

Gordini ja Rancati (2017) tutkivat samantapaisella tutkimuksella kuin Campbell ja Mínguez-Vera (2008) omassa tutkimuksessaan hallituksen monimuotoisuuden yhteyttä yritysten taloudelliseen suorituskyykyyn. Gordini ja Rancati (2017) kohdistivat oman tutkimuksensa 918 italialaiseen pörssiyritykseen vuosien 2011–2014 välille. Tutkimuksessa käytettiin Blau ja Shannon -indeksejä. Taloudellista suorituskyykyä mitattiin Tobinin Q:lla, joka kuvaa yrityksen markkina-arvoa suhteessa sen tasearvoon eli jälleenhankintahintaan. Tutkimustuloksissa naisten prosenttiosuuden lisäämisellä on positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn, vaikka pelkän yhden naisen läsnäololla ei saavuteta merkitsevää yhteyttä. He kuitenkin toteavat, että on keskityttävä yrityskohtaisesti

oikean monimuotoisuuden suhteen löytämiseen, eikä yksinomaan keskittyttävä tietyn prosenttikiintiön täyttämiseen taloudellista suorituskykyä parantaakseen, sillä tasapainoinen edustus on tärkeintä löytää.

Kriittinen massa (critical mass) liittyy myös hallituksen monimuotoisuuteen yrityksissä. Joubertin (2022) tutkimuksessa kriittinen massa käsittää vähintään kolme naista ylimässä johdossa, mikä mahdollistaa naisten täyden osallistumisen ja vaikuttamisen yrityksen päätöksentekoon ja sosiaaliseen suorituskykyyn. Alle tämän rajan naiset jäävät helposti symbolisiksi edustajiksi, jolloin yhteys jää vähäiseksi ja jopa negatiiviseksi.

Rossi ja muut (2017) puolestaan viittaavat tutkimuksessaan Kanterin (1977) kriittisen massan teoriaan, jonka mukaan naisten osuuden on oltava vähintään 35 %, jotta nimenomaan heidän läsnäolonsa hallituksessa voisi tuottaa merkitsevän yhteyden yrityksen taloudellisiin päätöksiin ja riskinottoon. Pienemmällä osuudella ei voida katsoa, että yhteys johtuisi nimenomaan naisten läsnäolosta. Tällöin vähemmistön edustajat eivät voi osallistua tasavertaisesti tuodakseen esiin omia näkökulmia vaikuttaakseen ryhmän päätöksiin. Kriittisen massan saavuttaminen vie naiset pelkistä symbolisista edustajista kohti todellisia päätöksentekijöitä, jolloin he voivat vaikuttaa hallituksen tekemään valvontaan ja yrityksen taloudellisiin riskeihin. Naisedustus mahdollistaa sen, että naiset voivat täysimääräisesti osallistua ja vaikuttaa yrityksen strategiaan päätöksiin, erityisesti riskinottoon ja taloudelliseen vakauteen. Rossi ja muut (2017) havaitsivat, että kun tämä kriittinen massa saavutettiin heidän tutkimissaan italialaisissa pörssiyrityksissä, se johti muun muassa riskinoton vähenemiseen ja konservatiivisempaan velanhallintaan. Lisäksi naisten kriittinen massa paransi pitkän aikavälin taloudellista vakautta ja kannusti investointeihin, erityisesti tutkimukseen ja kehitykseen.

Sila ja muut (2016) tutkivat hallituksen monimuotoisuuden yhteyttä yrityksen riskiin. Tutkimusaineisto koostui yhdysvaltalaisista yrityksistä vuosilta 1996–2010. Tutkimuksessa ei kuitenkaan löydetty suoraa yhteyttä hallituksen monimuotoisuuden ja yrityksen riskin välillä, tulokset eivät olleet positiivisia tai negatiivisia. Tulokset haastavat oletuksen siitä,

että naisen riskejä karttava toimintatapa muuttaisi merkitsevästi yrityksen riskikäyttäytymistä. Heidän mainitsemissa aikaisemmissa tutkimuksissakin tulokset ovat olleet ristiriitaisia. Monimuotoisuuden ja riskin välinen suhde on monimutkainen ja riippuu useista eri tekijöistä. Vaikka naisten osuuden lisääminen hallituksessa ei vaikuta suoraan yrityksen riskeihin, voi sillä kuitenkin olla yhteyttä esimerkiksi hallituksen päätöksentekoprosesseihin ja olla sitä kautta epäsuorasti yhteydessä yrityksen erinäisiin riskeihin.

Aiempiin tutkimustuloksiin sekä tutkimukseni esikuvatutkimuksen, Al Mutairin ja Bakarin (2023) asettamiin hypoteeseihin pohjautuen asetan tutkimukseni kahdeksanneksi hypoteesiksi:

H8: Hallituksen monimuotoisuudella on merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudelliseen suorituskykyyn.

4 Tutkimuksen aineisto ja menetelmä

Tässä luvussa tarkastellaan tutkimuksen aineistoa ja käytettyjä menetelmiä. Tutkielman tavoitteena on analysoida, miten yritysten hallinnointimekanismit (hallituksen koko, riippumattomuus, monimuotoisuus ja toimitusjohtajan kaksoisrooli) ovat yhteydessä yritysten taloudelliseen suorituskykyyn ja riskeihin. Tutkimuksessa keskitytään etenkin likviditeetti- ja luottoriskeihin, jotka ovat olennaisia yritysten taloudellisen vakauden arvioinnissa. Luvussa on myös yksityiskohtainen esittely käytetyistä regressiomalleista ja mallinvalintakriteereistä, jotka ovat olennaisia tutkimukselle asetettujen hypoteesien testaamisessa. Lopuksi tarkastellaan aineiston analysointitekniikoita ja muuttujien lyhenteitä, jotka selkeyttävät analyysin ja tulosten ymmärtämistä.

4.1 Tutkimusmenetelmä

Tutkimusmenetelmänä käytetään kvantitatiivista eli määrällistä menetelmää. Määrällinen tutkimusmenetelmä mahdollistaa Heikkilän (2014, s. 15) mukaan numeerisen tiedon ja suhteiden saamisen eri riippujien välillä. Siinä keskitytään ensisijaisesti lukumäärällisiin ja prosentuaalisiin kysymyksiin. Määrällisen tutkimuksen toteuttaminen edellyttää aina riittävän suurta ja edustavaa otosta, jotta tuloksista saadaan luotettavia ja ne ovat yleistettävissä. Tutkimusmenetelmällä on mahdollista saada tarkkoja tuloksia, mutta tulokset eivät yksinään välttämättä selitä syvällisesti havaittujen ilmiöiden taustalla vaikuttavia syitä.

Tutkimuksen tavoitteena on tutkia S&P 500 -indeksissä listattujen yritysten hyvän hallintotavan mekanismien yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja taloudellisiin riskeihin. Tutkimuksessa hyödynnetään ja sovelletaan esikuvatutkimuksen Al Mutairin ja Bakarın (2023) tutkimusmenetelmiä. Myöhemmin käsitellään tarkemmin tutkimuksen selitettävät ja selittävät muuttujat. Aineistoon tehdään korrelaatioanalyysi ja regressioanalyysi.

4.2 Aineisto

Tämän tutkielman aineistona käytetään S&P 500 -indeksissä listattuja yrityksiä, joiden tiedot tutkimuksessa käytettyihin mittareihin on kerätty vuosilta 2013–2022, jotta otannasta on saatu mahdollisimman laaja, mutta myös, että siinä on mahdollisimman uutta tietoa käytettävissä. S&P 500 -indeksi on yksi maailman tunnetuimmista ja seuratuimmista indekseistä. Indeksillä edustaa laajasti Yhdysvaltojen taloutta sisältäen suuria yrityksiä eri toimialoilta. Aineisto on laaja ja sen pohjalta voidaan tehdä johtopäätöksiä hyvän hallintotavan mekanismien yhteydestä yritysten taloudelliseen suorituskäyttöön ja riskeihin.

S&P 500 -indeksi sisältää 500 suurta julkisesti listattua yritystä Yhdysvalloista, jotka edustavat laajasti eri toimialoja ja taloudellisia sektoreita. Tämän indeksin yritykset tarjoavat laajan ja monipuolisen otoksen, joka mahdollistaa yritysten hallinnointimekanismien yhteyden tarkastelun taloudellisiin riskeihin ja suorituskäyttöön laajalla mittakaavalla. Tutkimuksen tarkoituksena on toistaa aiempi samanlainen tutkimus eri aineistolla ja ajankohdalla. Tiedot on haettu kokonaisuudessaan Orbis -tietokannasta. Tämän tutkimuksen aineistona käytetään paneeliaineistoa, jossa yhdeltä havaintoyksiköltä kerätään useita havaintoja eri ajankohtina. Havaintoyksikkönä toimii yksittäinen yritys ja tämä tarkoittaa, että yhdestä yrityksestä voi olla aineistossa enintään kymmenen havaintoa. Tämä ei kuitenkaan päde kaikkien yritysten kohdalla, sillä osa muuttujista saattaa puuttua tiettyinä vuosina. Aineisto onkin luonteeltaan epätasapainoinen paneeliaineisto, sillä kaikista yrityksistä ei ollut saatavilla tietoa kaikilta tarkasteluvuosilta tai kaikista muuttujista.

Aineistosta on poistettu SIC-koodien 0100–0999, 1800–1999, 6000–6799, 9100–9729 ja 9900–9999 alle luokitellut yritykset, jotka edustavat muun muassa maatalous- ja rahoitusaloja. Maatalous- ja rahoitusalojen yritykset on jätetty pois, koska näiden alojen toiminta ja taloudelliset rakenteet poikkeavat merkittävästi muista toimialoista, mikä voisi vaikeuttaa tulosten vertailtavuutta. Rahoitusalan yrityksillä on omat sääntely- ja raportointikäytäntönsä, jotka eroavat muiden alojen käytännöistä ja maatalousala on usein alttiina sääolosuhteille ja tuotantotekijöille, jotka voivat vaikuttaa yritysten

taloudelliseen suorituskyyyn. Lisäksi aineistosta on jätetty pois yritykset, joista ei ollut saatavilla kaikkia tarvittavia tietoja, jotta analyysin luotettavuus ja tulosten vertailtavuus säilyisivät mahdollisimman korkeina.

