

# Hallinnointiselvityksen arvorelevanssi suomalaisissa pörssiyhtiöissä

Jyväskylän yliopisto  
Kauppakorkeakoulu

Pro gradu -tutkielma

2023

Tekijä: Jaakko Myllymäki  
Oppiaine: Laskentatoimi  
Ohjaaja: Antti Rautiainen



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

## TIIVISTELMÄ

<i>Tekijä</i> Jaakko Myllymäki	
<i>Työn nimi</i> Hallinnointiselvityksen arvorelevanssi suomalaisissa pörssiyhtiöissä	
<i>Oppiaine</i> Laskentatoimi	<i>Työn laji</i> Pro gradu -tutkielma
<i>Aika (pvm.)</i> 3.12.2023	<i>Sivumäärä</i> 75
Tiivistelmä - Abstract	
<p>Suomalaisten pörssiyhtiöiden vuosikertomuksiin on jo vuodesta 2008 alkaen liitetty selvitys hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä, ns. hallinnointiselvitys. Hallinnointiselvitykseen on vuosien saatossa tehty monia uudistuksia, joilla on pyritty lisäämään raportoinnin merkittävyyttä sijoittajille ja muille sidosryhmille. Vuonna 2024 voimaan tuleva lainsäädäntö koskien kestävyysraporttia tulee lisäämään yhtiöiden hallinnointia koskevaa tiedonantoa sidosryhmille. Muutoksen takia myös hallinnointikoodin ja hallinnointiselvityksen sisältö tulee muuttumaan. Tämän tutkimuksen tarkoitus on analysoida, miten relevanttia nykyisellä hallinnointiselvityksellä raportoitu tieto on sijoittajille.</p> <p>Tutkimuksessa tarkastellaan vuonna 2020 julkaistun hallinnointikoodin mukaisen hallinnointiselvityksen arvorelevanssia sijoittajille. Tutkimuksen teoria perustuu hallinnoinnin tutkimukselle tyypilliseen agentti- sekä signaalointiteoriaan (Nerantzidis &amp; Tsamis, 2017). Aineisto on muodostettu tilikaudella 2022 Suomessa listatuista yhtiöistä, joilla on arvopaperimarkkinalain nojalla velvollisuus julkaista hallinnointiselvitys. Tutkimuksessa käytetään arvorelevanssitutkimukselle tyypillistä lineaarista monimuuttujaregressioanalyysiä yhtiön arvon ja hallinnointiselvityksen välisen yhteyden tarkastelemiseen (Ota, 2003). Hallinnointiselvitystä kuvataan hallinnointikoodin suosituksiin perustuvan indeksin avulla, jossa jokaiselle hallinnointikoodin osa-alueelle on luotu oma tunnusluku. Kontrollimuuttujina on käytetty aiemmassa arvorelevanssitutkimuksessa tunnistettuja talouden tunnuslukuja.</p> <p>Lineaarisen monimuuttujaregression avulla ei tutkimuksessa havaittu tilastollisesti merkitsevää yhteyttä hallinnointiselvitystä kuvaavien tunnuslukujen ja yhtiön arvon välillä. Tuloksista johtopäätöksiä tehtäessä on kuitenkin huomioitava myös tutkimuksen rajoitteet. Tutkimuksessa käytetty indeksi kuvaa suomalaisten pörssiyhtiöiden hallinnointiselvitystä hallinnointikoodiin perustuen numeraalisesti. Tutkimuksen tulokset eivät siis välttämättä kuvasta kaikkea tietoa, jota hallinnointiselvityksellä sijoittajille jaetaan. Tämän tutkimuksen tulokset kuitenkin osoittavat, että hallinnointiselvityksillä esitetty tieto hallinnointikoodin suosituksiin liittyen ei ole sijoittajille arvorelevanttia.</p>	
<i>Asiasanat</i> Selvitys hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä, Hallinnointiselvitys, Arvorelevanssi, Arvopaperimarkkinalaki ja Laskentatoimi	
<i>Säilytyspaikka</i> Jyväskylän yliopiston kirjasto	

# SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ .....	2
SISÄLLYS.....	3
LYHENNE-, KUVIO-, TAULUKKO JA LIITELISTAUS.....	5
1 JOHDANTO & TAUSTA .....	7
1.1 Tutkimusongelma.....	8
2 AGENTTI- JA SIGNALOINTITEORIA.....	11
2.1 Johdanto teoriaan ja hallinnoinnin arvorelevantit mekanismit .....	11
2.2 Agenttiteoria, päämies-agentti-ongelma.....	15
2.3 Signaalointiteoria .....	18
3 HALLINNOINTIKOODI JA SIIHEN LIITTYVÄ AIEMPI TUTKIMUS ....	20
3.1 Hallinnointikoodi ja -selvitys.....	20
3.1.1 Lainsäädännöllinen tausta Suomessa .....	20
3.1.2 Hallinnointikoodin sisältö .....	22
3.2 Aiempi arvorelevanssitutkimus hallinnointiselvityksestä .....	23
3.2.1 Hallinnointiselvityksen arvorelevanssi EU:n ulkopuolella ....	24
3.2.2 Hallinnointiselvityksen arvorelevanssi EU:ssa .....	25
4 AINEISTO JA MENETELMÄ.....	28
4.1 Hypoteesin muodostaminen.....	28
4.2 Menetelmä .....	29
4.3 Regressioanalyysi .....	30
4.3.1 Lineaarinen monimuuttujaregressioanalyysi .....	30
4.3.2 Kontrollimuuttujat .....	31
4.3.3 Regressioanalyysin oletukset .....	34
4.4 Aineisto .....	36
4.5 Indeksointi .....	36
5 TUTKIMUKSEN TULOKSET.....	39
5.1 Tutkimusaineiston esittely .....	39
5.2 Kontrollimuuttujat ja selitettävä muuttuja .....	43
5.3 Diagnostinen tarkastelu.....	46
5.4 Regressioanalyysin tulokset.....	51
5.5 Tulosten tulkinta.....	54
6 JOHTOPÄÄTÖKSET .....	58
6.1 Johtopäätökset tutkimustuloksista.....	58

6.2	Tutkimuksen reliabiliteetti ja validiteetti .....	59
7	LÄHTEET .....	62
	LIITTEET .....	71

## LYHENNE-, KUVIO-, TAULUKKO JA LIITELISTAUS

### Lyhenteet:

Hallinnointiselvitys	Arvopaperimarkkinalain 7:7§ tarkoittama selvitys hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä.
OECD	The organization for economic co-operation and development on kansainvälinen organisaatio, joka ohjeistaa lainsäätäjiä ja sidosryhmiä talouteen liittyvässä lainsäädännössä (OECD, 2023).
COSO	The committee of sponsoring organizations on järjestö, jonka tehtävänä on antaa ohjeistusta koskien riskienhallintaa, sisäistä valvontaa ja petoksen ehkäisyä (COSO, 2013).
NFRD	Non-financial reporting directive 2014/95/EU.

### Kuviot:

Kuvio 1: Laatikko-jana-kuvio selittävästä muuttujasta .....	43
Kuvio 2: Pylväsdiagrammi selittävästä muuttujasta.....	44
Kuvio 3: Hajontakuviot regression residuaaleista .....	50
Kuvio 4: Pylväsdiagrammi residuaalien jakautumisesta .....	51

### Taulukot:

Taulukko 1: Kontrollimuuttujat.....	34
Taulukko 2: Pisteytyksen jakauma suosituksittain.....	41
Taulukko 3: Hallinnointiselvitystä kuvastavat tunnusluvut .....	42
Taulukko 4: Regressiomallin yhteenveto pelkillä kontrollimuuttujilla.....	45
Taulukko 5: Kontrollimuuttujien anovataulukko.....	45
Taulukko 6: Kontrollimuuttujien regressiokertoimet .....	45
Taulukko 7: Muuttujien tunnusluvut .....	46
Taulukko 8: Spearmanin korrelaatiokertoimet .....	48
Taulukko 9: Residuaalien tiedot.....	49
Taulukko 10: Regressiomallien yhteenveto .....	52
Taulukko 11: Regressiomallien 1 ja 2 anovataulukko .....	53
Taulukko 12: Regressiomallien 1 ja 2 regressiokertoimet.....	54

### Liitteet:

Liite 1: Tutkimuksessa käytetty indeksirunko .....	71
Liite 2: Tutkimuksen aineistoon sisältyneet yhtiöt .....	75



# 1 JOHDANTO & TAUSTA

Suomessa ja muissa EU:n jäsenvaltioissa pörssiyrityksillä on jo vuodesta 2008 alkaen ollut velvollisuus raportoida hallinnointia koskevista asioista hallinnointiselvityksellä. Hallinnointiselvitys on Suomessa arvopaperimarkkina-alaissa säädetty tiedonantovelvollisuus, jonka sisältöä pitkälti määrittelee hallinnointikoodi. Hallinnointiselvityksen taustalla on EU:n direktiivi 2006/46/EC, joka on tulosta EU:n ”A plan to move forward” toimintasuunnitelmalle. Alkuperäisellä toimintasuunnitelmalla oli tarkoituksena parantaa sijoittajien luottamusta EU:n arvopaperimarkkinoihin ja EU:ssa rekisteröityihin yhtiöihin 2001 talouskriisin jälkeen. Tähän pyrittiin kehittämällä tiedonjakoa ja lainsäädäntöä siten, että hallinnoinnin taso paranisi EU:ssa rekisteröidyissä yhtiöissä. Lainsäädännön taustalla oli näkemys siitä, että hyvin hallinnoitut yhtiöt toimivat tehokkaammin ja suoriutuvat paremmin markkinoilla kilpailussa toisia yhtiöitä vastaan. Tiedonannon oli tarkoitus kannustaa yrityksiä parantamaan hallinnoimisen tasoa ja vastaavasti kasvattaa myös markkinoiden luottamusta siihen, että EU:n markkina-alueella listatut yhtiöt ovat hyvin hallinnoituja.

Hallinnointikoodia on alettu uudistamaan vuodelle 2024 (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2023). Uudistuksen taustalla on 2021 Euroopan komission esittämä ehdotus 2021/0104 /COD. Ehdotuksella esitellään uusi direktiivi, Corporate Sustainability Reporting Directive, ns. CSRD, jolla muutetaan aiemmin mainittua direktiiviä 2013/34/EU, joka käsittelee toimintakertomusta. Direktiivin artiklassa 19 tuodaan esille uusi kestävyysraportti. Direktiivin velvoittamana on Suomen hallitus esittänyt eduskunnalle hallituksen esityksellä 20/2023 muutoksia kirjanpitolakiin ja moniin muihin lakeihin, joilla sisällytetään kestävyysraportti myös Suomen paikalliseen lainsäädäntöön.

Kestävyysraportti on osa EU:n kestävän talouden toimintaohjelmaa, jonka tarkoituksena on tukea talouden kehitystä ja samalla ohjata yhtiöitä toimimaan vastuullisemmin ympäristöä ja sidosryhmiä kohtaan (Euroopan komissio, 2023). Kestävyysraportoinnin takia monien kestävään talouteen liittyvien seikkojen lisäksi tulee hallituksen esityksen ja direktiivin perusteella yhtiöiden velvollisuus raportoida hallinnoinnistaan kasvamaan. Vastaavasti kyseisen lainsäädännön soveltamisala laajenee velvoittaen suurempaa joukkoa yrityksiä raportoimaan hallinnoinnistaan.

Tutkimus käsittelee hallinnointiselvitystä ja tutkii sen alun perin liikkeelle laittaneen aiemmin mainitun ”A plan to move forward” -toimintasuunnitelman tavoitteita kaksikymmentä vuotta myöhemmin. Yhtiöiden tiedonjako on kehittynyt viimeisien vuosikymmenien aikana merkittävästi ja erityisesti ei-rahamääräisen tiedonannon määrä on kasvanut runsaasti esimerkiksi NFRD:n johdosta. Ei-rahamääräisen raportoinnin määrän kasvu on ollut seuraamusta sidosryhmien muuttuneille tiedonsaantitarpeille ja EU:n vastuullisuustavoitteille.

Sijoittajat ja luottolaitokset ovat keskeisiä taloudellisen tiedon raportoinnin hyödyntäjiä yrityksille. Sijoittajat tekevät osto- ja myyntipäätöksiä perustuen saamaansa tietoon yrityksestä ja näin muodostavat markkinoilla kysynnän ja tarjonnan avulla arvon yritykselle. Tutkimuksessa tarkastelemme sijoittajien näkökulmasta hallinnointiselvityksessä annettavan tiedon arvoa markkinoilla samalla arvioiden alkuperäisen lainsäädännön tavoitteiden toteutumista suhteessa sijoittajiin.