Aineiston rajauksessa huomattiin vaihtelua havaintojen ja yritysten lukumäärässä. Kokonaisuudessaan havaintojen määrä vaihteli välillä 3662–3676 ja mukana olevien yritysten lukumäärä vaihteli välillä 398–399. Tämä vaihtelu johtuu siitä, että aineisto on epätasapainoinen paneeliaineisto, jossa kaikki muuttajat eivät ole saatavilla jokaiselle yritykselle kaikilta tarkasteluvuosilta. Esimerkiksi osa muuttujista saattaa puuttua tietyiltä vuosilta tai yksittäisten yritysten osalta. Tämän takia havaintojen ja yritysten lukumäärä riippuu käytetystä muuttujasta ja vuosista, joita analyysiin sisällytetään.

Ajanjakso 2013–2022 kattaa monia talouden eri vaiheita ja suuria tapahtumia, kuten vuoden 2020 koronaviruspandemian, joka toi mukanaan merkittäviä haasteita yrityksille. Tämän aikavälin tarkastelu tarjoaa mahdollisuuden analysoida, miten yritykset ovat sopeutuneet muuttuviin taloudellisiin olosuhteisiin. Kyseisellä aikavälillä yrityksissä on alettu painottaa yhä enemmän ympäristö- ja yhteiskuntavastuuta sekä hallitusten monimuotoisuuden edistämistä.

Tutkimukseen valittu aineisto ja aikaväli mahdollistaa myös tulosten vertailun aiempiin tutkimuksiin, joissa on usein keskitytty samaan indeksiin. Tämä tukee aineiston luotettavuutta ja mahdollistaa vertailukelpoisten analyysien tekemisen. Tutkimuksen metodologia perustuu kvantitatiiviseen analyysiin. Käytössä ovat regressiomallit, joiden avulla testataan tutkimushypoteesit ja analysoidaan eri muuttujien yhteys taloudellisiin riskeihin ja suorituskyyyn. Tutkimuksessa käytettävät muuttajat esitetään selkeästi selitettävien ja selittävien muuttujien, sekä kontrollimuuttujien kautta. Lisäksi kuvataan tarkemmin, kuinka hyvää hallintotapaa, taloudellista suorituskyyä ja taloudellisia riskejä mitataan tutkimuksessa.

4.3 Analyysimenetelmä

Heikkilän (2014, s. 222–223) mukaan regressioanalyysi on tilastollinen menetelmä, jonka tarkoituksena on selittää yhden selitettävän (riippuvan) muuttujan arvoja useiden selittävien (riippumattomien) muuttujien avulla. Sen perusidea on löytää muuttujien yhdistelmä, joka ennustaa tarkasteltavaa ilmiötä mahdollisimman tarkasti. Yleensä analyysiin valitaan välimatka- tai suhdeasteikon muuttujia, mutta myös järjestys- ja nimellisasasteikon muuttujat voidaan sisällyttää, kun ne muunnetaan sopiviksi dummy-muuttujiksi.

Heikkilän (2014, s. 222–223) mukaan lineaarinen regressiomalli on yleisin tapa kuvata muuttujien välistä yhteyttä, erityisesti silloin kun niiden välille voidaan sovittaa suora linja. Lineaarinen malli käyttää pienimmän neliösumman menetelmää, jolla pyritään minimoimaan havaintopisteiden etäisyyksien neliöiden summa sovitetusta suorasta. Perusmuodossaan lineaarinen regressioesitys (4) on mallia:

$$y = a + bx \quad (4)$$

, jossa a on vakiotermi ja b on selittävän muuttujan vaikutusta kuvaava kerroin. Kerroimen b arvo osoittaa, kuinka paljon selitettävä muuttuja muuttuu keskimäärin, kun selitettävä muuttuja kasvaa yhdellä yksiköllä.

Heikkilä (2014, s. 222–223) kuvailee mallin selitysasteen (korrelaatiokerroimen neliö) olevan se, kuinka suuren osan selitettävän muuttujan vaihteluista voidaan selittää valitulla selittävällä muuttujalla. Jos selitysaste on korkea (yleensä vähintään 0,6), mallin ennustekyky on hyvä ja se kykenee luotettavasti kuvaamaan muuttujien välistä yhteyttä. Malliin sisältyy myös residuaali eli jäännöstermi ϵ , joka kuvaa ennusteen ja todellisen arvon välistä eroa. Residuaalien on oltava normaalisti jakautuneita. Useiden selittävien muuttujien tapauksessa regressiomallista muodostuu usean muuttujan malli, jossa jokaiselle selittävälle muuttujalle määritellään oma kerroin. Tämä mahdollistaa useiden tekijöiden samanaikaisen tarkastelun, mikä antaa laajemman kuvan selitettävän

muuttujan vaihtelun syistä ja mallin ennustekyvystä. Useiden selittävien muuttujien mallissa (5) on muoto seuraavanlainen:

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + \varepsilon \quad (5)$$

, jossa ε kuvaa virhetermiä.

Tilastollinen tutkimus tehdään Eviews 13 -ohjelmalla, jossa aineistoon tehdään korrelaatio- ja regressioanalyysi.

Ensimmäisten neljän taloudellisia riskejä kuvaavan hypoteesin testaamiseksi muodostetaan kaksi regressioyhtälöä, joissa selitettävänä muuttujina ovat velkaantumisaste (6) ja maksuvalmius (7). Regressioyhtälöt ovat seuraavat:

$$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1BSIZE_{i,t} + \beta_2BINDEP_{i,t} + \beta_3BGDIV_{i,t} + \beta_4CEODUAL_{i,t} + \beta_5AGE_{i,t} + \beta_6LNTOTAS_{i,t} + \beta_7ASST_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (6)$$

$$CURR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1BSIZE_{i,t} + \beta_2BINDEP_{i,t} + \beta_3BGDIV_{i,t} + \beta_4CEODUAL_{i,t} + \beta_5AGE_{i,t} + \beta_6LNTOTAS_{i,t} + \beta_7ASST_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (7)$$

Regressioyhtälö (8), joka testaa neljää hypoteesia yrityksen taloudellisesta suorituskyvystä, jossa selitettävänä muuttujana on kokonaispääoman tuottoaste (ROA), on seuraava:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1BSIZE_{i,t} + \beta_2BINDEP_{i,t} + \beta_3BGDIV_{i,t} + \beta_4CEODUAL_{i,t} + \beta_5AGE_{i,t} + \beta_6LNTOTAS_{i,t} + \beta_7ASST_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (8)$$

Lisäanalyysissä yläpuolen yhtälöihin 6, 7 ja 8 lisättiin kontrollimuuttujaksi COVID2020, joka kuvaa pandemian vaikutuksia vuonna 2020. Se arvioi sen vaikutuksia taloudellisiin riskeihin ja taloudelliseen suorituskykyyn.

Taulukossa 1 on esitetty tutkimuksen muuttujat tarkemmin sekä niiden lyhenteet, määritelmät ja kaavat. Taulukko ilmaisee myös muuttujista myöhemmin käytettäviä lyhenteitä.

Taulukko 1. Tutkielman muuttujien selitykset.

Selittävät muuttujat	Lyhenne	Määritelmä	Kaava	
Velkaantumisasaste	LEV	Yrityksen kokonaisvelkojen suhde varoihin, kuvaa velkariskiä	$\frac{\text{Kokonaisvelat}}{\text{Kokonaisvarat}}$	(9)
Maksuvalmius	CURR	Yrityksen maksuvalmius lyhytaikaisiin velkoihin nähden	$\frac{\text{Lyhytaikaiset varat}}{\text{Lyhytaikaiset velat}}$	(10)
Kokonaispääoman tuotto	ROA	Yrityksen nettotulos (ennen poistoja) suhteessa kokonaisvaroihin, mittaa kannattavuutta	$\frac{\text{Nettotulos ennen poistoja}}{\text{Kokonaisvarat}}$	(11)
Selittävät muuttujat				
Hallituksen koko	BFSIZE	Hallituksen jäsenten kokonaismäärä		
Hallituksen riippumattomuus	BINDEP	Riippumattomien jäsenten osuus hallituksessa		
Hallituksen monimuotoisuus	BGDIV	Naisjäsenten osuus hallituksessa		
Toimitusjohtajan kaksoisrooli	CEODUAL	Dummy-muuttuja: "1" = toimitusjohtaja on myös hallituksen puheenjohtaja, "0" = ei		
Kontrollimuuttujat				
Yrityksen ikä	AGE	Yrityksen toiminta-aika vuosina		
Yrityksen koko	LNTOTAS	Kokonaisvarojen luonnollinen logaritmi, mittaa yrityksen kokoa	$\ln(\text{Kokonaisvarat})$	(12)
Varojen konkreettisuus	ASST	Konkreettisten varojen osuus kokonaisvaroista	$\frac{\text{Konkreettiset varat}}{\text{Kokonaisvarat}}$	(13)
COVID-19 pandemia	COVID2020	Dummy-muuttuja: "1" = 2020, "0" = 2013–2019 ja 2021–2022		

4.3.1 Selittävät muuttujat

Tutkielmassa selitettäviä muuttujia ovat yrityksen taloudellisia riskejä kuvaavat velkaantumisasaste (LEV), maksuvalmius (CURR) ja taloudellista suorituskykyä kuvaava kokonaispääoman tuottoaste (ROA). Selitettävillä muuttujilla on tarkoitus selvittää hyvän hallintotavan mekanismien yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja taloudellisiin riskeihin. Selitettäviksi muuttujiksi valitut mittarit mukailevat esikuvatutkimuksessa olleita mittareita. Mittarit on kuvattu tarkemmin luvuissa 2.4 ja 2.5. Tiedot on saatu valmiina Orbis -tietokannasta.

4.3.2 Selittävät muuttujat ja kontrollimuuttujat

Selittävinä muuttujina toimii hallituksen koko (BSIZE), hallituksen riippumattomuus (BINDEP), hallituksen monimuotoisuus (BGDIV) ja toimitusjohtajan kaksoisrooli (CEODUAL). Nämä ovat keskeisiä hyvän hallintotavan tekijöitä, joiden on aiemmissa tutkimuksissa todettu vaikuttavan yritysten taloudelliseen suorituskykyyn ja taloudellisiin riskeihin. Hallituksen koko ja riippumattomuus voivat tuoda tehokkuutta ja objektiivisuutta valvontaan, hallituksen monimuotoisuus tuo erilaisia näkökulmia päätöksentekoon ja toimitusjohtajan kaksoisrooli vaikuttaa muun muassa valvonnan riippumattomuuteen. Näiden muuttujien avulla saadaan monipuolinen käsitys hallituksen rakenteen ja toimintatapojen yhteydestä yrityksen suorituskykyyn ja riskeihin. Toimitusjohtajan kaksoisrooli on muutettu dummy-muuttujaksi siten, että muuttuja saa arvon 1, jos toimitusjohtaja toimii myös hallituksen puheenjohtajana ja arvon 0, jos hän ei toimi tässä kaksoisroolissa.

Kontrollimuuttujina on yrityksen ikä (AGE) ja koko (LNTOTAS) sekä varojen konkreettisuus (ASST) eli konkreettisten varojen osuus yrityksen kokonaisvaroista. Saraswatin ja Bernawatin (2020) tutkimuksen lailla yrityksen koko huomioitiin lisäämällä kokonaisvarojen (LNTOTAS) luonnollinen logaritmi, jotta aineiston normaalijakautuneisuus paranee. Heikkilän (2014, s. 133) mukaan logaritmimuutoksella muuttujan jakauma on lähempänä normaalijakaumaa verrattuna alkuperäiseen arvoon. Saraswatin ja Bernawatin (2020) mukaan yrityksen koon arviointi kokonaisvarojen luonnollisen logaritmin avulla on myös perustellumpaa, koska menetelmä on vakaampi verrattuna muihin mittareihin ja säilyy yhtäläisempänä eri ajanjaksojen välillä. Suuremmat yritykset voivat myös hyötyä laajemmasta taloudellisesta mittakaavasta sekä vahvemmassa neuvotteluvoimasta asiakkaita ja toimittajia kohtaan.

Nämä kontrollimuuttujat mahdollistavat yritysten rakenteellisten erojen huomioimisen, mikä parantaa tutkimuksen mallien tulkittavuutta ja luotettavuutta, kun arvioidaan hyvän hallintotavan mekanismien yhteyksiä. Kontrollimuuttujiin on lisäanalyysin vuoksi lisätty myös COVID-19 pandemiaa kuvastava muuttuja (COVID2020), jotta mahdollinen pandemian vaikutus taloudelliseen suorituskykyyn ja taloudellisiin riskeihin tulee

huomioiduksi vuoden 2020 osalta. Sekä selitettävissä muuttujissa, että kontrollimuuttujissa on mukailtu samoja muuttujia kuin esikuvatutkimuksessakin.

Sullivanin ja muiden (2021) mukaan winsorointi on menetelmä, jota käytetään poikkeavien arvojen käsittelyyn aineistossa. Menetelmässä äärimmäiset arvot eivät poistu kokonaan, vaan ne muokataan lähemmäs aineiston keskiarvoa. Winsoroinnilla on pyritty minimoimaan äärimmäisten poikkeavuuksien vaikutus aineistoon, koska poikkeavat voivat vaikuttaa merkittävästi tutkimuksen tuloksiin. Winsorointi auttaa varmistamaan, että analyysin tulokset ovat luotettavia, eivätkä yksittäiset äärimmäiset arvot vääristä kokonaiskuvaa niin paljon. Tutkimuksessa käytettiin 1 % winsorointia, joka käytännössä tarkoittaa, että aineiston arvot, jotka alittavat alimman 1 prosentin presenttiin, korvattiin tällä arvolla ja arvot, jotka ylittävät ylimmän 99 prosentin presenttiin, korvattiin tällä arvolla. Winsoroinnista huolimatta poikkeavat ääriarvot eivät tasaantuneet merkittävästi. Tutkimuksessa käytettiin maltillista winsorointia, koska alkuperäistä aineistoa ei tahdottu muokata liikaa ja ääriarvojen muokkaamiselle winsoroinnin tason olisi luultavasti tullut olla melko korkea. Kuten luvussa 5.1 ja liitteessä 1 todettiin, ei 3 % ja 97 % winsorointi tehnyt merkittäviä muutoksia velkaantumistasteen (LEV) ääriarvoihin tai regressiotuloksiin.

5 Tutkimustulokset

Tässä luvussa käydään läpi kuvailevan tilastoanalyysin tulokset, muuttujien korrelaatiot ja regressioanalyysin tulokset, johon sisältyy myös tehty lisäanalyysi COVID-19 pandemiasta ja sen vaikutuksista. Tuloksia verrataan lopulta tutkimukselle määritettyihin tutkimushypoteeseihin ja näin voidaan tarkemmin analysoida hyvän hallintotavan mekanismien yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ja taloudellisiin riskeihin. Tutkielman tilastolliset analyysit suoritettiin Eviews 13 -ohjelmalla.

5.1 Aineiston kuvailu

Tutkielman aineistoa esittää alla oleva taulukko 2 kuvailevasta tilastoanalyysistä. Taulukossa on mukana keskiarvo (Ka.), mediaani (Md.), maksimi- (Max.) ja minimiarvot (Min.), keskihajonta (St. Dev.), vinouma (Skew.), huipukkuus (Kurt.) ja havaintojen lukumäärä (Obs.). Muuttujissa osa arvioista on winsoroitu, mikä tarkoittaa sitä, että poikkeavat ääriarvot on leikattu 1 % ja 99 % tasolle, jotta ne eivät vääristä tuloksia. Winsoroidut muuttujat ovat ROA, LEV, CURR ja ASST.

Taulukko 2. Kuvaileva tilastoanalyysi.

Muuttuja	Ka.	Md.	Max.	Min.	St. Dev.	Skew.	Kurt.	Obs.
ROA	9,368	8,333	38,161	-29,081	8,824	0,201	4,538	3662
LEV	63,974	64,003	144,970	11,685	20,944	0,278	3,421	3662
CURR	1,783	1,430	9,097	0,223	1,229	2,200	9,358	3662
BSIZE	10,845	11,000	138,000	2,000	3,253	21,547	779,027	3662
BINDEP	84,018	86,670	100,000	33,330	9,260	-1,558	5,729	3662
BGDIV	23,970	25,000	100,000	0,000	10,457	0,343	3,936	3662
CEODUAL	0,675	1,000	1,000	0,000	0,468	-0,747	1,559	3662
AGE	38,914	28,000	139,000	0,000	32,340	1,208	3,461	3662
LNTOTAS	16,621	16,636	20,303	12,039	1,262	0,010	2,864	3662
ASST	9,178	5,670	54,912	0,153	9,376	2,059	8,077	3662
COVID2020	0,106	0,000	1,000	0,000	0,309	2,551	7,509	3662

Taulukossa kaikkien havaintojen määrä on jokaisessa muuttujassa 3662 kappaletta, kun katsotaan kuvailevaa tilastoanalyysiä, mutta alempana olevassa regressioanalyysissä oli

jonkin verran enemmän havaintoja osassa muuttujista. Tämä voi mahdollisesti johtua siinä käytetystä listwise deletion -menetelmästä, joka mahdollisti useamman havainnon käyttämisen analyysissä. Havaintovuosilla kohdeyrityksien kokonaispääoman tuoton (ROA) keskiarvo oli 9,4 %, mikä tarkoittaa sen olevan keskiarvollisesti hyvällä tasolla, vaikka sen minimi ja maksimi arvot vaihtelevatkin 38,16 % ja -29,08 % välillä. Sen mediaani 8,33 % on suhteellisen lähellä keskiarvoa, joka tarkoittaa, että suurin osa havainnoista sijoittuu tähän keskiarvon lähetyville. Maksuvalmiudessa (CURR) keskiarvo on 1,78 %, joka tarkoittaa sen olevan hyvällä tasolla. Toimialan merkitys on suuri kaikissa tunnusluvuissa ja osassa on korkeaa vaihtelua, mikä voi johtua esimerkiksi virheestä, mutta siksi ääripäitä on pyritty rajaamaan osaan muuttujista tehdyllä winsoroinnilla.

Velkaantumisasteessa (LEV) keskiarvo on aineistossa 63,97 %, mikä tarkoittaa, että yritykset ovat suhteellisen korkeasti velkaantuneita ja velkojen suhde kokonaisvaroihin on suuri. Velkaantumisasteen minimi ja maksimi arvot vaihtelevat huomattavasti ja maksimin ylittäessä 100 %, tarkoittaa, että joillakin yrityksillä on enemmän velkaa kuin omia varoja. Aineistossa on noin 50 yritystä, joilla velat ylittivät omien varojen määrän. Suuren velkaantumisasteen (LEV) vuoksi muuttujalle tehtiin winsorointi 3 % ja 97 % tasolle ja saatuja regressiotuloksia verrattiin 1 % ja 99 % winsorointiin. Regressiotulokset 3 % ja 97 % winsoroinnista on esitetty liitteessä 1. Tulosten perusteella voidaan todeta, etteivät tulokset muuttuneet merkittävästi winsorointitason muuttuessa, joten alkuperäinen 1 % ja 99 % winsorointi päätettiin säilyttää analyysissä.

5.2 Korrelaatioanalyysi

Taulukossa 3 kuvattu tutkimusaineiston korrelaatiomatriisi esittää tutkimuksessa käytettyjen muuttujien väliset korrelaatiokertoimet. Korrelaatiokerroin kuvaa kahden muuttujan välisen lineaarisen riippuvuuden voimakkuutta ja suuntaa eli niin sanoen korrelaation tilastollista merkitsevyyttä. Kertoimen arvo voi vaihdella -1 ja +1 välillä, missä -1 tarkoittaa täydellistä negatiivista riippuvuutta, +1 täydellistä positiivista riippuvuutta ja 0 riippuvuuden puutetta. Taulukossa kunkin korrelaatiokertoimen alapuolella on p-arvo,

joka ilmaisee tilastollisen merkitsevyyden. Tutkielmassa merkitsevyydet on merkitty seuraavasti: *** (1 %), ** (5 %) ja * (10 %). Korrelaatiomatriisia käytetään muuttujien välisten yhteyksien tarkasteluun ja sen avulla voidaan myös tunnistaa esimerkiksi mahdollisia selittävien muuttujien multikollineaarisuuden ongelmia ennen tarkempia tilastollisia analyysejä. Multikollineaarisuus tarkoittaa sitä, että selittävät muuttujat korreloivat keskenään. (Heikkilä, 2014, s. 193 ja 235). Bryman ja Bell (2015, s. 169) esittävät multikollineaarisuuden raja-arvoksi 0,8 tai enemmän, mutta monissa tutkimuksissa raja-arvoksi hyväksytään myös 0,7.