Kansainvälisesti on otettu käyttöön erilaisia hallinnointiselvityksiä paikalliseen lainsäädäntöön perustuen. Aineiston vertailukelpoisuuden takia tutkimusta on rajattava myös maantieteellisesti tiettyyn lainsäädännöllisesti homogeeniseen alueeseen. Tutkimus on rajattu suomalaisiin pörssiyrityksiin, joihin aiempaa tutkimusta on tehty rajallisesti. Suomi tarjoaa myös mielenkiintoisen ympäristön tutkimukselle. Suomi on corruption perception -indeksin perusteella maailman toiseksi vähiten korruptoitunut maa vuonna 2022 (Transparency, 2022). Hallinnointitavan ja korruption välistä yhteyttä on aiemmassa tutkimuksessa tutkittu laajasti ja näytetty, että hallinnoinnin tason ja korruption välillä on negatiivinen yhteys (Wu, 2005).

Tutkimuksessa teoreettinen viitekehys muodostetaan kahdesta teoriasta, joilla pyritään selittämään hallinnointiselvityksen arvorelevanssia. Ensimmäiseksi tutkimus tarkastelee agenttiteorian näkökulmasta hallinnointiselvityksellä kuvaillun hallinnointitavan vaikutuksia. Toiseksi tarkastelemme hallinnointiselvityksellä informoitujen seikkojen merkitystä sijoittajille signaalointiteorian valossa, mikä keskittyy lähinnä viestinnän merkitykseen sijoittajille.

Tutkimus lisää aiempaan tutkimukseen vähiten korruptoituneiden markkina-alueiden hallinnointiselvityksien yhteydestä yhtiön arvostukseen. Tutkimuksen tulokset kertovat Suomen hallinnointikoodin 2020 suositusten relevanssista arvopaperimarkkinoiden toimijoille. Tutkimus lisää myös tietoa yrityksille siitä, miten sijoittajat reagoivat hallinnointiselvityksellä jaettuun tietoon ja miten yhtiöiden tulisi sijoittajille kommunikoida hallinnoinnistaan. Samalla luomme lähtökohtaa kestävyysraportoinnin ja hallinnointikoodin uudistuksien merkittävyyden arvioimisesta sijoittajille.

## 1.1 Tutkimusongelma

Tutkimuksessa tarkoituksena on analysoida, kuinka relevanttia hallinnointiselvityksen sisältö on. Tutkimuksen laajuutta on rajattu kahdella eri tavalla sen



toteuttamisen mahdollistamiseksi. Tutkimuksen laajuutta on rajattu keskittymällä vain yhteen sidosryhmään, sijoittajiin, sekä keskittymällä vain tiettyihin yrityksiin, suomalaisiin pörssiyrityksiin. Tutkimuksen ongelma on selvittää suomalaisten pörssiyrityksien hallinnointiselvitysten arvorelevanssia sijoittajille.

Tutkittaessa, miten tietty asia vaikuttaa sijoittajan näkemykseen yhtiöstä, puhutaan tyypillisesti arvorelevanssitutkimuksesta. Arvorelevanssitutkimuksessa tutkitaan tietyn informaation yhteyttä yhtiön arvoon (Ota 2003). Tutkimussuunta antaa myös lainsäätäjille informaatiota tiettyjen lakien ja velvollisuuksien toiminnasta (Barth, Beaver & Landsman, 2001). Arvorelevanssitutkimusta on tehty laajasti ja tutkimuksen kappaleessa 3.2 "Aiempi arvorelevanssitutkimus hallinnointiselvitykseen" on tarkasteltu hallinnointiselvityksiä koskevaa aiempaa arvorelevanssitutkimusta. Kappaleessa 2.1 "Johdanto teoriaan ja hallinnoinnin arvorelevantit mekanismit" on tarkasteltu hallinnointitavan aiempaa arvorelevanssitutkimusta. Vastaavasti osana kontrollimuuttujien valintaa on kappaleessa 4.3.2 "Kontrollimuuttujat" tutkittu aiempaa tutkimusta yksittäisten talouden tunnuslukujen arvorelevanssista.

Arvorelevanssitutkimuksessa on syytä rajata tutkimusta siten, että tiettyjä muuttujia tutkimalla saadaan tutkimuskysymykseen vastaus. Hallinnointiselvitys on laaja tiedonanto, joten tutkimusongelma on syytä yksinkertaistaa ja jakaa osiin, jotta saadaan tutkimusongelma muotoiltua yksiselitteisesti ja tarkasti. Tutkimusongelma on yksinkertaistus tutkimuksen vastakkainasettelusta, jolla pyritään yleisluontoisesti kuvaamaan tutkittavaa kokonaisuutta (Hirsijärvi, Remes & Sajavaara 1997 s.116). Tässä tutkimuksessa tutkimusongelma muodostuu yhdestä pääongelmasta. Pääongelman ratkaisemiseksi on muodostettu osaongelma, jolla pyritään tutkimuksessa tarkemmin vastaamaan pääongelman kysymykseen. Tutkimuksen pääongelmasta on alle muotoiltu tutkimuskysymys sekä siihen liittyvä osaongelma.

Tutkimuskysymys:

1. Voidaanko hallinnointiselvityksen tietojen avulla arvioida sijoittajan tuottoja suomalaisissa pörssiyrityksissä?

Osaongelma:

- a. Ovatko suomalaisten pörssiyrityksien hallinnointiselvityksien eri osa-alueet arvorelevantteja?

Tutkimuskysymykseen vastataan osaongelman kautta. Osaongelmaan vastaus saadaan testaamalla aiempaan tutkimukseen perustuvia hypoteeseja. Tutkimuksessa hypoteeseja on testattu kvantitatiivisen menetelmän avulla. Hypoteesien muodostamisesta on tarkemmin selostettu kappaleessa 4.1 Hypoteesien muodostaminen.

*H<sub>0</sub>: Hallinnointikoodin eri osa-alueilla ei ole yhteyttä yhtiön arvoon*

*H<sub>1</sub>: Hallinnointikoodin hallitusta käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

*H<sub>2</sub>: Hallinnointikoodin valiokuntia käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

*H<sub>3</sub>: Hallinnointikoodin toimitusjohtajaa ja muuta johtoa käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

*H<sub>4</sub>: Hallinnointikoodin palkitsemista käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

*H<sub>5</sub>: Hallinnointikoodin muuta hallintoa käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

Hypoteesien ratkaisemiseksi on tutkimuksessa muodostettu hallinnointikoodin pohjalta indeksi, jolla kuvataan hallinnointiselvityksen laatua. Indeksillä avulla muodostettuja tunnuslukuja on testattu monimuuttujaregressioanalyysin keinoin. Perustuen saatuihin tuloksiin on tutkimuksessa vastattu hypoteeseihin ja siten myös osaongelmaan sekä tutkimuskysymykseen. Kappaleessa johtopäätökset on peilattu tutkimuksen tuloksia tutkimusongelmaan ja pohdittu tuloksien merkitystä ja tutkimuksen rajoitteita.

## 2 AGENTTI- JA SIGNALOINTITEORIA

### 2.1 Johdanto teoriaan ja hallinnoinnin arvorelevantit mekanismit

Tässä tutkimuksessa hypoteesit, joiden avulla hallinnointiselvityksen arvorelevanssia testataan, on luotu teoriaan ja aiempaan tutkimukseen perustuen. Hallinnointiselvityksen arvorelevanssia on aiemmassa tutkimuksessa perusteltu useilla teorioilla. Aiemmassa tutkimuksessa tutkittaessa hallinnointia teoriaan perustuen on havaittu erilaisia mekanismeja hallinnoinnissa, joilla on näytetty olevan yhteys yhtiön arvoon (Nerantzidis & Tsamis, 2017). Tässä tutkimuksessa hyödynnetään kahta teoriaa arvorelevanssin selittämiseksi, agenttiteoriaa ja signaalointiteoriaa. Nämä eri teoriat selittävät hallinnointiselvityksen arvorelevanssia eri näkökulmista perustuen erilaisiin mekanismeihin. Teoriat täydentävät toisiaan siten, että agenttiteoria selittää hallinnointiselvityksellä annettavan tiedon merkitystä sijoittajalle ja signaalointiteoria selittää sitä, miten sijoittaja vastaanottaa tiedon ja reagoi saamaansa tietoon. Teoreettinen viitekehys on muodostettu tutkimalla aiemmin vastaavissa tutkimuksissa hallinnointiselvityksen arvorelevanssin selittämiseen käytettyjä teorioita.

Agenttiteoriaa on aiemmassa tutkimuksessa käytetty hyvin laajasti hallinnoinnin ja hallinnointiselvitysten tutkimiseen. Nerantzidis ja Tsamis (2017) tutkivat 24:ää toteutettua tutkimusta hallinnointiselvityksiin, kyseisissä tutkimuksissa 21:ssä teoreettinen viitekehys sisälsi agenttiteorian. Muut laajasti käytetyt teoreettiset viitekehukset, jotka tutkimuksessa tunnistettiin, olivat signaalointiteoria, institutionaalisen organisaation teoria, poliittisten kustannusten teoria, legitimizeettiteoria ja sidosryhmien teoria.

Tässä tutkimuksessa hyödynnämme myös signaalointiteoriaa, vaikkakin sen käyttö aiemmassa tutkimuksessa on ollut vähäisempää, kuin esimerkiksi institutionaalisen organisaation teorian (Connelly, Certo, Ireland & Reutzel, 2011; Nerantzidis & Tsamis, 2017). Signaalointiteorian vahvuus on siinä, että sitä pystytään laajemmin hyödyntämään tarkasteltaessa tiedonantoa sijoittajan näkökulmasta, kuten tässä tutkimuksessa. Aiemmassa tutkimuksessa on kuitenkin myös signaalointiteoriaa hyödynnetty hallinnointia tarkasteltaessa ja löydet-

ty yhteyttä hallinnoinnin ja yhtiön arvon välillä, esimerkiksi tarkasteltaessa listautumishintoja (Certo, Daily & Dalton, 2001).

Tutkimus hallinnointitapaan ja hallinnointiselvitykseen liittyvät keskeisesti toisiinsa, sillä hallinnointiselvitys on väline sijoittajille saada tietoa siitä, miten yhtiötä hallinnoidaan. Tunnistimme hallinnointia koskevasta aiemmasta tutkimuksesta erilaisia mekanismeja, joilla on selitetty agenttiteorian tai signaalointiteorian avulla hallinnointitavan ja yhtiön arvon välistä yhteyttä. Hallinnointiselvityksellä hallinnointia koskeva tiedonanto on kuitenkin suhteellisen laajaa, joten tarkastelussa keskityimme aiheisiin, joita aiemmassa tutkimuksessa on eniten nostettu esille.

Selittäviä mekanismeja hallinnointitavan vaikutuksesta yhtiön arvoon on aiemmassa tutkimuksessa nostettu esille monia. Villiers ja Dimes tunnistivat 2020 tutkimuksessaan ”Determinants, mechanisms and consequences of corporate governance reporting: a research framework” ainakin seuraavat mekanismit, joilla hallinnointi on yhteydessä yhtiöön: hallituksen kokoonpano ja valio-kunnat, vastuullinen toiminta, luotettavuus sekä kulttuuri ja toimivat kontrollijärjestelmät. Olemme näiden tunnistettujen mekanismien avulla lajitelleet aiempaa tutkimusta seuraavissa kappaleissa ja tarkemmin kuvailleet vaikuttavia mekanismeja, sekä niihin liittyviä ristiriitoja.

Hallituksen kokoonpanon osalta yhtiön hallituksen koko, hallituksen riippumattomuus ja lautakunnat ovat aiemmassa tutkimuksessa agenttiteorian näkökulmasta keskeisiä ja laajalti käsiteltyjä aiheita, joilla on vaihtelevasti esitetty olevan yhteyttä yhtiön arvoon. Hallituksen ominaisuuksien arvorelevanssin on näytetty korostuvan yhtiön liiketoiminnan mukaan, esimerkiksi käypään arvoon arvostettujen omaisuuserien arvorelevanssiin on tietyillä hallituksen ominaisuuksilla näytetty olevan merkitystä (Siekkinen, 2017).