Taulukosta on havaittavissa, että selitettävien, selittävien ja kontrollimuuttujien korrelaatiot vaihtelevat niiden välillä, mutta kuitenkin suurimmassa osassa p-luvut ovat 0,000, joka tarkoittaa, että korrelaatiot ovat erittäin merkitseviä tilastollisesti, mutta suurimmassa osassa korrelaatio on kuitenkin heikkoa. Selittävien muuttujien välinen korrelaatio on tilastollisesti erittäin merkitsevää, mutta pääosin silti niin pientä, että aiemmin mainittuja multikollineaarisuuden ongelmia ei esiinny selittävien muuttujien välillä.

Taulukko 3. Korrelaatiomatriisi.

P-arvo	ROA	LEV	CURR	BSIZE	BINDEP	BGDIV	CEO DUAL	AGE	LNTOTAS	ASST
ROA	1,000 -----									
LEV	-0,131*** 0,000	1,000 -----								
CURR	0,221*** 0,000	-0,486*** 0,000	1,000 -----							
BSIZE	-0,052** 0,002	0,123*** 0,000	-0,154*** 0,000	1,000 -----						
BINDEP	-0,057*** 0,001	0,121*** 0,000	-0,103*** 0,000	0,045** 0,007	1,000 -----					
BGDIV	-0,001 0,937	0,128*** 0,000	-0,158*** 0,000	0,059*** 0,000	0,208*** 0,000	1,000 -----				
CEODUAL	0,080*** 0,000	-0,009 0,605	-0,020 0,215	0,026 0,111	-0,058*** 0,001	0,013 0,438	1,000 -----			
AGE	0,038* 0,023	0,033* 0,045	-0,137*** 0,000	0,133*** 0,000	0,178*** 0,000	0,163*** 0,000	0,216*** 0,000	1,000 -----		
LNOTAS	-0,259*** 0,000	0,199*** 0,000	-0,345*** 0,000	0,313*** 0,000	0,178*** 0,000	0,22*** 0,000	0,053** 0,001	0,162*** 0,000	1,000 -----	
ASST	-0,052** 0,002	0,032 0,053	-0,024 0,145	0,066*** 0,000	0,081*** 0,000	0,045** 0,006	0,024 0,139	0,007 0,692	0,217*** 0,000	1,000 -----
COVID 2020	-0,123*** 0,000	0,033* 0,045	-0,002 0,882	0,035* 0,035	0,034* 0,041	0,137*** 0,000	-0,025 0,129	0,008 0,634	0,052** 0,002	-0,010 0,536

Tilastollinen merkitsevyys *, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 %.

Velkaantumisasteella (LEV) on kohtalaisen vahva negatiivinen korrelaatio maksuvalmiuden (CURR) kanssa (-0,486***), mikä osoittaa, että yrityksen kasvaessa velkaantuminen ja maksuvalmius ovat käänteisessä suhteessa toisiinsa. On hyvin mahdollista, että näiden selittävien muuttujien väliselle negatiiviselle korrelaatiolle on syynä esimerkiksi se, että velkaantuneilla yrityksillä on suuremmat rahoituskulut eli korkokulut ja muut mahdolliset velkojen lyhennykset. Tämä vaikuttaa maksuvalmiuteen, sillä koska osa yrityksen kasvavirroista on aina sidottuna velanhoitokuluihin. Maksuvalmiudella on myös kohtalaisen vahva negatiivinen korrelaatio yrityksen koon kanssa (-0,345***), mikä viittaa siihen, että suuremmat yritykset voivat kohdata haasteita maksuvalmiuden ylläpitämisessä. Lisäksi hallituksen koko (BSIZE) korreloi positiivisesti yrityksen koon kanssa (0,313***), mikä taas viittaa siihen, että suuremmilla yrityksillä on usein suurempi hallitus.

5.3 Regressioanalyysi

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan hyvän hallintotavan mekanismien yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ja taloudellisiin riskeihin. Taulukossa 4 esitetyt selitettävät muuttujat ovat vasemmalta oikealle kannattavuus (ROA), velkaantumisaste (LEV) ja maksuvalmius (CURR). Jokainen riippuva muuttuja edustaa taloudellista mittaria, jota selitetään hallinnointimekanismeilla ja valituilla kontrollimuuttujilla. Analyysin kohteena ovat hallintotekijät ovat hallituksen koko (BSIZE), hallituksen riippumattomuus (BINDEP), hallituksen monimuotoisuus (BGDIV), toimitusjohtajan kaksoisrooli (CEODUAL), sekä kontrollimuuttujat, kuten yrityksen koko ja varojen konkreettisuus. Näiden avulla arvioidaan, kuinka eri hallinnointitekijät ovat yhteydessä taloudellisiin mittareihin. Taulukossa ensimmäiseksi on kuvattu beta-kerroin, jonka jälkeen suluissa on kuvattu t-arvo ja tähdin tilastollinen merkitsevyys.

Taulukon alareunasta löytyvä korjattu selitysaste osoittaa kunkin mallin selitysastetta, joka mahdollistaa niiden vertailun keskenään, vaikka ne sisältävät eri määrän havaintoja ja muuttujia. F-testin tulokset ovat kaikissa malleissa tilastollisesti merkitseviä ja se tarkoittaa, että mallit selittävät merkittävän osan riippuvien muuttujien vaihtelusta. Lisäksi

Durbin-Watsonin testin arvot osoittavat autokorrelaation mahdollisuutta: alle 2 arvo viittaa positiiviseen autokorrelaatioon ja yli 2 arvo negatiiviseen autokorrelaatioon (Turner, 2020). Havainnot kertovat paneeliaineiston havaintojen lukumäärän.

Taulukko 4. Regressiotulokset.

Muuttuja	ROA	LEV	CURR
C	24,209 (0,150)	137,122 (0,685)	6,322 (0,367)
BSIZE	0,018 (0,457)	0,024 (0,386)	0,004 (1,035)
BINDEP	0,040 (2,026)**	0,007 (0,236)	0,000 (0,215)
BGDIV	0,005 (0,300)	0,052 (1,872)*	0,001 (0,301)
CEODUAL	0,378 (1,025)	-3,859 (-6,580)***	0,075 (1,914)*
AGE	0,093 (0,022)	0,523 (0,102)	-0,023 (-0,051)
LNTOTAS	-1,389 (-4,106)***	-5,548 (-10,314)***	-0,226 (-6,253)***
ASST	0,087 (4,001)***	-0,087 (-2,516)**	-0,005 (-1,953)*
Korjattu selityssaste	0,609	0,822	0,764
F-testi	14,825***	41,910***	29,717***
Durbin-Watson	1,214	0,662	1,327
Havainnot	3676	3662	3676

Tilastollinen merkitsevyys *, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 %.

Taulukon 4 tulosten perusteella yrityksen taloudellista suorituskykyä kuvaavaan ROA vaikuttavista muuttujista voidaan havaita seuraavaa: hallituksen riippumattomuudella (BINDEP) on positiivinen beta-kerroin (0,040), joka on tilastollisesti merkitsevä 5 % tasolla. Myös varojen konkreettisuutta kuvaavalla muuttujalla (ASST) on positiivinen beta-kerroin (0,087) ja se on tilastollisesti merkitsevä 1 % tasolla. Toisaalta yrityksen koolla (LNTOTAS) on negatiivinen beta-kerroin (-1,389), joka on merkitsevä 1 % tasolla. Tämä viittaa siihen, että suuremmilla yrityksillä voi olla haasteita omaisuuden tuoton kasvattamisessa.

Yrityksen taloudellisia riskejä kuvaavan velkaantumistasteen (LEV) kohdalla taulukon tulokset osoittavat, että hallituksen monimuotoisuudella (BGDIV) on positiivinen beta-kerroin (0,052), joka on tilastollisesti merkitsevä 10 % tasolla. Toimitusjohtajan kaksoisroolilla (CEODUAL) on puolestaan negatiivinen beta-kerroin (-3,859), joka on erittäin merkitsevä 1 % tasolla. Tämä saattaa viitata siihen, että toimitusjohtajan kaksoisrooli on yhteydessä vähäisempään velkaantumiseen. Myös yrityksen koolla (LNTOTAS) on negatiivinen beta-kerroin (-5,548), joka on merkitsevä 1 % tasolla. Varojen konkreettisuudella (ASST)

on niin ikään negatiivinen beta-kerroin (-0,087), joka on tilastollisesti merkitsevä 5 % tasolla.

Taloudellisiin riskeihin liittyen maksuvalmius (CURR) osoittaa seuraavia tuloksia. Toimitusjohtajan kaksoisroolilla (CEODUAL) on positiivinen beta-kerroin (0,075), joka on tilastollisesti merkitsevä 10 % tasolla, mikä voi viitata parantuneeseen maksuvalmiuteen. Yrityksen koolla (LNTOTAS) on negatiivinen beta-kerroin (-0,226), joka on merkitsevä 1 % tasolla. Lisäksi varojen konkreettisuudella (ASST) on negatiivinen beta-kerroin (-0,005), joka on tilastollisesti merkitsevä 10 % tasolla.

Taulukossa 4 esitettyjen regressiomallien osalta kaikkien kolmen riippuvan muuttujan F-testit ovat tilastollisesti merkitseviä, mikä viittaa mallien kykyyn selittää vaihtelua muuttujissa ROA, LEV ja CURR. Taloudellisen suorituskyvyn (ROA) kohdalla F-testi saavuttaa arvon 14,825***, velkaantumistasen (LEV) kohdalla 41,910*** ja maksuvalmiuden (CURR) kohdalla 29,717***. Nämä F-testien tulokset osoittavat, että valitut hyvän hallintotavan muuttujat ovat merkittäviä taloudellisten muuttujien selittäjiä ja mallien sopivuus on tilastollisesti merkitsevä.

Korjatun selitystasen kohdalla on jonkin verran mallikohtaisia eroja. Taloudellisen suorituskyvyn mallissa (ROA) korjattu selitystaso on 0,609, mikä osoittaa, että malli selittää noin 61 % kannattavuuden vaihtelusta. Velkaantumistasen mallissa (LEV) korjattu selitystaso nousee 0,822, mikä kertoo mallin selittävän erittäin suuren osan velkaantumisen vaihtelusta. Maksuvalmiuden (CURR) mallissa selitystaso on 0,764, mikä tarkoittaa noin 76 % selitysvoimaa. Näin ollen tulokset tukevat käsitystä siitä, että hyvän hallintotavan muuttujat ovat merkitseviä tekijöitä yritysten taloudellisessa suorituskyvyssä.

Durbin-Watson-testien perusteella autokorrelaation taso vaihtelee jonkin verran mallien välillä. Taloudellisen suorituskyvyn (ROA) mallin Durbin-Watson-arvo on 1,214 ja maksuvalmiuden (CURR) kohdalla 1,327, mikä viittaa suhteellisen vähäiseen autokorrelaatioon näissä malleissa. Velkaantumistasen (LEV) mallissa Durbin-Watson-arvo on kuitenkin

0,662, mikä osoittaa positiivista autokorrelaatiota ja viittaa mahdollisiin trendiyhteyksiin aikasarjojen välillä. Velkaantumistasen osalta tämä autokorrelaatio voi selittyä sillä, että taloudelliset suhdanteet ja yrityksen velkaantumistaso saattavat olla yhteydessä toisiinsa.

Mallien havaintomäärät (ROA: 3676, LEV: 3662, CURR: 3676) ovat suuria, mikä parantaa tulosten yleistettävyyttä ja vähentää satunnaisvaihtelun yhteyttä. Laaja aineisto vahvistaa tulosten luotettavuutta ja tukee käsitystä siitä, että mallit ovat yleisesti päteviä S&P 500 -yritysten yhteydessä.

Näiden tulosten perusteella voidaan todeta, että yritysten hallintotapaan liittyvillä tekijöillä on keskeinen rooli taloudellisten riskien ja suorituskyvyn selittämisessä. Tulokset osoittavat, että hallituksen riippumattomuus ja varojen konkreettisuus ovat yhteydessä yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn positiivisesti, kun taas yrityksen koko näyttäisi olevan yhteydessä suorituskykyyn negatiivisesti. Taloudellisia riskejä tarkasteltaessa havaitaan, että hallituksen monimuotoisuus vaikuttaa velkaantumistaseseen ja lisäksi toimitusjohtajan kaksoisrooli, yrityksen koko sekä varojen konkreettisuus heijastuvat sekä velkaantumistaseseen että maksuvalmiuteen.

Yrityksen koon yhteys kaikkiin kolmeen taloudelliseen muuttujaan on huomionarvoinen, sillä sen yhteys on kaikissa erittäin merkittävästi negatiivinen. Tämä viittaa siihen, että suuremmilla yrityksillä saattaa olla erityisiä haasteita, jotka heijastuvat niiden taloudelliseen suorituskykyyn ja riskeihin. Lisäksi velkaantumisen mallissa havaittu autokorrelaatio voi viitata taloudellisten suhdanteiden yhteyksiin ajan kuluessa, mikä on otettava huomioon tuloksia tulkittaessa.

5.4 Lisäanalyysi

Albuquerque ja muiden (2020) mukaan COVID-19 pandemia oli ennennäkemätön ulkoinen sokki, joka vaikutti maailmanlaajuisiin osakemarkkinoihin ja aiheutti äkillisen

markkinaromahduksen vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä. Aineistoon tehtiin lisäanalyysi, joka tarkastelee COVID-19 pandemian vaikutuksia. Käytetyt muuttujat ovat samoja kuin aiemmin tehdyssä regressioanalyysissä, mutta aineistoon on lisätty kontrollimuuttujaksi COVID2020. Taulukon 5 regressiotulokset sisältävät beta-kertoimet, t-arvot (suluissa) sekä tähdin merkityt tilastollisen merkitsevyyden tasot (*, **, ***).

Mallien selitysasteet ovat korkeita kaikissa kolmessa selitettävässä muuttujassa ja ovat yhtenevässä linjassa taulukossa 4 kuvattujen pääregressioiden kanssa. F-testin tulokset ovat kaikissa malleissa tilastollisesti erittäin merkitseviä, eivätkä ne myöskään merkittävästi poikkea aiemmin esitetyistä tuloksista. Durbin-Watson kuvastaa autokorrelaation mahdollisuutta ja niidenkin tulokset ovat linjassa a. Suurin vaihtelu tuloksissa on AGE muuttujassa verrattaessa taulukon 4 tuloksiin, jossa COVID2020 kontrollimuuttujaa ei ollut lisätty. AGE muuttujan ja COVID2020 muuttujan välillä voivat olla jossakin määrin riippuvaisia toisistaan tai esittää samankaltaisia ilmiöitä, vanhemmilla yrityksillä voi olla enemmän mahdollisuuksia selviytyä kriiseistä, kun taas nuoremmat yritykset pystyvät mahdollisesti paremmin sopeutumaan muutoksiin. Tulokset AGE:n tai COVID2020:n osalta eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä, joten analyysi on osin vain tulkintaa.

Taulukko 5. COVID-19 lisäanalyysin regressiotulokset.

Muuttuja	ROA	LEV	CURR
C	32,013 (0,212)	127,452 (0,619)	5,585 (0,346)
BSIZE	0,018 (0,457)	0,024 (0,386)	0,004 (1,035)
BINDEP	0,040 (2,025)**	0,007 (0,236)	0,000 (0,215)
BGDIV	0,005 (0,300)	0,052 (1,872)*	0,001 (0,301)
CEODUAL	0,378 (1,025)	-3,859 (-6,579)***	0,075 (1,914)*
AGE	-0,105 (-0,027)	0,776 (0,143)	-0,004 (-0,009)
LNTOTAS	-1,389 (-4,105)***	-5,548 (-10,312)***	-0,226 (-6,253)***
ASST	0,087 (4,000)***	-0,087 (-2,516)**	-0,005 (-1,953)*
COVID2020	-1,262 (-0,027)	-1,781 (-0,023)	-0,032 (-0,006)
Korjattu selitysaste	0,609	0,822	0,764
F-testi	14,784***	41,796***	29,636***
Durbin-Watson	1,214	0,662	1,327
Havainnot	3676	3662	3676

Tilastollinen merkitsevyys *, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 %.

COVID-19 pandemian vaikutuksia kuvaavan kontrollimuuttujan (COVID2020) lisääminen ei tuonut merkittäviä muutoksia regressiotuloksiin. COVID2020 muuttujan itsenäinen vaikutus ei ollut tilastollisesti merkitsevä missään mallissa, eikä sen lisäys vaikuttanut muiden muuttujien merkitsevyyteen, t-arvoihin eikä selitysvoimaan. Tämä voi viitata siihen, että pandemian vaikutus näihin mittareihin oli vähäinen tai sen vaikutus saattoi ilmetä muilla tavoin, joita käytetyt mallit eivät kykene havaitsemaan. Tulokset osoittavat, että pandemian vaikutukset saattoivat olla monisyisiä eri yritysten välillä, eivätkä ne olleet ratkaisevia pitkän aikavälin tarkastelussa.

Vastaava regressioanalyysi tehtiin COVID-19 pandemian vuosilla 2020 ja 2021. Sen tulokset eivät kuitenkaan eronneet juuri lainkaan käytettäessä pelkkää 2020 vuotta, joten pelkät 2020 vuoden tulokset raportoitiin tutkielmaan. COVID-19 pandemian vaikutusta analysoitiin keskittyen ainoastaan vuoteen 2020, koska se edusti pandemian akuuttia alkuvaihetta, jolloin yritykset kohtasivat merkittäviä ja äkillisiä talouden häiriöitä. Vuoden 2021 vaikutukset saattavat heijastaa osaltaan enemmän sopeutumisvaihetta tilanteeseen. Myös useissa aiemmissä tutkimuksissa, joissa COVID-19 pandemia on otettu huomioon vuosina 2020.

5.5 Tulosten analysointi

Tutkimuksessa tutkittiin hyvän hallintotavan mekanismien yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ja riskeihin. Tutkimuksen alussa esitettiin kahdeksan hypoteesia Al Mutairin ja Bakarın (2023) tutkimusta mukaillen. Hypoteeseja on testattu kappaleessa 5.4 kuvatun regressioanalyysin avulla. Tässä kappaleessa käydään läpi tutkimuksen tulokset ja niitä verrataan esikuva-artikkelin tuloksiin.

H1 Hallituksen koolla on merkitsevä negatiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudellisiin riskeihin.

Regressioanalyysin tulokset eivät osoittaneet tilastollisesti merkitsevää negatiivista yhteyttä hallituksen koon ja yrityksen taloudellisten riskien välillä, kun taloudellisia riskejä mitattiin velkaantumisasteella ja maksuvalmiudella. Lisäksi tulosten positiivinen suunta viittaa siihen, että hallituksen koon yhteys saattaa olla päinvastainen kuin hypoteesissa oletettiin. Näin ollen tutkimushypoteesia ei voida vahvistaa ja se hylätään. Tulos on osittain linjassa esikuvatutkimuksen tulosten kanssa, sillä siinä saatiin myös positiivinen yhteys, mutta siinä se oli tilastollisesti merkitsevä.

H2: Hallituksen riippumattomuudella on merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudellisiin riskeihin.

Regressioanalyysin tulokset eivät viitanneet tilastollisesti merkitsevään positiiviseen yhteyteen hallituksen riippumattomuuden ja yrityksen taloudellisten riskien välillä, kun taloudellisia riskejä mitattiin velkaantumisasteen ja maksuvalmiuden avulla. Tämä tarkoittaa, että tässä aineistossa hallituksen riippumattomuudella ei näyttäisi olevan tilastollisesti merkitsevää yhteyttä yrityksen taloudellisiin riskeihin. Hypoteesia ei siis voida tukea ja se hylätään. Tulos on yhdenmukainen aiemman tutkimuksen kanssa, jossa myös havaittiin positiivinen, mutta ei tilastollisesti merkitsevä yhteys.