Hallituksen koon vaikutukset on tutkimuksessa laajasti kiistelty aihe. Keskeinen ristiriita hallituksen koossa on parantaako monimuotoisempi ja laajempi kokemus hallitusten päätösten laatua vai hankaloittaako se hallitusten päätöksentekoa (Coles, Naveen & Naveen, 2008). Esimerkiksi Australiassa hallituksen kokoa tutkineet Nguyen, Rahman, Tong ja Zhao (2016) päätyivät johtopäätökseen, jossa hallituksella on olemassa optimaalinen koko, mikä riippuu toimialasta ja yrityksestä, selittäen negatiivista yhteyttä hallituksen koon ja yhtiön arvon välillä. Vastaavia tuloksia on saatu myös muissa aiemmissä tutkimuksissa (Coles ym., 2008; Mak & Kusnadi, 2005; Ning, Wallace & Wang, 2010).

Toisen keskeisen aiheen luo hallituksen riippumattomuus sen merkittävästä osakkeenomistajista. Souther (2021) tutkimus ”Does Board Independence Increase Firm Value? Evidence from Closed-End Funds” löysi vahvan yhteyden hallituksen riippumattomuuden ja yhtiön arvon välillä. Tätä tukee myös esimerkiksi Chou, Chung ja Yin (2013) tutkimus, jossa vertailtiin hallituksia perheomisteisissa yrityksissä ja yhtiöitä, joissa hallituksen jäsenet olivat riippumattomia yhtiöstä. Tutkimuksessa havaittiin, että hallituksen riippumattomuudella ja yhtiön arvolla on positiivinen yhteys. Vastaavasti Siekkinen (2017) tutkimuksessa löysi hallituksen riippumattomuuden olevan yhteydessä käypien arvojen arvorelevanssiin.

Aiemmassa tutkimuksessa on kuitenkin esitetty myös ristiriitaisia löydöksiä hallituksen riippumattomuuteen liittyen. Esimerkiksi Uudessa Seelannissa järjestetty tutkimus hallituksen riippumattomuuden ja yhtiö arvon välillä löysi negatiivisen yhteyden riippumattomien jäsenten määrän ja yhtiön arvon välillä. Riippumattomuudella nähtiin olevan positiivinen yhteys vain, kun osa hallituksen jäsenistä oli riippumattomia yhtiöstä (Koerniadi & Tourani-Rad, 2012). Vastaavasti toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolien eriyttämisen arvorelevanssi on ollut aiemmassa tutkimuksessa kiistelty aihe (Baliga, Moyer & Rao, 1996).

Tarkastusvaliokuntien olemassaololla, koolla ja riippumattomuudella on näytetty olevan yhteyttä yhtiön arvoon (Haj-salem, Damak & Khaled, 2020; Brick & Chidambaran, 2010). Tämän päätelmän tueksi osittain viittaa Cai, Hillier, Tian ja Wu (2015) tehdyssä tutkimuksessa esitettävä näyttö, jossa vertailaan kiinalaisia yrityksiä, joissa on tarkastusvaliokunta, niihin, joissa sellaista ei ole. Tutkimuksessa löydettiin tarkastusvaliokunnan yhteyden yhtiön arvoon riippuvan yhtiön sijoittajaryhmästä. Nimitysvaliokuntien arvorelevanssia tutkineet Ibrahim, Ahmad ja Khan (2017) tutkimuksessa löysivät myös hallituksen nimitysvaliokunnalla olevan positiivinen yhteys yhtiön arvoon. Aiemmassa tutkimuksessa nimitysvaliokuntien on argumentoitu vaikuttavan yhtiön arvoon parantamalla hallituksen työskentelyn arvioimista (Mujeeb & Nada, 2023).

Palkitsemisvaliokuntien merkitys yhtiössä on agenttiteorian kannalta hyvin relevantti, sillä keskeinen osa yhtiön strategian seuranta ja toteutusta on sen korkeimman toiminnallisen johdon palkitseminen. Palkitsemisjärjestelmät pyritään rakentamaan siten, että yhtiön johtoa palkitaan strategian mukaisiin tavoitteisiin pääsemisestä. Agenttiteorian ehdoin, johto toimii omien etujensa mukaisesti arvioidessaan arvionvaraisia eria maksimoidakseen tuloksen. Täten johdon arviot vääristävät yhtiön taloudellista tilaa ja aiheuttavat agenttiteorian mukaisia transaktiokustannuksia johdon väärin insentivoivan palkkauksen osalta. Tutkimuksessa on näytetty, että hyvä hallinnointitapa ja palkitsemisvaliokunta voi rajoittaa arvionvaraisten erien vääriä oletuksia ja täten johtaa totuudenmukaisempaan taloudelliseen raportointiin ja vastaavasti pienentää agenttiteorian mukaisia transaktiokustannuksia (Beaudoin, 2008).

Tuloksen ohjauksen negatiivisuudesta yritykselle on esitetty argumentteja puolesta ja vastaan. On kuitenkin esitetty, ettei tuloksenohjaus ole välttämättä haitallista yritykselle. Esimerkiksi Dutta ja Gigler (2002) tutkimus "The Effect of Earnings Forecastson Earnings Management" löysi, että optimaalisessa tilassa optimistisemmat arviot ovat todennäköisimpiä ja että tarkemmin valvottu tulosohjaus heikentää johdon kykyä esittää yrityksen todellinen taloudellinen tila. Tuloksenohjauksen kautta hallinnoinnin vaikutusta tutkittaessa on löydetty empiiristä tukea sille, että hallinnointitavalla on minimoiva vaikutus tuloksenohjaukseen ja että tuloksenohjauksella on negatiivisia vaikutuksia (Buertey, Sun, Lee & Hwang, 2020; Tangjitprom, 2013; Beaudoin, 2008).

Yksi laajasti aiemmassa tutkimuksessa käsitelty aihe on toimitusjohtajan sitouttaminen yhtiöön ja osakkeenomistajien intresseihin omistuksen avulla. Griffith (1999) tutkimuksessa "CEO Ownership and firm value" tutkittiin kontekstissa, jossa toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolit oli eriytetty,

toimitusjohtajan omistusosuuden vaikutusta yhtiön arvoon. Tutkimuksessa löydettiin toimitusjohtajan omistuksen määrän ja yhtiön arvon välillä olevan yhteys. Yhteyden ei kuitenkaan nähty olevan tasainen, vaan mitä isommaksi omistusosuus yhtiöstä kasvoi, sitä pienempi yhteys yhtiön arvoon omistuksella oli. Vastaava havainto tehtiin myös Tong (2008) tutkimuksessa.

Palkitsemisvaliokuntien olemassaolon on näytetty olevan yhteydessä johdoryhmän palkitsemiseen yhtiön todelliseen tulokseen perustuen, pienentäen tuloksenohjauksesta johtuvaa yli- tai alikompensaatiota (Kanapathippillai, Gul, Mihret & Muttakin, 2019). Tätä tukee myös Lee, Bosworth ja Kudo (2016) tutkimus ”Compensation committees: Independence and firm performance”, jossa keskeinen johtopäätös oli, että yhtiön arvon ja palkitsemisvaliokuntien välillä oleva yhteys riippuu myös palkitsemisvaliokunnan riippumattomuudesta.

Aiemmassa tutkimuksessa on myös tutkittu muiden valiokuntien arvorelevanssia. Esimerkiksi on perusteltu riskienhallintavaliokuntien vähentävän yhtiökohtaista riskiä ja siten kasvattavan yhtiön arvoa. Täten myös näytetty riskienhallintavaliokuntien ja yhtiön arvon välillä olevan positiivinen yhteys (Borhan, Cheema & Man, 2021). Yleisellä tasolla hallituksen perustamalla valiokunnilla on aiemmassa tutkimuksessa näytetty olevan yhteyttä yhtiön arvoon (Brick ym., 2010; Upadhyay, Bhargava & Faircloth, 2014).

Sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan yhteys yhtiön arvoon tapahtuu agenttiteorian mukaisesti valvontakustannusten kautta. Aiemmassa tutkimuksessa riskienhallinnan arvorelevanssia on tutkittu rajallisesti. Haasteena aiemmassa tutkimuksessa on ollut tunnistaa riskienhallinnan vahvuus yhtiössä (Hoyt & Liebenberg 2011). Tutkimuksessa on kuitenkin löydetty yhtiön arvon ja riskienhallinnan välillä yhteyttä (Hoyt & Liebenberg, 2011). Sisäisen valvonnan merkittävyyden on näytetty tapahtuvan yhtiön taloudellisen tiedon arvorelevanssin kasvuna. Esimerkiksi tuottojen arvorelevanssin kasvun on näytetty olevan yhteydessä sisäisen valvonnan investointeihin (Lee, 2019).

Yhtiön hallinnointitavan ja vastuullisuuden välillä on aiemmassa tutkimuksessa esitetty olevan yhteyttä. Tandoh, Kwame, Essandoh ja Richard (2020) tutkimus ”Corporate Governance, Corporate Social Responsibility, and Corporate Sustainability: The Moderating Role of Top Management Commitment” löysi hallituksen sukupuolijakaumalla ja puheenjohtajan ja toimitusjohtajan roolien erottamisella olevan yhteyttä yhtiön vastuulliseen toimintaan. Kyseisessä tutkimuksessa ei kuitenkaan yleisellä tasolla pystytty esittämään hallinnointitavalla olevan yhteyttä yhtiön arvoon.

Aiemmassa tutkimuksessa on myös yleisellä tasolla pystytty osoittamaan tilastollisesti merkittävää yhteyttä hallinnointitavan ja vastuullisuuden välillä, vaikka tutkimus onkin ristiriitaista (Huang, 2010.) Vastuullisuuden yhteyttä yhtiön arvoon ovat esimerkiksi tutkineet Al-Issa, Audil, Jreisat, Al-Mohamad, Fahl ja Limani (2022) tutkimuksessa, jossa vastuullisuuden ja yhtiön brändiarvon välillä näytettiin olevan yhteyttä. Yhtiön brändiarvon on näytetty olevan yhteydessä yhtiön markkina-arvoon (Belo, Lin & Vitorino, 2014).

Signalointiteorian kautta hallinnoinnin arvorelevanssia on tutkittu rajallsemmin, verrattuna agenttiteoriaan. Aiemmassa tutkimuksessa on kuitenkin myös signalointiteorian näkökulmasta tunnistettu arvorelevantteja mekanisme-

ja, joilla on näytetty olevan arvorelevanssia (Connelly ym., 2011). Esimerkiksi Certo ym. (2001) tutkimuksessa löydettiin, että yhtiön hallituksen kokoonpano on arvorelevantti signaali sijoittajille tarkasteltaessa yhtiöiden listautumisantien hinnoittelua. Tunnetut ja arvostetut hallituksen jäsenet signaloivat tutkimuksen mukaan erityisesti listautumisantien yhteydessä sijoittajille luotettavuutta.

Vastaavasti Miller ja Triana (2009) tutkivat hallituksen monimuotoisuuden vaikutusta yhtiön tulokseen ja maineeseen. Tutkimuksen tulokset osoittivat, että hallitukseen kuuluvien vähemmistöjen edustajien määrällä oli positiivinen yhteys sekä yhtiön tehokkuuteen ja maineeseen. Tutkimuksessa ei kuitenkaan pystytty osoittamaan hallituksen sukupuolijakaumalla olevan merkitystä yhtiön tehokkuuteen tai maineeseen.

Agentti- ja signaalointiteoria tarjoavat aiemmin esitettyyn perustuen useita selityksiä ja mahdollisia mekanismeja hallinnon arvorelevanssille. Yleisellä tasolla tutkimus aiheisiin on kuitenkin ristiriitaista, eikä aiemmassa tutkimuksessa ole pystytty yksiselitteisesti näyttämään hallinnon arvorelevanssia selittävää mekaniikkaa, vaan esitetyn perusteella mekaniikat riippuvat tilanteesta ja ympäristöstä.

## 2.2 Agenttiteoria, päämies-agentti-ongelma

Hallinnointiin kohdistuvan tutkimuksen yhdeksi keskeiseksi teoriaksi on viimeisen 40 vuoden aikana muodostunut agenttiteoria. Agenttiteorialla pyritään kuvaamaan johdon ja omistajien välistä dynamiikka ja motivaatioita. Teorian juuret alkavat Berle ja Means julkaistusta 1932 kirjasta "The modern corporation and private property", jossa esitetään yhtiöitä hallinnoivien ja omistavien tahojen eriytyneen ja muodostaen uuden tyyppisiä ongelmia yhtiöiden sidosryhmille. Nämä ongelmat keskeisesti liittyvät johdon ja omistajien eri tavoitteisiin.