H3: Toimitusjohtajan kaksoisroolilla on merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudellisiin riskeihin.

Tulosten mukaan toimitusjohtajan kaksoisroolilla on tilastollisesti erittäin merkitsevä, mutta negatiivinen yhteys velkaantumisasteeseen. Tämä viittaa siihen, että toimitusjohtajan kaksoisroolin omaavilla yrityksillä velkaantumisaste on matalampi, mikä on täysin päinvastainen yhteys kuin asetetussa hypoteesissa oletettiin. Maksuvalmiuden osalta toimitusjohtajan kaksoisroolilla on tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys, mikä ilmaisee, että kaksoisrooli on yhteydessä hieman korkeampaan maksuvalmiuteen. Nämä tulokset eivät tue hypoteesia taloudellisten riskien kasvusta ja näin ollen kolmatta hypoteesia ei voida vahvistaa. Tulokset viittaavat siihen, että toimitusjohtajan kaksoisroolilla

saattaa olla pikemminkin riskien vähentymiseen liittyviä yhteyksiä, mikä poikkeaa hypoteesin alkuperäisestä oletuksesta. Esikuvatutkimuksessa tämä hypoteesi jätettiin pois analyysistä matalan varianssin vuoksi.

H4: Hallituksen monimuotoisuudella on merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudellisiin riskeihin.

Regressioanalyysin tulosten pohjalta hallituksen monimuotoisuudella on tilastollisesti erittäin merkitsevä positiivinen yhteys velkaantumisasasteeseen. Tämä viittaa siihen, että monimuotoisemmat hallitukset, joissa on esimerkiksi enemmän naisia voivat liittyä korkeampaan velkaantumisasasteeseen, mikä tukee hypoteesia positiivisesta yhteydestä taloudelliseen riskiin. Sen sijaan hallituksen monimuotoisuus ei osoittautunut tilastollisesti merkitseväksi maksuvalmiuden osalta. Näin ollen neljäs hypoteesi saa osittain tukea velkaantumisasasteen osalta, mutta kokonaisuutena sitä ei voida vahvistaa muiden taloudellisten riskien mittareiden osalta. Tulokset eivät ole linjassa esikuvatutkimuksen tulosten kanssa, sillä siinä hallituksen monimuotoisuudella saatiin merkitsevä, mutta negatiivinen yhteys velkaantumisasasteeseen. Myös aikaisempaan tutkimuskirjallisuuteen viitaten naisten läsnäolo hallituksessa on usein nähty taloudellisia riskejä vähentävänä ominaisuutena. Toisaalta esikuvatutkimuksessa saatiin kuitenkin positiivinen yhteys maksuvalmiuteen, mutta se ei ollut tilastollisesti merkitsevä. Nämä tulokset eivät tue hypoteesia taloudellisten riskien kasvusta ja näin ollen neljättä hypoteesia ei voida vahvistaa.

H5: Hallituksen koolla on merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudelliseen suorituskyykyyn.

Regressiotulosten perusteella hallituksen koko ei osoittautunut tilastollisesti merkitseväksi muuttujaksi kokonaispääoman tuoton selittämisessä. Hallituksen koon yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn on vähäinen eikä merkittävä. Tämä tulos viittaa siihen, että hallituksen koon yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn ei ole merkittävä, eikä se tue hypoteesia, jonka mukaan suurempi hallitus voisi olla yhteydessä

parempaan taloudelliseen suorituskyyyn. Näin ollen hypoteesia ei voida vahvistaa ja se hylätään. Esikuvatutkimuksen tulokset olivat linjassa hypoteesin kanssa ja siinä löydettiin merkitsevä positiivinen yhteys hallituksen koon ja taloudellisen suorituskyyyn välillä.

H6: Hallituksen riippumattomuudella on merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudelliseen suorituskyyyn.

Tutkimuksen hypoteesi H6 oletti, että hallituksen riippumattomuudella olisi merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudelliseen suorituskyyyn. Regressioanalyysin tulokset tukevat tätä hypoteesia, sillä hallituksen riippumattomuus on tilastollisesti merkitsevä muuttuja kokonaispääoman tuoton selittämisessä. Positiivinen kerroin ja merkitsevyytaso viittaavat siihen, että riippumattomampien hallitusten yrityksillä on korkeampi kannattavuus. Hypoteesi hyväksytään. Esikuvatutkimuksessa löytyi myös positiivinen tilastollisesti merkitsevä yhteys hallituksen riippumattomuuden ja taloudellisen suorituskyyyn väliltä.

H7: Toimitusjohtajan kaksoisroolilla on merkitsevä negatiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudelliseen suorituskyyyn.

Tulosten perusteella toimitusjohtajan kaksoisroolilla ei ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä taloudelliseen suorituskyyyn kokonaispääoman tuotolla mitattuna. Tämä tarkoittaa, että toimitusjohtajan kaksoisroolilla, jossa sama henkilö toimii sekä toimitusjohtajana että hallituksen puheenjohtajana, ei näyttäisi olevan merkitsevää yhteyttä yrityksen taloudelliseen suorituskyyyn tutkimuksessa käytetyssä aineistossa. Näin ollen se ei tue hypoteesia, jonka mukaan toimitusjohtajan kaksoisroolilla voisi olla positiivinen yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskyyyn. Esikuvatutkimuksessa tämä hypoteesi jätettiin pois analyysistä matalan varianssin vuoksi.

H8: Hallituksen monimuotoisuudella on merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudelliseen suorituskyyyn.

Regressioanalyysin tulosten perusteella hallituksen monimuotoisuudella ei ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä kokonaispääoman tuottoon. Tämä viittaa siihen, että hallituksen monimuotoisuus ei ole merkitsevä tekijä yrityksen taloudellisen suorituskyvyn selittämisessä. Näin ollen tulokset eivät tue hypoteesia, jonka mukaan hallituksen monimuotoisuudella olisi merkitsevä yhteys yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tämän vuoksi tutkimushypoteesia ei vahvisteta ja se hylätään. Esikuvatutkimuksessa löydettiin merkitsevä, mutta negatiivinen yhteys hallituksen monimuotoisuuden ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välillä, mutta sen todettiin olevan ristiriidassa aiempien tutkimusten kanssa, jossa oli löydetty lähes pelkästään positiivisesti merkitseviä tuloksia.

Taulukko 6. Tutkielman tulokset.

Hypoteesi	Muuttujat	Yhteys	Johtopäätös
H1	LEV - CURR - BSIZE	+, +	Hylätään
H2	LEV - CURR - BINDEP	+, +	Hylätään
H3	LEV - CURR - CEODUAL	-.***, +*	Hylätään
H4	LEV - CURR - BGDIV	+*, +	Hylätään
H5	ROA - BSIZE	+	Hylätään
H6	ROA - BINDEP	+ **	Hyväksytään
H7	ROA - CEODUAL	+	Hylätään
H8	ROA - BGDIV	+	Hylätään

Taulukossa 6 on havaittavissa hypoteesi, muuttujat, yhteys ja sen pohjalta luotu johtopäätös hypoteesista. Tilastollisesti merkitsevä hypoteesia vastaava yhteys löytyi ainoastaan hypoteesin kuusi osalta, jossa oletettiin, että hallituksen riippumattomuudella olisi merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudelliseen suorituskykyyn. Hypoteesissa kolme, jossa oletettiin, että toimitusjohtajan kaksoisroolilla olisi merkitsevä positiivinen yhteys muiden kuin rahoitusalan yritysten taloudellisiin riskeihin löytyi osin merkitsevä yhteys. Yhteys kuitenkin ei tukenut molempia muuttujia ja oli oletettua täysin päinvastainen eli negatiivinen tilastollisesti erittäin merkitsevä yhteys velkaantumisasteella mitattuna. Maksuvalmiuden osalta oli tilastollisesti heikosti merkitsevä positiivinen yhteys. Taulukosta on havaittavissa myös, että hypoteesit yksi ja viisi pärjäsivät kaikista heikoiten eikä sillä löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä taloudellisen suorituskyvyn tai taloudellisten riskien osalta.

6 Yhteenveto ja johtopäätökset

Hyvä hallintotapa on yrityksen johtamiseen ja valvontaan liittyvä periaatteiden ja mekanismien kokonaisuus, jonka tavoitteena on varmistaa yrityksen tehokas, vastuullinen ja läpinäkyvä toiminta. Se määrittää yrityksen hallituksen, johdon ja sidosryhmien välisiä suhteita ja edistää yrityksen strategisten tavoitteiden saavuttamista kattaen mahdollisimman laajasti kaikkien tarpeet. Hyvän hallintotavan keskeisinä osa-alueina pidetään usein hallituksen kokoa, riippumattomuutta, monimuotoisuutta ja toimitusjohtajan kaksoisroolia. Hyvän hallintotavan noudattaminen tukee yrityksen kestävästä taloudellisesta suorituskykyä ja riskienhallintaa.

Hyvän hallintotavan merkitys on korostunut muuttuneessa liiketoimintaympäristössä, jossa kilpailu, sidosryhmien odotukset ja lainsäädännölliset vaatimukset vaativat yrityksiltä aiempaa suurempaa vastuullisuutta ja läpinäkyvyyttä toiminnassaan. Näin ollen sillä on tärkeä rooli paitsi yritysten sisäisessä päätöksenteossa, mutta myös sijoittajien luottamuksen rakentamisessa ja pitkän aikavälin taloudellisen vakauden varmistamisessa.

Tutkielman tavoitteena oli tarkastella S&P 500 -indeksin yritysten hyvän hallintotavan mekanismien sekä taloudellisten riskien ja suorituskyvyn välistä yhteyttä vuosien 2013–2022 välillä. Keskeisimmiksi mekanismeiksi valittiin hallituksen koko, riippumattomuus, monimuotoisuus ja toimitusjohtajan kaksoisrooli. Tutkimuksen tulokset osoittivat, että yritysten hyvän hallintotavan mekanismien sekä taloudellisten riskien ja suorituskyvyn välillä oli havaittavissa yhteyksiä, mutta ne eivät olleet suurilta osin tilastollisesti merkitseviä.

6.1 Pohdinta

Tutkielma vahvistaa hyvän hallintotavan merkityksen yritysten taloudellisen menestyksen ja riskienhallinnan välineenä. Tulokset ovat osiltaan linjassa aiemman kirjallisuuden kanssa, mutta osaltaan tarjoavat uusia näkökulmia erityisesti luottoriskin ja

maksuvalmiuden osalta. Hyvän hallintotavan mekanismit eivät toimi yksinomaan itsenäisinä tekijöinä, vaan niiden vaikutukset ovat suuresti riippuvaisia myös yrityksen ominaisuuksista eri osa-alueilla. On huomattavaa, että vaikka monimuotoisuus ja riippumattomuus hallituksissa vaikuttivat pääosin positiivisesti, liian suuri riippumattomuus tai liiallinen painotus monimuotoisuuteen voi johtaa tiedon epäsymmetriaan ja hallituksen toiminnan hajaantuneisuuteen. Samoin kaksoisroolissa olevien toimitusjohtajien vaikutukset vaihtelevat merkittävästi kontekstisista. Tämän tutkimuksen ja aiempien tutkimusten tuloksien perusteella voidaan todeta, että hallituksen rakenteella ja käytännöllä havaittavissa yhteys siihen, miten yritys reagoi ulkoisiin ja sisäisiin haasteisiin. Erityisesti hallituksen monimuotoisuus, hallituksen riippumattomuus ja toimitusjohtajan kaksoisrooli korostuivat tutkimuksen tuloksissa. Hallituksen koolla oli nähtävissä yleisesti pienin vaikutus hallituksen toiminnan määrittämisen osalta. Tulokset korostavat yleisesti hyvän hallintotavan mekanismien suunnittelun tärkeyttä etenkin yrityksen pitkän aikavälin menestyksen takaamisessa niin taloudellisen suorituskyvyn kuin riskienkin osalta.

Tutkimuksessa huomioitiin koronaviruspandemiaa lisäanalyysissä vuoden 2020 osalta. Vaikka COVID-19 pandemia oli maailmanlaajuisesti merkittävä tapahtuma, sen vaikutukset eivät kuitenkaan ulottuneet regressioanalyysin tuloksiin. Tutkimus keskittyi pääasiassa normaalien liiketoimintaolosuhteiden tarkasteluun ja useamman vuoden otanta mahdollistaa tutkimusten tulosten yleistettävyyden pandemiasta huolimatta pitkällä aikavälillä. Pandemia saattoi tuoda merkittäviä muutoksia taloudellisiin olosuhteisiin lyhyellä aikavälillä, mutta regressioanalyysissä sen vaikutus ei ollut tilastollisesti merkitsevää. Yritysten velkaantumisaste ja maksuvalmius saattoivat muuttua osalla yrityksistä merkittävästi taloudellista suorituskykyä unohtamatta.

6.2 Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimuskysymykset

Tutkimuksella on havaittavissa muutamia rajoitteita. Tutkimuksen aineisto kattoi S&P 500 -indeksin yritykset, joten tulokset eivät ole suoraan yleistettävissä pienempiin tai muiden maiden yrityksiin. Lisäksi tutkimuksessa käytetyt mittarit luovat tiettyjä

rajoitteita. Taloudellisen suorituskyvyn arvioinnissa käytettiin vain ROA:a, mutta muutama muun mittarin huomioimisella taloudellisen suorituskyvyn arviointi olisi voinut olla paljon luotettavampaa. Velkaantumistaso ja maksuvalmius tarjoavat jo hyvän kuvan yritysten taloudellisesta tilanteesta, mutta mikäli taloudellisia riskejä kuvaaviin mittareihin olisi lisätty, vaikka yksi lisämittari olisi arviointi ollut entistä kattavampaa.

Jatkotutkimuksissa olisi hyödyllistä laajentaa tarkastelua esimerkiksi eri toimialoille ja maantieteellisille alueille sekä erilaisille hallintomekanismeille. Hallituksen sisäisiä kulttuurisia eroja tai erityistaitoja ei ole huomioitu tässä tutkimuksessa, joten niiden tarkastelu voisi tarjota arvokkaita näkökulmia. Lisäksi hallituksen kokoontumiskertojen määrällä ja niiden sisällöllä voi olla vaikutusta hyvän hallintotavan mekanismien ja taloudellisen suorituskyvyn ja riskien väliseen yhteyteen.

Tilintarkastuskomitean ja tilintarkastajan roolia voitaisiin myös tarkastella tarkemmin, sillä ne voivat olla merkittävässä roolissa yrityksen hallinnointikäytännöissä. Esimerkiksi tilintarkastajan riippumattomuus ja asiantuntijuus voivat vaikuttaa taloudellisen raportoinnin luotettavuuteen ja hallintorakenteiden toimivuuteen. Myös sisäisellä kontrollilla ja sisäisellä tarkastuksella voi olla yhteys yrityksen riskienhallintaan ja suorituskykyyn.

Hallintomekanismien tarkastelua voi myös laajentaa hyvän hallintotavan mekanismien ulkopuolelle. Jatkotutkimuksissa voi tutkia myös eri johtamisjärjestelmiä, kuten riskienhallintaa, tietohallinnon valvontamekanismeja tai operatiivisia strategioita. Lisäksi ulkoiset mekanismit kuten markkina- ja lainsäädännölliset asiat ja sidosryhmien vaikutus voi täydentää tutkimustietoa. NykYTEknologia, kuten tekoäly, kyberturvallisuus ja ohjelmointi ovat yhä merkittävämmässä roolissa yritysten hallinnossa ja tarjoavat myös osaltaan mielenkiintoisen näkökulman jatkotutkimuksille. Tekoälyä voidaan hyödyntää esimerkiksi taloudellisten riskien analysoinnissa, tilintarkastuksessa ja sisäisessä valvonnassa enenevässä määrin. Nämä tuovat kuitenkin osaltaan monia haavoittuvuuksia ja riskejä, joita yritykset eivät välttämättä osaa vielä arvioida. Kyberturvallisuuden ja hallintomekanismien välistä yhteyttä sekä tekoälyn vaikutusta strategiseen päätöksentekoon

olisi hyödyllistä tutkia tarkemmin yritysten taloudellisen suorituskyvyn ja riskienhallinnan näkökulmista. Kuitenkin luotettavan tutkimustiedon saaminen edellyttää näiden teknologioiden laajempaa yleistymistä, jotta niiden vaikutuksia voidaan tarkastella pidemmällä aikavälillä.

Lähteet

- Akbar, S., Kharabsheh, B., Poletti-Hughes, J. & Shah, S. Z. A. (2017). Board structure and corporate risk taking in the UK financial sector. *International review of financial analysis*, 50, 101–110. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.02.001>
- Aktiebolagslag 2005:551. Sveriges Riksdag. Noudettu 2.10.2024 osoitteesta https://www.riksdagen.se/sv/dokument-och-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/aktiebolagslag-2005551_sfs-2005-551/
- Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I. & Farhan, N. H. S. (2020). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in international business and finance*, 51, 101083. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101083>
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S. & Zhang, C. (2020). Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9 (3), 593–621. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011>
- Alzayed, N., Eskandari, R., Eshraghi, A. & Yazdifar, H. (2023). Revisiting corporate governance and financial risk-taking. *International journal of finance and economics*, 1–26. <https://doi.org/10.1002/iife.2896>
- Arora, A. (2022). Gender diversity in boardroom and its impact on firm performance. *Journal of management and governance*, 26 (3), 735–755. <https://doi.org/10.1007/s10997-021-09573-x>
- Baliga, B. R., Moyer, R. C. & Rao, R. S. (1996). CEO Duality and Firm Performance: what's the fuss? *Strategic management journal*, 17 (1), 41–53. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199601\)17:1<41::AID-SMJ784>3.0.CO;2-#](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199601)17:1<41::AID-SMJ784>3.0.CO;2-#)
- Ben Saad, S. & Belkacem, L. (2022). Does board gender diversity affect capital structure decisions? *Corporate governance (Bradford)*, 22 (5), 922–946. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2020-0575>
- Berle, A. A. & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace & World, Inc. <https://doi.org/10.4324/9781315133188>

- Bernawati, Y. & Batara, G. R. (2019). Good Corporate Governance, Firm Age, and Capital Structure: (Studies on Property and Real Estate Companies Listed on the IDX). *Sustainable Business Accounting and Management Review*, 1 (3), 101–111. <https://doi.org/10.61656/sbamr.v1i3.55>
- Bernile, G., Bhagwat, V. & Yonker, S. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate policies. *Journal of financial economics*, 127 (3), 588–612. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.009>
- Bliss, M. A., Muniandy, B. & Majid, A. (2007). CEO duality, audit committee effectiveness and audit risks: A study of the Malaysian market. *Managerial auditing journal*, 22 (7), 716–728. <https://doi.org/10.1108/02686900710772609>
- Bryman, A. & Bell, E. (2015). *Business research methods*. Oxford University Press.
- Campbell, K. & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of business ethics*, 83 (3), 435–451. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>
- Chan, M. C., Watson, J. & Woodliff, D. (2014). Corporate Governance Quality and CSR Disclosures. *Journal of business ethics*, 125 (1), 59–73. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1887-8>
- Chen, X., Ye, Z., Zhou, Z., Zhang, F. (2017). CEO duality and stock price crash risk: Evidence from China. *Transformations in Business & Economics*, 16 (2B), 728–741. https://triton.fina.fi/PrimoRecord/pci.cdi_scopus_primary_2_s2_0_85041020715?sid=4826668505
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of financial economics*, 87 (1), 157–176. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.10.006>
- Core, J E., Guay, W. R. & Rusticus, T. O. (2006). Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations. *The Journal of finance (New York)*, 61 (2), 655–687. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00851.x>