Tutkimuksen kannalta keskeinen pohja agenttiteorialle on muodostunut 1970–1980 luvulla Jensenin, Faman ja Mecklingin toimesta. Jensen ja Meckling (1976) tutkimus "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure" esittelee mallin yhtiöstä, jossa yhtiön toimintaa kuvataan sen sisäisten tekijöiden erilaisten motivaatioiden ja tavoitteiden kautta. Teoriaa on hyödynnetty lukuisissa tutkimuksissa. Esimerkiksi Eisenhard (1989) katsauksessa tutkimukseen agenttiteoriasta artikkelissa "Agency: theory as assessment and review" esittelee lukuisia tutkimuksia, joissa teoriaa on hyödynnetty. Nyt yli kolmekymmentä vuotta myöhemmin tuo joukko tutkimuksia on jo valtava.

Agenttiteorian taustalla on ajatus siitä, että modernissa yhtiössä on tyypillisen omistajayrittäjän rooli kadonnut. Yrittäjän päätehtävät, hallinnointi, johtaminen ja riskinotto, ovat eriytyneet omiksi tehtävikseen, joita hoitaa yhtiössä omistajayrittäjän sijasta johtoryhmä. Yhtiö kuvataan kokoelmana sopimuksia.

Joiden johdosta yrittäjän tehtäviä suorittavat henkilöt toimivat omasta intressistään yhtiön eduksi kilpailussa muita vastaavia kokoelmia erilaisia sopimuksia, eli toisia yrityksiä, vastaan (Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976).

Kyseisessä artikkelissa yhtiön sisällä vaikuttavia tahoja kuvataan termeillä päämies ja agentti. Päämies kuvastaa yhtiön omistajaa tai omistavia tahoja ja agentti kuvastaa yhtiön toimivaa johtoa. Agentti suorittaa päämiehen agenda yhtiössä, eli hallituksella ja ylimmällä johdolla on tehtävä ja vastuu yhtiön osakkeen omistajille. Jensen ja Meckling (1976) artikkelissaan esittää päämiehen ja agentin välisen suhteen olevan sopimus, niin sanottu agenttisopimus. Sopimuksen luonne on, että agentti suorittaa palveluita päämiehelle, mikä tässä tapauksessa tarkoittaa esimerkiksi yhtiön hallinnointia. Tyypillisiä agenttisopimuksia ovat työsopimukset ja edustusopimukset.

Jensenin ja Mecklingin (1976) tutkimuksessa nostetaan esille kolme tahoja, (1) osakkeenomistajat, joiden motivaatio on kasvattaa heidän omaa vaurauttaan. Heidän tahtoaan yrityksessä edustaa yrityksen hallitus. (2) Yrityksen johto eli agentti, joiden tehtävänä on johtaa yhtiötä ja toteuttaa osakkeenomistajien motivaatiota. Yrityksen johdolla voi olla esimerkiksi omaan palkkaukseen liittyviä motivaatioita, esimerkiksi saavuttaa tiettyjä rajapyykkejä, joihin heidän oma palkkauksensa perustuu. (3) Merkittävät velanhaltijat. Heidän motivaationsa on, että yhtiö tekisi viisaita pitkälle vieviä hallinnollisia päätöksiä, jotta saavat mahdollisimman luotettavasti perittyä velkansa.

Tässä tutkimuksessa määritellään osakkeenomistajat päämieheksi, johtoryhmä agentiksi ja todetaan näiden tahojen välillä olevan tietyyntyyppinen agenttisopimus. Tätä sopimusta voi ajatella esimerkiksi työsopimuksena. Täydellisessä tilanteessa sopimus olisi "aukoton" ja agentti toimisi aina päämiehen intressin mukaisesti. Agentin ja päämiehen välillä on kuitenkin erilaisia intressikonflikteja. Yhtiöissä, joissa omistus on hajautettu, voi intressikonflikteja olla myös päämiesten välillä. Nämä konfliktit intresseissä tarkoittavat sitä, ettei yhtiön johto tee koskaan kaikkia päätöksiä ja toimia yhtiön omistajien tahtomalla tavalla. (Jensen & Meckling, 1976.)

Tilanteissa, joissa agentilla on omistusosuus yrityksessä, on esitetty ja näytetty konfliktien määrän intressien välillä pienenevän (Jelinek & Stuerke, 2009). Tällaisessa tilanteessa ei kuitenkaan konfliktit katoa, vaan niiden vaikutus pienenee. Modernien yhtiöiden omistusrakenne on usein hyvin hajautunut ja eri osakkeenomistajien ja agentin toimien välillä vallitsee silti pienempi, mutta merkittävä intressikonflikti. Vastaavasti omistuksen ja konfliktin välisen suhteen esitetään olevan epälineaarinen, tarkoittaen että omistusosuuden kasvaessa konflikti ei pienene samassa suhteessa (Jelinek & Stuerke, 2009).

Konfliktit voivat olla monenlaisia, kuten esimerkiksi riskin välttely, joka voi muodostua erilaisissa päätöksentekotilanteissa. Riskin välttely voi johtua monista syistä. Esimerkiksi ylin johto voi vältellä riskinottoa omien tulojensa takaamiseksi, koska heille riski kaikkien tulojen menetyksestä on merkittävämpi heille kuin omistajien kokema riski passiivisten tulojen menetyksestä. Riskin välttely päätöksenteossa voi johtaa menetettyyn tuottoon osakkeenomistajalle, koska yhtiön ylin johto ei ole ollut valmis tarttumaan kaikkiin mahdollisuuksiin (Jensen & Meckling 1976) (Coles, Naveen & Naveen, 2006).



Vastaavasti yrityksen ylin johto voi ottaa liikaa riskejä esimerkiksi pyrkinessään tulostavoitteisiin ja täten osakkeenomistajien tulot voivat pienentyä riskien toteutuessa (Jensen & Meckling, 1976). Konfliktit eivät kuitenkaan rajoitu riskeihin, vaan voivat käsitellä monia eri asioita. Aiemmassa tutkimuksessa on tunnistettu lukuisia erilaisia konflikteja erilaisten tahojen välillä (Tafel-viia & Alas, 2009). Tässä tutkimuksessa käsiteltävät konfliktit liittyvät pääasiallisesti osakkeenomistajien ja yhtiön johdon välillä muodostuviin eri intresseistä johtuviin konflikteihin.

Kustannusta, joka omistajille muodostuu siitä, että heitä välillisesti edustetaan agentin toimesta yrityksen päätöksissä, kutsutaan transaktiokustannukseksi. Näitä kustannuksia pyritään pienentämään valvonnalla ja kannustimien avulla. Transaktiokustannukset määritellään valvonnan kustannusten, kannustimien kustannusten ja jäljelle jäävän transaktiokustannuksen summana. Agenttikustannukset, kuten muutkin kustannukset heijastuvat markkinoille ja näkyvät osakkeen hinnassa (Jensen & Meckling, 1976).

Tässä tutkimuksessa transaktiokustannukset muodostuvat siitä, että osakkeenomistajien intressit eivät toteudu johdon tekemien päätösten tai toimien takia. Hyvästä hallinnointitavasta aiheutuvaa kustannusta, esimerkiksi hitaamman päätöksenteon takia, pidetään tutkimuksessa valvonnan kustannuksena. Valvonnan kustannuksia on esimerkiksi sisäisestä valvonnasta ja hallinnoinnista aiheutuvat kustannukset, joilla pyritään vähentämään osakkeenomistajien intressien vastaista toimintaa (Fama & Jensen, 1983).

Tämä ei kuitenkaan ole ainut transaktiokustannus, vaan omistajille muodostuu kustannus myös siitä, mitä he eivät tiedä. Ylin johto, eli yleisesti yhtiön sisäpiiri, tietää yhtiön tilanteesta ajantasaisempaa ja tarkempaa tietoa kuin yhtiön osakkeenomistajat. Muodostuu informaation asymmetria omistavan ja hallinnoivan tahon välillä. Epätietoisuus on epävarmuutta, jonka markkinat tuntee riskinä ja tämän riskin hinta sijoittajille nähdään omana kustannuksenaan (Fama & Jensen, 1983).

Tätä kustannusta yhtiöt pyrkivät kuitenkin minimoimaan ajantasaisella, tarkkaan suunnitellulla ja riittävän kattavalla viestinnällä, jolla pyritään omistajille kertomaan mahdollisimman tarkasti ja oikean kuvan mukaisesti yhtiön tilanteesta kyseisellä hetkellä. Tätä kustannusta omistajille ei kuitenkaan täysin voida poistaa, sillä ulkopuolinen sijoittaja tietää yhtiön tilanteesta aina hieman yhtiön johtoa vähemmän ja hitaammin raportoinnin luonteen johdosta (Jensen & Meckling, 1976).

Tutkimuksessa agenttiteorian termein päämies eli sijoittaja saa tietoa yhtiön hallinnoinnista ja ylimmästä johdosta hallinnointiselvitykseltä. Tehdessään sijoituspäätöksiä sijoittaja paitsi huomioi hallinnointiselvityksellä annetut tiedot, mutta myös yhtiön hallinnointitavasta aiheutuvat transaktiokustannukset. Täten muodostaessaan osto- tai myyntipäätöstä ainakin osittain huomioi yhtiön hallinnointitavan. Tämän lisäksi sijoittaja saa lisää tietoa yhtiöstä laajalta hallinnointiselvitykseltä minimoiden huonoon hallinnointitapaan liittyvän riskin.

## 2.3 Signaalointiteoria

Hallinnointiselvityksellä lähtökohtaisesti jaetaan tietoa, mikä liittyy agenttiteorian mukaisiin ongelmiin sijoittajille. Jotta voimme tutkimuksessa paremmin ymmärtää sijoittajan näkökulman hallinnointiselvitykseen, on agenttiteorian rinnalle tuotava signaalointiteoria. Signaalointiteoria on erityisen merkityksellinen hallinnointiin liittyen, sillä hallinnointiin liittyvät toimintatavat ovat yrityksen toiminnassa merkittäviä, eikä niistä ole saatavilla muista lähteistä suurta määrää tietoa. Hallinnointiselvitys on kuitenkin vain osa jatkuvasti kasvavaa tiedonjakoa yrityksen ja sen sijoittajien välillä, joten sijoittajat saattavat kokea merkittävimmiksi toisia kanavia pitkin saaneensa tiedon.

Signaalointiteoria käsittelee informaatioasymmetriaa yhtiön ja sen sidosryhmien välillä (Stiglitz, 2000). Signaalointiteoria pohjautuu Spencen (1973) julkaisemaan artikkeliin "Job market signaling". Tutkimuksessa tarkastellaan työnantajaa ja hakijaa tilanteessa, jossa työnantajalla ei ole varmuutta palkatesaan henkilöä, onko työntekijä pätevä työhön ja kannattaako häneen sijoittaa. Työnhakija signaloi työnantajalleen panostamalla koulutukseensa, aiempaan kokemukseensa ja muuhun osaamiseensa pienentäen työntajalle riskiä epäonnistuneesta palkkauksesta. Spencen (1973) esittämä alkuperäinen artikkeli käsittelee signaalointia palkkauksen näkökulmasta, mutta tutkimuksessa se on otettu laajasti käyttöön esimerkiksi johdon, strategian ja monien muiden osa-alueiden puolesta (Green & Roberts, 2012).

Signaalointiteoriassa eri osapuolia kuvaillaan signaalin lähettäjinä ja vastaanottajina. Signaalin lähettäjät päättävät signaalin sisällöstä ja laadusta, eli muodostavat ja muotoilevat asian, jonka haluavat viestiä. Signaalin vastaanottaja arvioi ja reagoi signaaliin tavalla, jonka määrää hänen omat motiivinsa. Signaalin lähettäjä luonnollisesti pyrkii signaloidessaan antamaan tietoa vastaanottajalle, joka parhaiten vastaa hänen tavoitteitaan (Spence, 1973). On kuitenkin huomattava, että signaloinnissa myös muut seikat vaikuttavat signaalin vastaanottajan reagointiin, kuten signaalin luotettavuus (Bae, Masud, Kaium & Kim, 2018).

Tarkasteltaessa signaalointiteoriaa markkinoiden näkökulmasta viestin lähettäjät (yritykset) signaloivat markkinoille, eli sijoittajille (viestin vastaanottajat) eri mediaaneilla, kuten vuosikertomukset, pörssitiedotteet, twiitit ja esimerkiksi osakkeiden takaisinostot, erilaisia asioita, joita yritys haluaa tai yrityksen on pakko tiedottaa informoidakseen sijoittajia. Kyseisellä viestinnällä vähennetään tiedon epäsymmetriaa yrityksen ja markkinoiden välillä. Se miten sijoittajat (viestin vastaanottajat) reagoivat saamaansa informaatioon voi reflektoitua yritykseen monella tavalla, mutta tämän tutkimuksen näkökulmasta reagointi näkyy osakkeen hinnan muutoksena (Bae ym., 2018). Hyvin yksinkertaistetusti esimerkiksi yrityksen antama positiivinen tulosvaroitus signaloi sijoittajia ostamaan lisää osaketta, jos tieto ei ole markkinoilla vielä hinnoiteltu osakkeen hintaan ja vastaavasti negatiivinen tulosvaroitus signaloi sijoittajia vähentämään omistusta, täten kysynnän ja tarjonnan lakien mukaan nostaen tai laskien osakkeen hintaa.