- Davis, J. H., Schoorman, F. D. & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management review*, 22 (1), 20–47. <https://doi.org/10.2307/259223>
- Dey, A., Engel, E. & Liu, X. (2011). CEO and board chair roles: To split or not to split? *Journal of corporate finance (Amsterdam, Netherlands)*, 17 (5), 1595–1618. <https://doi.org/10.1016/j.icorpfm.2011.09.001>
- Duru, A., Iyengar, R. J. & Zampelli, E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of business research*, 69 (10), 4269–4277. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.04.001>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management review*, 14 (1), 57–74. <https://doi.org/10.2307/258191>
- Essen, M. van., Oosterhout, J. van. & Carney, M. (2012). Corporate boards and the performance of Asian firms: A meta-analysis. *Asia Pacific journal of management*, 29 (4), 873–905. <https://doi.org/10.1007/s10490-011-9269-1>
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of political economy*, 88 (2), 288–307. <https://doi.org/10.1086/260866>
- Fama, E. F. & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of financial studies*, 15 (1), 1–33. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- Fleckner, A. M. & Hopt, K. J. (2013). *Comparative Corporate Governance: A Functional and International Analysis*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9781139177375>
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, 38 (1), 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Germain, L., Galy, N. & Lee, W. (2014). Corporate governance reform in Malaysia: Board size, independence and monitoring. *Journal of economics and business*, 75, 126–162. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2014.06.003>

- Glinkowska, B & Kaczmarek, B. (2015). Classical and modern concepts of corporate governance (Stewardship Theory and Agency Theory). *Management (Zielona Góra)*, 19 (2), 84–92. <https://doi.org/10.1515/manment-2015-0015>
- Gordini, N. & Rancati, E. (2017). Gender diversity in the Italian boardroom and firm financial performance. *Management research review*, 40 (1), 75–94. <https://doi.org/10.1108/MRR-02-2016-0039>
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European journal of finance*, 15 (4), 385–404. <https://doi.org/10.1080/13518470802466121>
- Haider, J. & Fang, H.-X. (2016). Board Size and Corporate Risk: Evidence from China. *Journal of Asia-Pacific business*, 17 (3), 229–248. <https://doi.org/10.1080/10599231.2016.1203718>
- Hatane, S. E., Supangat, S., Tarigan, J. & Jie, F. (2019). Does internal corporate governance mechanism control firm risk? Evidence from Indonesia's three high-risk sectors. *Corporate governance (Bradford)*, 19 (6), 1362–1376. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2019-0071>
- Harjoto, M. A., Laksmana, I. & Yang, Ya-wen. (2018). Board diversity and corporate investment oversight. *Journal of business research*, 90, 40–47. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.04.033>
- Heikkilä, T. (2014). *Tilastollinen tutkimus*. Edita Publishing Oy.
- Muhammad, H., Migliori, S. & Consorti, A. (2024). Corporate governance and R&D investment: does firm size matter? *Technology analysis & strategic management*, 36 (3), 518–532. <https://doi.org/10.1080/09537325.2022.2042508>
- Jane Lenard, M., Yu, B., Anne York, E., & Wu, S. (2014). Impact of board gender diversity on firm risk. *Managerial finance*, 40 (8), 787–803. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2013-0164>
- 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)

- Ji, J., Peng, H., Sun, H. & Xu, H. (2021). Board tenure diversity, culture and firm risk: Cross-country evidence. *Journal of international financial markets, institutions & money*, 70, 101276. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101276>
- Jouber, H. (2022). Women leaders and corporate social performance: do critical mass, CEO managerial ability and corporate governance matter? *Management decision*, 60 (5), 1185–1217. <https://doi.org/10.1108/MD-07-2020-0953>
- Kallunki, J-P. (2022). *Tilinpäätösanalyysi*. Alma Talent. [https://verkkokirjahyllyalmatalentfi.proxy.uwasa.fi/teos/GAGBGXETEB#/kohta:Tilinp\(\(e4\)\)\(\(e4\)t\(\(f6\)sana-lyysi/piste:b4](https://verkkokirjahyllyalmatalentfi.proxy.uwasa.fi/teos/GAGBGXETEB#/kohta:Tilinp((e4))((e4)t((f6)sana-lyysi/piste:b4)
- Kang, H., Cheng, M. & Gray, S. J. (2007). Corporate Governance and Board Composition: diversity and independence of Australian boards. *Corporate governance: an international review*, 15 (2), 194–207. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00554.x>
- Kanter, R. M. (1977). Some Effects of Proportions on Group Life: Skewed Sex Ratios and Responses to Token Women. *The American journal of sociology*, 82 (5), 965–990. <https://doi.org/10.1086/226425>
- Keay, A. (2017). Stewardship theory: is board accountability necessary? *International journal of law and management*, 59 (6), 1292–1314. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-11-2016-0118>
- Khaled, E. (2011). Board size and corporate performance: the missing role of board leadership structure. *Journal of management and governance*, 15 (3), 415–446. <https://doi.org/10.1007/s10997-009-9110-0>
- Kieschnick, R. & Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of corporate finance (Amsterdam, Netherlands)*, 48, 597–614. <https://doi.org/10.1016/j.icorpf.2017.12.011>
- Kyere, M. & Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International journal of finance and economics*, 26 (2), 1871–1885. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1883>
- Laitinen, T. & Laitinen, E. K. (2014). *Yrityksen maksukyky: arviointi ja ennakointi*. KHT-Media Oy.

- Larcker, D. F., Richardson, S. A. & Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting review*, 82 (4), 963–1008. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.4.963>
- Li, Z., Jia, J. & Chapple, L. (2022). Board gender diversity and firm risk: international evidence. *Managerial auditing journal*, 37 (4), 438–463. <https://doi.org/10.1108/MAJ-05-2021-3157>
- Lin, K. J., Karim, K., Hu, R. & Dunn, S. (2023). Fifty shades of CEO duality: CEO personal risk preference, duality and corporate risk-taking. *Journal of applied accounting research*, 24 (3), 425–441. <https://doi.org/10.1108/JAAR-02-2022-0034>
- Loukil, N. & Yousfi, O. (2016). Does gender diversity on corporate boards increase risk-taking? *Canadian journal of administrative sciences*, 33 (1), 66–81. <https://doi.org/10.1002/cjas.1326>
- Magnanelli, B. S. & Izzo, M. F. (2017). Corporate social performance and cost of debt: the relationship. *Social responsibility journal*, 13 (2), 250–265. <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2016-0103>
- Martin, J. A. & Butler, F. C. (2017). Agent and stewardship behavior: How do they differ? *Journal of management & organization*, 23 (5), 633–646. <https://doi.org/10.1017/jmo.2016.72>
- Mubeen, R., Han, D., Abbas, J. & Hussain, I. (2020). The Effects of Market Competition, Capital Structure, and CEO Duality on Firm Performance: A Mediation Analysis by Incorporating the GMM Model Technique. *Sustainability*, 12 (8), 3480. <https://doi.org/10.3390/su12083480>
- Ozdemir, O., Erkmen, E. & Binesh, F. (2022). Board diversity and firm risk-taking in the tourism sector: Moderating effects of board independence, CEO duality, and free cash flows. *Tourism economics: the business and finance of tourism and recreation*, 28 (7), 1782–1804. <https://doi.org/10.1177/13548166211014367>
- Pham, H. S. T. & Nguyen, D. T. (2020). Debt financing and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of general management*, 45 (3), 141–151. <https://doi.org/10.1177/0306307019886829>

- Pletzer, J. L., Nikolova, R., Kedzior, K. K. & Voelpel, S. C. (2015). Does Gender Matter? Female Representation on Corporate Boards and Firm Financial Performance - A Meta-Analysis. *PloS one*, 10 (6), e0130005–e0130005. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0130005>
- Polson, N. G. & Scott, J. G. (2012). Good, great, or lucky? Screening for firms with sustained superior performance using heavy-tailed priors. *The annals of applied statistics*, 4 (1), 161–185. <https://doi.org/10.1214/11-AOAS512>
- Ramdani, D. & Witteloostuijn, A. van (2010). The Impact of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: A Quantile Regression Analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand. *British journal of management*, 21 (3), 607–627. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2010.00708.x>
- Rossi, F., Hu, C. & Foley, M. (2017). Women in the boardroom and corporate decisions of Italian listed companies: Does the “critical mass” matter? *Management decision*, 55 (7), 1578–1595. <https://doi.org/10.1108/MD-01-2017-0029>
- Saraswati, T. & Bernawati, Y. (2020). The effect of cash conversion cycle and firm size on the profitability of manufacturing companies. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 11 (9), 149–164. Noudettu 29.12.2025 osoitteesta https://www.ijicc.net/images/vol11iss9/11913_Saraswati_2020_E_R.pdf
- Siddiqui, S. S. (2015). The association between corporate governance and firm performance – a meta-analysis. *International journal of accounting and information management*, 23 (3), 218–237. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2014-0023>
- Sila, V., Gonzalez, A. & Hagendorff, J. (2016). Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk? *Journal of corporate finance (Amsterdam, Netherlands)*, 36, 26–53. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.003>
- Sullivan, J. H., Warkentin, M. & Wallace, L. (2021). So many ways for assessing outliers: What really works and does it matter? *Journal of business research*, 132, 530–543. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.03.066>
- 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>

- Tricker, B. (2015). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. Oxford University Press. Noudettu 3.5.2024 osoitteesta https://books.google.fi/books?id=X4qQBgAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=fi&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false
- Turner, P. (2020). Critical values for the Durbin-Watson test in large samples. *Applied Economics Letters*, 27 (18), 1495–1499. <https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1691711>
- Wang, C.-J. (2012). Board size and firm risk-taking. *Review of quantitative finance and accounting*, 38 (4), 519–542. <https://doi.org/10.1007/s11156-011-0241-4>
- Yang, T. & Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of banking & finance*, 49, 534–552. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.008>
- Yritystutkimus ry. (2017). *Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi*. Yritystutkimus ry ja Gaudamus Helsinki University Press. Noudettu 15.5.2024 osoitteesta http://yritystutkimusry.fi/wp-content/uploads/2021/04/Yritystutkimuksen_Tilinpaaotosanalyysi.pdf

Liitteet

Liite 1. Regressiotulokset kun velkaantumisaste (LEV) winsoroituna 3 % ja 97 %

Muuttuja	LEV
C	132,060 (160,575)
BSIZE	0,027 (0,058)
BINDEP	0,002 (0,030)
BGDIV	0,048 (0,026)*
CEODUAL	-3,777 (0,558)***
AGE	0,478 (4,121)
LNTOTAS	-5,118 (0,512)***
ASST	-0,098 (0,033)**
Korjattu selitysaste	0,820
F-testi	41,398***
Durbin-Watson	0,651
Havainnot	3662

Tilastollinen merkitsevyys *, ** ja *** osoittavat 10 %, 5 % ja 1 %.