Signalointiin liittyy myös strateginen puoli, sillä positiiviset signaalit kasvattavat ja negatiiviset signaalit laskevat osakkeen hintaa. Yhtiön on siten tärkeää antaa oikean laatuista, aikaista ja laajuista informaatiota markkinoille minimoidakseen informaatioepäsymmetrian. Informaatioepäsymmetria nähdään markkinoilla epävarmuutena, mikä kasvattaa riskiä laskien yhtiön arvoa. Kuitenkin yritykset, jotka signaloivat eli viestivät markkinoille oikea-aikaisesti, laadukkaasti ja tarpeeksi laajasti minimoivat informaatioepäsymmetriasta johtuvan vaihtoehtoiskustannuksen (Bae ym., 2018).

Tämän tutkimuksen kontekstissa signalointiteoriaa käytetään tulkitsemaan informaation epäsuhdetta sijoittajan ja sijoituskohteen välillä. Yritys informoi sijoittajia kertomalla hallinnoinnistaan, sisäisestä valvonnasta sekä muista kappaleessa 3.1.2 Hallinnointikoodin sisältö esitetyistä seikoista sijoittajille pienentääkseen sijoittajan riskiä sijoituksessa huonon hallinnoinnin tai muiden hallinnointiselvitykseen liittyvien seikkojen takia. Tässä tilanteessa mediaani, jolla informointi tapahtuu, on hallinnointiselvitys ja signaalin lähettäjä on yritys, joka valmistelee ja valitsee, mitä tietoa hallinnointiselvityksellään jakaa hallinnointikoodin puitteissa. Vastaavasti signaalin vastaanottaja on sijoittaja, joka reagoi informaatioon ja käyttää tätä tietoa muun tiedon ohella tehdessään päätöksiä esimerkiksi omistuksensa suuruuteen liittyen. Täten sijoittajan epävarmuus esimerkiksi sisäisen valvonnan järjestelystä yrityksessä pienenee, pienentäen riskiä ja nostaen osakkeen hintaa markkinoilla.

## **3 HALLINNOINTIKOODI JA SIIHEN LIITTYVÄ AIEMPI TUTKIMUS**

### **3.1 Hallinnointikoodi ja -selvitys**

Hallinnointikoodi on suomalaisia pörssiyhtiöitä koskeva lainsäädäntöä täydentävä kokoelma parhaita toimintatapoja yhtiön hallinnointia koskien. Monilla mailla on käytössä omat versionsa erilaisista hallinnointikoodeista, joiden sisältö vaihtelee alueittain. Yhtenäistä linjaa hallinnointikoodien välille luo OECD:n ohjeistus hallinnoinnin periaatteille (OECD 2015). OECD:n ohjeistuksen tarkoituksena on luoda yleistä viitekehystä lainsäätäjille hallinnointia koskevan lainsäädännön pohjaksi.

Myös Suomen paikallinen lainsäädäntö on linjassa OECD:n hallinnoinnin periaatteiden kanssa. Periaatteiden viides pykälä koskee tiedonantoa. Suomessa tämä tiedonanto tapahtuu hallinnointiselvityksen muodossa. Hallinnointiselvityksen sisältö ja hallinnointitavan suositukset määritellään hallinnointikoodissa.

Viimeisimmässä vuonna 2020 julkaistussa hallinnointikoodissa määriteltiin hallinnointikoodi pörssiyhtiöille suunnatuksi kokoelmaksi suosituksia koskien hyvää hallinnointitapaa. Hallinnointikoodin julkaisee ja sitä ylläpitää Arvopaperimarkkinayhdistys ry. Arvopaperimarkkinayhdistys ry on Elinkeinoelämän keskusliiton, Keskuskauppakamarin ja Nasdaq Helsingin perustama yhdistys, jonka tehtävä yhdenmukaistaa julkisten yhtiöiden toimintamalleja varmistaen tarvittava läpinäkyvyys itsesääntelyn kautta.

#### **3.1.1 Lainsäädännöllinen tausta Suomessa**

Arvopaperimarkkinayhdistys on jo vuonna 1997 julkaissut ensimmäisen hallinnointikoodin Suomessa. 1997 julkaistussa hallinnointikoodissa oli yhteensä seitsemän suositusta, jotka perustuivat kansainväliseen aiempaan hallinnointitapaa

koskevaan tutkimukseen ja julkaisuihin, kuten Cadbury -koodiin, Greenbury -koodiin, Vienot -raporttiin sekä kansainvälisen pörssiin suosituksiin (Hallinnointikoodi, 1997). Vuonna 2003 julkaistussa hallinnointikoodissa annettiin ensimmäisen kerran suositus yrityksille julkaista sidosryhmille selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmistä, myöhemmin hallinnointiselvitys. 12.6.2008 annetussa laissa arvopaperimarkkinalain muuttamisesta, tuli hallinnointiselvityksen luominen myös virallisesti osaksi Suomen lakia. Hallinnon esityksestä 27/2008 käy ilmi, että lain muuttamisen taustalla on ollut Euroopan unionin, EU:n, direktiivi 2006/46/EY. Direktiivi oli 21.5.2003 Euroopan komission hyväksymän suunnitelman ”Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward” tulosta.

A plan to move forwardin johdannossa mainitaan kaksi syytä suunnitelman luomiseksi. Ensimmäiseksi komissio totesi, että hyvin johdetut yritykset, joilla on vahvat hallinto- ja ohjausjärjestelmät sekä kohtuullinen sosiaalinen ja ympäristöllinen suorituskyky, menestyvät kilpailijoitaan paremmin ja tätä haluttiin EU:ssa edistää. Toiseksi noteerattiin, että 2000-luvun alun talousskandaalien, kuten 2001 Enronin konkurssin takia, on syytä kehittää sijoittajien luottamusta markkinoihin. Näistä lähtökohdista muodostui suunnitelman kaksi tavoitetta: (1) vahvistaa osakkeenomistajien oikeuksia ja suojata sidosryhmiä, (2) Liiketoiminnan tehokkuuden ja kilpailukyvyn edistäminen.

Myöhemmin direktiiviä 2006/46/EY on muutettu, ensin vuonna 2013 direktiivillä 2013/34/EU lähinnä muokkaamalla direktiivin artiklaa koskien tilintarkastusta ja kumoamalla aiemmat direktiivit 78/660/EEC ja 83/349/EEC. Tämän jälkeen direktiivillä 2014/95/EU, joka tunnetaan NFRD:nä eli Non-Financial Reporting Direktiivinä. NFRD muutti hallinnointiselvityksen sisältöä lisäämällä hallinnon monimuotoisuutta koskevaa raportointia. Vastaavasti Suomessa on lainsäädäntöä muutettu perustuen EU:n direktiiveihin.

Merkittävä muutos tapahtui Suomessa vuoden 2020 hallinnointikoodissa, jossa uudeksi hallinnointiselvityksen rinnalla annettavaksi tiedonannoksi muodostui palkitsemisraportti. Muutoksen taustalla oli EU:n direktiivi 2017/828/EU, jossa jäsenmaat veloitettiin lisäämään lakiinsa kohta palkitsemisraportin julkaisemisesta. Muutoksen taustalla oli EU:n tahto lisätä yhtiöiden läpinäkyvyyttä osakkeenomistajille ja modernisoida EU:n hallinnointia koskevaa lainsäädäntöä.

Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmistä on Suomessa nykyään osa listattujen arvopaperimarkkinalain 7:1§ mukaisten yhtiöiden vuosittaista tiedonantoa. Arvopaperimarkkinalain 7:7§ koskien tiedonantoa määrää soveltamisalan mukaiset yhtiöt esittämään toimintakertomuksessa tai erillisessä kertomuksessa hallinnointiselvityksen. Tätä lakia tulkitaan Suomen hallinnointikoodin avulla, jossa esitetään suosituksia hyvästä hallinnointitavasta sekä tarkennetaan arvopaperimarkkinalainsäädännön mukaisen hallinnointiselvityksen sisältöä. Hallinnointikoodissa siispä pitkälti määritellään hallinnointiselvityksen sisältö. Täten Suomessa on hallinnointikoodia muuttamalla vaikutettu hallinnointiselvityksen sisältöön. Vuoden 2008 jälkeen hallinnointikoodista on tullut 4 uutta versiota, joissa on tehty muutoksia ja päivitetty hallinnointiselvityksen sisältöä.

### 3.1.2 Hallinnointikoodin sisältö

Hallinnointikoodi koostuu kahdesta keskeisestä osasta, suosituksista sekä raportoinnista. Suositukset sisältää yhteensä kuusi osa-aluetta keskittyen seuraaviin keskeisiin teemoihin: yhtiökokous, hallitus, valiokunnat, toimitusjohtaja, palkitseminen ja muun hallinnoinnin sisältäen sisäinen valvonnan, riskienhallinnan ja lähipiirin. Yksittäisiä suosituksia Suomen hallinnointikoodissa on yhteensä 28 kappaletta. Suositukset mukailevat OECD:n asettamia periaatteita hallinnoinnille sekä EU:n direktiivissä annettuja vaatimuksia (OECD, 2015).

Hallinnointikoodin suositusten ensimmäinen osa-alue on yhtiökokous. Suomessa osakeyhtiölaki ja kirjanpitolaki säätelee pitkälti yhtiökokouksiin liittyviä periaatteita. Täten ensimmäisen osa-alueen suositukset ovat luonteeltaan pitkälti täydennyksiä ja käytännön ohjeita osakeyhtiölain ja kirjanpitolain noudattamiselle. Yhteensä suosituksia on neljä sisältäen ohjeistusta henkilöiden läsnäoloon, kokouskutsuun, osakkeenomistajien aloitteisiin ja kokousasiakirjojen arkistointiin (Hallinnointikoodi, 2020).

Hallinnointikoodin toinen osa-alue käsittelee hallitusta. Hallitusta koskevan osa-alueen osalta Suomen laissa ei ole hallituksen laatua määritteleviä lakeja. Täten suomalaisten pörssiyhtiöiden hallituksen mallin luo pitkälti hallinnointikoodi. Hallinnointikoodi määrittelee hallituksen valitsemistapaa koskevia suosituksia, jäsenien kokemusta ja monimuotoisuutta koskevia suosituksia, sekä suosittelee toimintatapoja hallituksille. Hallitusta koskevia suosituksia hallinnointikoodissa on yhteensä 8 kappaletta, täten muodostaen suurimman osuuden suosituksista.

Kolmas osa-alue hallinnointikoodista koskee valiokuntia ja toimikuntia, mitkä liittyvät pitkälti hallituksen toimintaan. Valiokuntia koskevat suositukset käsittelevät valiokuntien tarpeen arviointia ja jäseniä. Tämän lisäksi määritellään menettelytapoja valiokuntien perustamiseksi ja jäsenten valintaa varten. Suositukset käsittelevät parhaita toimintatapoja valiokuntiin liittyen, esimerkiksi valiokuntien jäsenten riippumattomuutta koskevaa ohjeistusta.

Neljäs osa-alue käsittelee toimitusjohtajaa ja toimitusjohtajan roolia yrityksessä. Neljäs osa-alue sisältää vain kaksi suositusta koskien toimitusjohtajan kanssa tehtävää työsopimusta eli toimitusjohtajasopimusta ja toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolien eriyttämistä toisistaan.

Viides osa-alue koskee palkitsemista ja erityisesti hallituksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen päätöksentekoa. 2020 tulleen muutoksen jälkeen yhtiöt ovat antaneet erillisen hallinnointikoodissa myös selostetun palkitsemisraportin, jonka tiedonantovelvollisuus on huomattavasti aiempaa kattavampi. Hallinnointikoodin suositukset palkitsemista koskien ovat kuitenkin varsin suppeat, eikä palkitsemisen määrää tai laatua koskien ole suurempia suosituksia.

Kuudes osa-alue suosituksia koskee muuta hallinnointia. Tähän sisältyy yhtiön riskienhallinta<sup>1</sup>, sisäinen valvonta<sup>2</sup>, sisäinen tarkastus ja lähipiiritoimet.

---

<sup>1</sup> Riskienhallinnalla tarkoitetaan ISO 3100 standardin mukaan koordinoituja toimia, joita organisaatio tekee riskien hallitsemiseksi ja ohjaamiseksi.

<sup>2</sup> Sisäisellä valvonnalla tarkoitetaan prosessia, johon vaikuttaa hallitus ja jolla saavutetaan kohtuullista varmuutta yhtiön raportoinnin tavoitteiden toteutumiseksi (COSO 2013).

Kolmen ensimmäisen osalta suositukset ovat hyvin avoimia tulkinnalle. Tarkoittaen, ettei suosituksissa sinällään määritellä tarkemmin menettelytapojen laajuutta tai muita tarkempia seikkoja aiheeseen liittyen, vaan suositellaan että yhtiö määrittelee toimintatavat tai järjestää toiminnot määrittelemättömässä laajuudessa ja tarkkuudessa. Lähipiiriä koskien suositus on tarkempi, mutta esimerkiksi osakeyhtiölaissa 1:12§ säädetään erikseen pörssiyhtiöiden lähipiirin seurannasta ja määrittelystä.

Hallinnointikoodin toinen osa kohdistuu raportointiin. Toisessa osassa selostetaan, mitä hallinnointiselvityksen tulisi sisältää. Raportointiosuudessa esitellään runko hallinnointiselvitykselle, sekä mitä tietoa yhtiön hallinnoinnistaan tulisi antaa missäkin hallinnointiselvityksen osassa. Raportointi pitkälti jäljittelee hallinnointikoodin suositusten osa-alueita ja teemoja. Lähtökohta raportoinnille on ”noudata tai selitä” -periaate, jonka nojalla yhtiön tulisi antaa soveltuvien suositusten osalta tietoa siitä, miten yhtiö noudattaa suositusta. Jos yhtiö ei noudata suositusta, tulisi yhtiön perustella, miksei se noudata kyseistä suositusta. (Hallinnointikoodi 2020.)

Vuonna 2020 julkaistussa hallinnointikoodissa raportointi koostuu kahdesta erillisestä raportista; hallinnointiselvityksestä ja palkitsemisraportista. Rajanveto kahden välillä voidaan pääpiirteittäin tehdä siten, että muita osa-alueita kuin palkitsemista koskevat tiedot annetaan osana hallinnointiselvitystä ja palkitsemista koskevan osa-alueen tiedot annetaan osana palkitsemisraporttia. Raportointiosassa annettavat tiedot kattavat kuitenkin enemmän tietoa hallinnoinnista kuin suositukset, eli raportointi osiossa käsitellään myös asioita, joista ei ole suosituksia. Hallinnointiselvityksen johdannossa on kuitenkin yhtiön määrä antaa tiedot kaikista suosituksista, joista se poikkeaa.

Yhdessä suositukset ja raportointiosio muodostavat hallinnointikoodin, joka kokonaisuutena sisältää suositukset hallinnoinnista yhtiöille ja ohjeistuksen hallinnointiselvityksen ja palkitsemisraportin sisällöstä. Hallinnointikoodi Suomessa on pitkälti linjassa OECD:n hallinnoinnin periaatteiden kanssa, mutta muokattu vastaamaan paremmin Suomen markkinoiden toimijoiden tarpeita.

## **3.2 Aiempi arvorelevanssitutkimus hallinnointiselvityksestä**

Teorian yhteydessä on tarkasteltu aiempaa tutkimusta siitä, miten hallinnointitapa voi erilaisten teorioiden näkökulmasta vaikuttaa yhtiöiden arvoon. Tässä kappaleessa on tarkasteltu aiempaa tutkimusta hallinnointiselvityksien ja yhtiön arvon välillä. Tässä yhteydessä on syytä käsitellä erikseen muualla maailmassa tehdyt tutkimukset ja EU:n markkina-alueella tehdyt vastaavaan lainsäädäntöön kuin Suomessa perustuvat aiemmat tutkimukset aiheeseen. Hallinnointikoodi on paikallinen valtaosalle maista, eikä yhtä keskitettyä hallinnointikoodia ole kaikille yhteisesti, vaikkakin useissa hallinnointikoodeissa on vastaavia suosituksia, esimerkiksi OECD:n suositusten takia. Seuraavissa kappala-

leissa tutkitaan EU:n markkina-alueita ja muita markkina-alueita erikseen ja tarkastellaan aiemmassa tutkimuksessa löydettyjä yhteyksiä hallinnointiselvitysten ja yhtiön arvon välillä.

### 3.2.1 Hallinnointiselvityksen arvorelevanssi EU:n ulkopuolella

Hallinnointiselvityksiä tarkastellessa globaalissa kontekstissa on hyvä huomioida eri maiden hallinnointiselvityksien erot. Kehittyvillä markkina-alueilla lainsäädäntö, hallinnoinnin taso ja vähemmistöomistajien asema ovat kehittyneitä markkinoita heikommalla tasolla. Tämän takia on hallinnointitavalla ja hallinnointiselvityksillä merkittävämpi rooli erityisesti vähemmistöomistajille verrattuna ympäristöön, jossa yleinen taso on korkeampi (Peters, Miller & Kusyk, 2011).

Kehittyvillä markkinoilla ei ole nähty tehokkaaksi ottaa käyttöön länsimaiden tyylistä hallinnointikoodia, sillä usein lähtökohdat hallinnoinnille ovat kyseisissä maissa erilaiset korruption ja yritysten omistusrakenteiden takia verrattuna kehittyneisiin matalan korruption markkinoihin. Ulkopuolisen vaikutuksen, kuten sijoittajien ja muiden institutionaalisten sidosryhmien painostuksesta on monilla alueilla kuitenkin käytössä kehittyneitä markkinoita vastaavia hallinnointi- ja viestintämalleja, joita voimme tutkia aiheen kontekstissa (Khan, Muttakin & Siddiqui, 2013) (Peters ym., 2011).

Edellä mainitun takia voikin olla, että kehittyvillä markkina-alueilla hallinnoinnin vaikutus on selkeämmin sijoittajille merkitsevä tekijä. Tutkimus aiheeseen ei ole ihan näin yksiselitteistä, sillä empiiristä tutkimusta aiheeseen on tehty ja tulokset ovat olleet jokseenkin ristiriitaisia. Esimerkiksi Temiz (2021) tutkimus "The effects of corporate disclosure on firm value and firm performance: evidence from Turkey" löysi, että Turkista kotoisin olevien yritysten arvo oli yhteydessä hallinnointiin. Tutkimuksessa käytettiin yhteensä 98 eri kohtaa sisältävää listaa vuosikertomusten hallinnoinnin osa-alueiden laadun arvioimiseksi.

Vastaavasti yhteyttä yhtiön arvon ja hallinnointiselvityksen välillä löysi Ntim, Opong ja Danbolt (2011) tutkimus "The Relative Value Relevance of Shareholder versus Stakeholder Corporate Governance Disclosure Policy Reforms in South Africa" Etelä-Afrikassa. Tutkimuksessa esitettiin hallitusta ja lautakuntia käsittelevien osa-alueiden yhteyden olevan vahvin yhtiön arvoon. Samoilla markkinoilla hallinnointiselvitystä tutkinut Tshipa, Brummer, Wolmarans ja Toit (2018) tutkimus ei löytänyt yhteyttä hallinnointiselvityksillä esitettyjen tietojen ja yhtiön arvon välillä. Tutkimuksessa tarkasteltiin riippumattomien hallitusten jäsenten, toimitusjohtajan osakekannustinohjelman, puheenjohtajan ja toimitusjohtajan roolien erotuksen ja muita muuttujia yhteyden löytämiseksi. Tutkimuksessa hallituksen jäsenten määrä oli arvorelevantti.

Arabiemiraateissa vapaaehtoisen hallinnointiselvityksen yhteyttä yhtiön oman pääoman tuottoon tutkinut artikkeli Nobanee ja Nejlä (2022) "Voluntary corporate governance disclosure and bank performance: Evidence from an emerging market" ei löytänyt yhteyttä muuttujien välillä. Tutkimuksen tulokset ovat kuitenkin ristiriidassa Gitahi (2019) tutkimuksen "Value Relevance of Cor-



porate Governance Disclosure in Annual Reports: Evidence from Listed Banks in Kenya” kanssa, mikä tutki vastaavasti Keniassa rekisteröityjen pankkien hallinnointiselvityksen arvorelevanssia.

Indonesian markkinoilla toimivien kemian-, muovi- ja paketoititeollisuuden yrityksissä yhteyttä yhtiön arvon ja hallinnointiselvityksen välillä etsinyt Firmansyah, Husna ja Putri (2020) tutkimus ”Corporate Social Responsibility Disclosure, Corporate Governance Disclosures, and Firm Value in Indonesia Chemical, Plastic, and Packaging Sub-Sector Companies” löysi, että keskimäärin yhtiöt noudattivat paikallista hallinnointiohjeistusta, mutta sijoittajat eivät reagoineet informaatioon. Tutkimuksessa ei siis löydetty yhteyttä yhtiön arvon ja hallinnointiselvityksen välillä. Vastaavia tuloksia on saatu myös hallinnointiselvityksen arvorelevanssia tutkittaessa Ghanassa (Bopkin, 2013).

Ristiriitaisesti Firmansya ym. (2021) & Bopkin (2013) tutkimuksille Utama & Utama (2014) tutkimus ”Corporate governance, size and disclosure of related party transactions, and firm value: Indonesian evidence” löysi hallinnointiselvityksiä tutkimalla yhteyden hallinnointiselvityksessä lähipiiritapahtumiin, joilla näytettiin olevan yhteys yhtiön arvoon. Utama & Utama (2014) tutkimuksen lisäksi on myös muussa aiemmassa tutkimuksessa löydetty hallinnoinnin laadulle arvorelevanssia Indonesian markkinoilla (Siagian, Siregar & Rahadian, 2013).

Kansainvälinen tutkimus hallinnointiselvityksellä esitetyn informaation arvorelevanssista on edellä esitettyyn perustuen ristiriitaista. Tutkimusta ja yhteyttä on pyritty esittämään perustuen moniin eri mekanismeihin, kuten edellä esitetty Utama ja Utama (2014) tutkimus, jossa arvorelevanssia selitettiin lähipiiritapahtumien kautta. Tutkimuksessa ei kuitenkaan ole toistuvasti pystytty näyttämään arvorelevanssia tai päädytty yhteen selittävään tekijään arvorelevanssille.

### **3.2.2 Hallinnointiselvityksen arvorelevanssi EU:ssa**

Kuten johdannossa käsiteltiin, suomalainen lainsäädäntö pohjautuu Euroopan Unionin antamiin direktiiveihin jäsenmailleen. Lainsäädäntö vaihtelee kuitenkin jäsenmaittain. Kubíček, Štamfestová & Strouha (2016) tutkimus ”Cross-country analysis of corporate governance codes in the european union” ei löytänyt, että jäsenmaiden lainsäädäntöön vaikuttaisi suoraan EU:n lainsäädäntö, vaikka jäsenmaiden lainsäädäntö löydettiinkin olevan linjassa EU:n direktiivien kanssa. Tutkimuksessa spekuloitiin, että muilla ulkopuolisilla tekijöillä on vaikutusta lainsäädäntöön, kuten COSO:lla.

Huber ja Dennis (2021) tutkimuksessa ”Corporate governance and disclosure: purpose, scope, and limitations” tarkastelivat hallinnointiselvityksen määrittäviä tekijöitä tutkimalla hallinnointiselvityksiä teorialähtöisesti. Tutkimuksessa hallinnointiselvitystä käsitellään informaatioasymmetrian ongelmana, jossa yrityksen johdon ja omistuksen välillä on informaation epätasapaino, joka agenttiteorian ehdoin johtaa agenttikustannuksiin. Tutkimus nostaa johtopäätöksissään hallinnointiselvityksen pääasialliseksi tarkoitukseksi riskeihin puuttumisen sekä yrityksen omistajien ja sidosryhmien informoinnin, täten pienen-

täen informaatioasymmetriaa. Kuten aiemmin esiteltiin agenttiteorian ehdoin, voi hallinnointiselvityksellä olla informaatioasymmetriaa pienentäviä vaikutuksia ja siten olla yhteyttä yhtiön arvoon. Tämän takia aiempi tutkimus hallinnointiselvitysten arvorelevanssiin keskittyy informaatioasymmetriaan.

EU:n jäsenmaissa tutkimusta hallinnointikoodin noudattamisen vaikutuksista on tehty tutkien sen vaikutusta yhtiön arvoon, sekä yhtiön tehokkuuteen. Ullah, Ahmad, Akbar, Kodwani, ja Frecknall-Hughes (2021) tutkimus "Governance disclosure quality and market valuation of firms in UK and Germany" vertasi hallinnointiselvitysten arvorelevanssia saksalaisten ja englantilaisten yritysten välillä. Tutkimuksen tulokset olivat ristiriitaisia. Saksalaisten yhtiöiden hallinnointiselvityksien laadun relevanssia yhtiön arvoon ei pystytty näyttämään. Täysin päinvastoin Britanniassa rekisteröityjen yhtiöiden hallinnointiselvitysten yhteys yhtiön arvoon oli vahva.

Ristiriitaisesti aiemmassa kappaleessa esitellyn Ullah ym. 2021 tutkimuksen kanssa Goncharov, Werner ja Zimmerman (2006) tutkimus "Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An empirical analysis", joka tutki Saksan hallinnointikoodin suositusten ja yhtiön arvon välistä yhteyttä, löysi yhteyden saksalaisten yhtiöiden hallinnointikoodin jokaisen osa-alueen noudattamisen ja yhtiön arvon välillä. Yhtiöt, missä hallinnointikoodin noudattamisen taso oli korkea, olivat keskimäärin arvostettu 3,28 € kalliimmin, kuin yhtiöt, joissa noudattamisen taso oli heikompi.

EU:ssa hallinnointiselvityksen vaikutusta yhtiön tehokkuuteen ja täten myös arvoon on tutkinut Rose (2016) tutkimuksessa "Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance" löysi, että erityisesti johdon kompensaaation sekä hallituksen kokoonpanon olevan yhteydessä yhtiön tehokkuuteen. Tutkimuksessa mitattiin tehokkuutta ROA ja ROE tunnusluvuilla tanskalaisista yhtiöistä koostuvassa otoksessa. Kappaleessa 4.3.2 "Kontrollimuuttajat" käsitellään yhtiön arvorelevantteja tunnuslukuja, minkä perusteella Rose (2016) tutkimus viittaa siihen, että myös yhtiön arvostuksen ja hallinnointikoodin seuraamisen välillä olisi yhteyttä.

Ristiriitaisesti aiemmin mainitun Rose (2016) tutkimuksen kanssa Aggarwal ja Vintila (2016) tutkimus "Comply or Explain Approach and Firm Value on the Bucharest Stock Exchange" ei löytänyt yhteyttä EPS ja ROE tunnuslukujen kanssa. Tutkimuksessa tarkasteltiin myös suoraa yhteyttä yhtiön arvon ja hallinnointiselvitykseltä tätä tutkimusta vastaavalla tavalla luodun indeksoidun hallinnointiselvityksen laatua kuvaavan indeksin välillä. Tutkimuksessa ei löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä indeksin ja arvon välillä. Tutkimus toteutettiin Romaniassa listatuille yhtiöille ja tutkimuksessa käytetty indeksi perustui Romanian pörssin ylläpitämään hallinnointikoodiin.

Ranskalaisten yhtiöiden vapaaehtoisen hallinnointiselvityksen arvorelevanssia tutkinut Soufiene (2020) tutkimus "The effect of voluntary disclosures and corporate governance on firm value: a study of listed firms in France" löysi yhteyden yhtiön arvon ja hallinnointiselvityksen välillä. Tutkimuksessa yhteys oli vahvin yhtiöillä, joiden osakkaiden oikeudet olivat heikoimmat. Huomioita-

vaa tutkimuksessa on se, että selvityksen kautta mitatun hallinnoinnin vahvuuden yhteyttä selitettiin muun raportoinnin kautta.

Yleisellä tasolla aiemman tutkimuksen perusteella hallinnointiselvityksen arvorelevanssista on esitetty ristiriitaista näyttöä. Jopa tutkimuksissa, joissa aineistona on käytetty samaan lainsäädäntöön ja ammatilliseen käytäntöön perustuvia hallinnointiselvityksiä on saatu ristiriitaisia tuloksia, kuten Ullah ym. (2021) ja Goncharov ym. (2006) tutkimuksissa. Aiempi tutkimus kuitenkin kertoo tutkimuksessa, että hallinnointiselvityksellä esitetyllä tiedolla voi olla arvorelevanssia tai yhteyttä yhtiön muihin arvorelevantteihin tunnuslukuihin, kuten Rose (2016) tutkimuksessa huomattiin.

## 4 AINEISTO JA MENETELMÄ

### 4.1 Hypoteesin muodostaminen

Aiemmin johdannossa esiteltiin tutkimusongelma. Tutkimusongelma käsittelee selvityksen hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä arvorelevanssia sijoittajille. Tutkimusongelman tutkimiseksi hallinnointiselvityksen sisältö on jaettu pienempiin osiin perustuen Suomen hallinnointikoodin suosituksiin. Näille viidelle osa-alueelle on tehty omat hypoteesit perustuen aiemmassa tutkimuksessa esitettyjen tutkimusten tuloksiin, sekä teoriaosiossa esitettyihin mekanismeihin. Näiden viiden hypoteesin perusteella pyrimme vastaamaan tutkimusongelmaan.

*H<sub>0</sub>: Hallinnointikoodin eri osa-alueilla ei ole yhteyttä yhtiön arvoon*

*H<sub>1</sub>: Hallinnointikoodin hallitusta käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

*H<sub>2</sub>: Hallinnointikoodin valiokuntia käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

*H<sub>3</sub>: Hallinnointikoodin toimitusjohtajaa ja muuta johtoa käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

*H<sub>4</sub>: Hallinnointikoodin palkitsemista käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

*H<sub>5</sub>: Hallinnointikoodin muuta hallintoa käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

Hypoteesi 0 perustuu kappaleessa 3.2 esitettyihin aiempiin tutkimuksiin hallinnointitavan vaikutuksesta, jonka mukaan hallituksen koolla, riippumattomuudella ja hallituksen puheenjohtajan sekä toimitusjohtajan roolin erottamisella ei

ole vaikutusta yhtiön arvoon. Tämän lisäksi nollahypoteesi perustuu aiemmassa tutkimuksessa esitettyihin tutkimuksiin, kuten Ullah ym. (2021) ja Aggarwal ja Vintila (2016), joissa näytettiin, ettei yhteyttä yhtiön arvon ja hallinnointikoodin noudattamisen välillä löydetty.

Hypoteesit 1, 2, 3, 4 ja 5 perustuvat teoriassa esitettyjen agenttikustannusten ja informaatioasymmetrian kasvamiseen yhtiöissä, joiden hallinnoinnin taso on heikompi. Vastaavasti hypoteeseja tukee signalointiteorian mukaisesti osakkeenomistajille lähetetty positiivinen signaali yhtiön laadukkaasta hallinnoinnista hallinnointikoodin välityksellä, minkä esitetään kasvattavan osakkeenomistajien luottoa yhtiöön. Tämän lisäksi luodaan hypoteeseille pohjaa aiemmasta tutkimuksesta, kuten Rose (2016) sekä Goncharov ym. (2006), joissa on näytetty yhtiön arvon ja hallinnointikoodin noudattamisen välillä olevan yhteyttä.

## 4.2 Menetelmä

Hallinnointiselvitys on osa yrityksen "non-financial" raportointia, eli eirahamääräistä raportointia. Tutkimuksessa etsitään yhteyttä sijoittajan tuottojen ja tappioiden sekä hallinnointiselvityksen antaman kuvan yhtiön hallinnoinnista välillä. Tämä tarkoittaa, että jollain tavalla tulisi vertailla laatua ja tuottoa, jotta voimme päätellä tai laskea, onko näiden välillä yhteyttä. Toinen aspekti tutkimuksesta tulee joko muuttaa määrälliseksi tai laadulliseksi. Tämä taustajattelu johtaa siihen, että tulee määritellä aineisto ja menetelmä, jota tutkimuksessa tullaan käyttämään.

Tässä tutkimuksessa muutetaan hallinnointiselvityksen vahvuus numeraaliseksi. Tämän toteuttamiseksi luodaan Suomen hallinnointikoodin suositusten perusteella osa-alueet. Eri osa-alueita koskevien suositusten noudattamisen perusteella luodaan pisteytys hallinnointiselvitykselle. Tämä on arvorelevanssitutkimuksessa aiemminkin käytetty menettelytapa, jota esimerkiksi Brown & Caylor (2006) tutkimuksessa "Corporate governance and firm valuation" ja Rose 2016 tutkimuksessaan "Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance" käyttävät.

Osa-alueet pisteytetään seuraten samoja yksinkertaisia sääntöjä, joita hallinnointikoodin suosituksissa on mainittu. Osa-alueista luodaan indeksejä, joiden avulla pyritään kuvaamaan hallinnointiselvityksen vahvuutta. Objektiiivisuuden edistämiseksi luodaan osa-alueiden pisteytyksen säännöistä tarpeeksi yksinkertaisia, jotta niiden noudattamiseen ei jää tulkinnan varaa. Tutkimuksen populaationa on kaikki Helsingin pörssiin listatut yhtiöt, pois lukien yhtiöt, joiden hallinnointiselvitykset poikkeavat esimerkiksi finanssivalvonnan ohjeistuksen takia.

Hallinnointiselvityksen relevanssia tutkittaessa numeraalisen aineiston pohjalta voidaan kvantitatiivisessa tutkimuksessa käyttää eri metodeja. Tässä tutkimuksessa käytetään monimuuttuja-analyysia. Monimuuttuja-analyysi voidaan suorittaa esimerkiksi regressioanalyysin, tarkemmin lineaarisen mo-

nimuuttujaregressioanalyysin, keinoin (Valli 2015). Tutkimuksessa hallinnointiselvityksen osa-alueita ja sijoittajan tuottoja tarkastellaan siis lineaarisessa monimuuttujaregressioanalyysissä.

## 4.3 Regressioanalyysi

### 4.3.1 Lineaarinen monimuuttujaregressioanalyysi

Tutkimuksen menetelmä on lineaarinen monimuuttujaregressioanalyysi. Monimuuttujaregressiomenetelmä selvittää, onko selitettävän ja selittävien muuttujien välillä todellista yhteyttä. Regressioanalyysi sopii hyvin tilanteisiin, joissa laajalla joukolla muuttujia pyritään selittämään yhtä jatkuvaa muuttujaa, kuten tutkimuksessa käytettyä osakekurssin muutosta, jota pyritään selittämään usealla selittävällä muuttujalla (Metsämuuronen, 2008, s. 87). Regressioanalyysissä tutkitaan regressiokertoimia, jotka kuvastavat selitettävän ja selittävien muuttujien välistä yhteyttä eräänlaisena tieteellisenä lakina (Jokivuori & Hietala, 2007, s. 40).

Monimuuttujaregressioanalyysissä on yksi selitettävä muuttuja ja useita selittäviä muuttujia. Monimuuttujaregressiolla voidaan tarkastella yhden selitettävän muuttujan ja useiden selittävien muuttujien vaikutuksia toisiinsa (Valli, 2015; Mattila, 2003). Lineaarisisessa regressioanalyysissä muuttujien väliset suhteet ovat luonteeltaan lineaarisia eli selitettävän muuttujan muuttuessa myös selittävä muuttuja muuttuu ja toisinpäin (Metsämuuronen, 2008, s. 6).

Monimuuttujaregressiossa selitettävä muuttuja muodostetaan selittävien muuttujien muuttujakohtaisten Beta-kertoimien tulojen ja virhekertoimen summana. Monimuuttujaregression yhtälö on kuvattuna alla kaavassa 1 (Kaava 1):

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + \varepsilon \quad (1)$$

Kaavassa 1 selitettävä muuttuja  $Y$  on tutkimuksessa osakekurssin muutos,  $\alpha$  on vakio,  $X_1 \dots X_n$  on selittävän muuttujan arvo,  $\beta$  on selittävän muuttujan  $n$  regressiokerroin ja  $\varepsilon$  on virhetermi, jota kutsutaan myös residuaaliksi eli regressionmallin selittämättömäksi osuudeksi.

Regressioanalyysissä käytetyt muuttujat vaikuttavat siihen, millainen analyysin tulos on. Siten huonosti valitut muuttujat tuottavat epäoleellisia tai virheellisiä tuloksia (Metsämuuronen, 2008, s. 88). Tämän vuoksi analyysissä käytettyjen muuttujien soveltumisen vuoksi on regressioanalyysissä tiettyjä muuttujia ja tuloksia koskevia taustaoletuksia, joiden toteutumista tarkastelemalla voidaan tutkimuksessa saada luottamusta analyysin tuloksiin (Metsämuuronen, 2008, s.89). Tässä tutkimuksessa tarkastelemme aineistossa OLS-oletuksien toteutumista, sekä soveltuvin osin muiden Gauss-Markov oletuksien toteutumista. Oletuksia on tarkemmin käsitelty kappaleessa 4.3.3

Tutkimuksessa selitettävällä muuttujalla halutaan kuvata yhtiön arvon muutosta. Tällä pyritään kuvaamaan sitä, miten sijoittaja näkee yhtiön arvon. Tarkoittaen siis sitä, että jos sijoittaja näkee yhtiön hyvänä ja uskoo yhtiön menestyvän, myös yhtiön arvo kasvaa kysynnän ja tarjonnan lakien takia. Selitettäväksi muuttujaksi on täten valittu yhden vuoden aikainen osakkeen arvon kehitys.

Selittävät muuttujat muodostuvat hallinnointiselvityksen osa-alueiden vahvuutta kuvaavista tunnusluvusta. Hallinnointiselvityksen vahvuutta kuvaavat selittävät muuttujat perustuvat tutkimusongelmaan ja sen perusteella muodostettuihin hypoteeseihin. Näiden muodostaminen läpikäydään kappaleessa 4.5 indeksointi.

Loput selittävistä muuttujista koostuu yrityksen kehitystä kuvaavista kontrollimuuttujista, näitä tarkastellaan tarkemmin kappaleessa 4.3.2. Kontrollimuuttujat. Kontrollimuuttujilla pyritään kuvaamaan yritystasolla sijoittajan tuottoihin vaikuttavia asioita. Lineaarisen regressioanalyysin luonteen takia tulee selittävien muuttujien määrän olla kohtuullinen havaintojen määrään nähden, ettei selitysaste nouse virheellisesti liian korkeaksi (Metsämuuronen, 2008, s. 88). Täten tutkimuksessa valittiin selittävät muuttujat aiempaan tutkimukseen perustuen. Tausta valittujen selittävien muuttujien tarkasteluun on luotu kappaleessa 4.3.2 Kontrollimuuttujat.

Selitettävä muuttuja:

- Osakekurssin muutos

Selittävät muuttujat:

- Hallinnointiselvityksestä muodostetut tunnusluvut
  - Hallinnoinnin osa-alue
  - Valiokuntien osa-alue
  - Johdon osa-alue
  - Palkitsemisen osa-alue
  - Muun hallinnoinnin osa-alue
- Kontrollimuuttujat

### **4.3.2 Kontrollimuuttujat**

Kontrollimuuttujien valinnassa on huomioitu kappaleessa 4.3.3 läpikäydyt monimuuttujaregressiomenetelmän perusolettamukset muuttujille sekä aiempi arvorelevanssitutkimus. Arvorelevanssitutkimuksessa tutkitaan kirjanpidollisten määreiden yhteyttä yrityksen arvoon pääomamarkkinalla (Barth ym., 2001). Pohja relevanttien muuttujien valinnalle on luotu perustuen Baruch ja Thiaga-

rajan (1993) tutkimukseen "Fundamental information analysis". Tutkimuksessa tunnistettiin yhtiön fundamentaalisissa talouden tunnusluvuissa yhteyttä yhtiön pääomamarkkinatuottoihin. Täten olemme valinneet kontrollimuuttujat yhtiöiden talouden tunnusluvuista, joilla pyrimme mahdollisimman kattavasti selittämään yhtiön arvon muutoksen monimuuttujaregressioanalyysissä.

Tutkimusta aiheeseen on jo tehty laajasti ja siten voidaan peilata aiempaa tutkimusta valittaessa kontrollimuuttujia tähän tutkimukseen. Baruch ja Thiagarajan aiemmin mainitussa tutkimuksessa keskeinen arvorelevanttimuuttuja oli voitto. Tätä tukee esimerkiksi Barton, Hansen ja Pownall (2010) tutkimus "Which Performance Measures Do Investors Around the World Value the Most-and Why?", jossa tutkittiin yhtiöitä 46 eri maasta ja tyypillisiä sijoittajien käyttämiä tunnuslukuja. Tutkimus löysi tuloslaskelman eri tunnuslukujen yhteyden olevan vahvinta liiketoiminnan tuloksen osalta ja puhtaan voiton ja liikevaihdon arvorelevanssin olevan heikompaa.

Tutkimus ei kuitenkaan ole täysin yksimielistä. Esimerkiksi Francis, Schipper ja Vincent (2003) tutkimuksessa "The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to Earnings) Performance Measures for Returns" tutkittiin vaihtoehtoisia tapoja ilmoittaa yhtiön voitto. Tutkimuksessa löydettiin, että voitto selitti yhtiön arvion paremmin kuin talousjohtajan arvio tai liiketoiminnan voitto. Vastaavasti on löydetty voiton olevan merkittävin selittävä tekijä yhtiön arvolle (Balsam & Lipka, 1998).

Liikevaihdon arvorelevanssia on vastaavasti tutkittu, vaikkakin vähemmän kuin puhtaan voiton arvorelevanssia. Esimerkiksi Chandra ja Ro 2008 tutkimus "The role of revenue in firm valuation" löysi liikevaihdon olevan arvorelevantti, vaikkakin yhteyden vahvuuden riippuvan yhtiön liiketoiminnasta ja voiton määrästä. Tutkimuksen tuloksia tukee esimerkiksi aiemmin mainittu Barton ym. (2021) tutkimus.

Vapaan kassavirran ja yhtiön arvon välistä yhteyttä on myös tutkittu kattavasti. Aiemmassa tutkimuksessa vapaan kassavirran vaikutusta yhtiön arvoon on perusteltu muun muassa perustuen transaktiokustannuksiin (Jensen, 1986). Empiirisessä tutkimuksessa yhteys vapaan kassavirran ja yhtiön arvon välillä on löydetty olevan merkittävä ja erityisesti teknologiayhtiöissä suurin selittävä tekijä yhtiön arvosta (Maksy, 2016). Kuitenkaan testin tulokset eivät olleet toistettavissa kaikilla muilla sektoreilla (Maksy, 2015; Maksy, 2017). Habib (2011) tutkimuksessa "Growth Opportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow" löydettiin yhtiön arvon ja vapaan kassavirran välillä olevan merkittävin yhteys yhtiöissä, joissa oli suuri kasvumahdollisuus.

Collins, Maydew ja Weiss (1997) tutkimuksessaan "Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years" löysivät että yhtiön tasearvo on merkittävä sijoittajille ja oli ajallisesti kasvattanut relevanssia verrattuna tuottoihin. Tutkimusta tasearvoihin on tehty paljon ja erilaisista näkökulmista. Tutkimusta on tehty sekä keskittyen yksittäisiin tase-eriin, kuten aiemmin mainitussa Baruch ja Thiagarajan (1993) tutkimuksessa vaihtomaisuuteen ja saataviin sekä keskittyen koko yhtiön kirjanpidolliseen arvoon.

Yhtiöpääomarakenteen vaikutusta sen arvoon on tutkittu aiemmassa tutkimuksessa. Esimerkiksi Ha ja Tai (2017) tutkimus " Impact of Capital Struc-



ture and Cash Holdings on Firm Value: Case of Firms Listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange” löysi rahojen ja pankkisaamisten ja velan määrän välillä olevan suora yhteys yhtiön arvoon. Omavaraisuusasteen on aiemmassa tutkimuksessa näytetty olevan arvorelevantti (Uzliawati, Yuliana, Januarsi & Santoso, 2018). Vastaavasti myös esimerkiksi kokonaispääoman tuoton ja yhtiön arvon välillä on löydetty yhteyttä (Zeb & Rashid, 2016). Näitä löydöksiä tukee esimerkiksi Osho (2022) tutkimus ”Financial strength, financial performance and Firm’s value in multinational companies in Nigeria”, joka löysi esimerkiksi quick ration, omavaraisuusasteen ja velkaantumisasteen olevan yhteydessä yhtiön arvoon.

Yksittäisten tasearvojen osalta tutkimuksessa on argumentoitu esimerkiksi aineettomien kehitysmenojen kuvastavan yrityksen muutosta tai kehitystä ja selittävän siten osakkeen hinnan kehitystä (Baruch & Zarowin, 1999). Tasearvojen merkityksen kehitystä on tutkinut esimerkiksi Barth, Li ja McClure (2018) tutkimuksessa ”Evolution in Value Relevance of accounting information”. Tutkimuksessa löydettiin tasearvojen vaikutuksen merkityksen kasvaneen verrattuna yrityksen tuottoon.

Kontrollimuuttujien valinnassa huomioitiin myös otoksen monimuotoisuus, joten tässä tutkimuksessa pyrittiin valitsemaan muuttujia, jotka ovat arvorelevantteja monissa erilaisissa yrityksissä. Lisäksi tutkimusalan kehittymisen takia tarkasteltiin Barth ym. (2018) tutkimuksen ”Evolution in Value Relevance of accounting information” tuloksia siitä, miten muuttujien arvorelevanssi on kehittynyt viimeisten vuosikymmenien aikana. Tarkasteluun valittuja muuttujia voidaan tutkimuksen perusteella edelleen pitää arvorelevantteina. Lopulliset kontrollimuuttujat valittiin yhteensä kymmenestä aiemman tutkimuksen perusteella tunnistetusta arvorelevantista muuttujasta, joista SPSS:n stepwise menetelmällä valittiin parhaiten aineistoa selittävät muuttujat, jotka on esitetty alla taulukossa 1: Kontrollimuuttujat.

Taulukossa on esitetty myös pääpiirteisesti muuttujien laskennassa käytetty tapa. Taulukossa esitetyistä muuttujista taseen loppusumman muutos esitetään prosentuaalisena kasvuna vuoden alusta. Muut muuttujat esitetään joko yksinkertaisena erotuksena vuoden alun ja lopun välillä tai muutosta vuoden aikana ei muuttujassa ole huomioitu, kuten betassa. Valitut muuttujat kuvastavat yhtiön markkina-arvolle merkittävimpiä arvorelevantteja talouden tunnuslukuja. Olemme myöhemmin kappaleessa 5.2 ”Kontrollimuuttujat ja selittävät muuttujat” tarkastelleet pelkkien kontrollimuuttujien selityskykyä ja arvorelevanssia.

Taulukko 1: Kontrollimuuttujat

Muuttuja	Lyhenne	Laskentatapa
Oman pääoman tuotto*	$\Delta ROE$	$ROE = \frac{\text{Tilikauden tulos}}{\text{Osakkeenomistajille kuuluva omapääoma}}$
Osakekohtainen tulos*	$\Delta EPS$	$EPS = \frac{\text{Tilikauden tulos}}{\text{Osakkeiden määrä}}$
Omavaraisuusaste*	$\Delta FL$	$FL = \frac{\text{Taseen loppusumma}}{\text{Oma pääoma}}$
Taseen loppusumma*	$\Delta TA$	$TA = \text{Taseen loppusumma}$
BETA**	BETA	$BETA = \frac{\text{Covariance}(\text{Osakkeen tuotto, Markkinatuotto})}{\text{Variance}(\text{Markkinan tuotto})}$

\* Esitetään tarkastelu vuoden aikaisena muutoksena

\*\* Lasketaan perustuen tarkastelukauteen edeltävältä viideltä vuodelta tai mahdollisimman pitkältä ajalta

### 4.3.3 Regressioanalyysin oletukset

Monimuuttujaregressioanalyysissä on valituille muuttujille asetettu tiettyjä oletuksia, jotta monimuuttujaregressio toimii luotettavasti ja oikein. Oletukset liittyvät regressioanalyysin tuloksien luotettavuuden arviointiin, sillä regressioanalyysissä käytetyt muuttujat vaikuttavat suoraan siihen, miten merkittäviä ja luotettavia tuloksia malli antaa (Metsämuuronen, 2008, s.88) (Berry, 1993.) Tutkimuksessa olemme tarkastelleet perusolettamuksia, jotka ovat luonteeltaan ominaisia regressioyhtälölle. Tämän lisäksi esittelemme tutkimuksen luotettavuuden arvioinnissa käytetyt oletukset. Tässä tutkimuksessa perusolettamusten lisäksi tarkastelemme yhteensä kahdeksaa oletusta, joita muuttujille on asetettu. Oletuksia 1-7 kutsutaan Gauss-Markov-oletuksiksi.

Tutkimuksessa perusolettamuksina pidämme lineaarisuusolettamaa, vaikutusten additiivisuutta ja muuttujien kvantitatiivisuutta (Berry, 1993). Vaikutusten additiivisuudella tarkoitetaan sitä, että kunkin selittävän muuttujan vaikutukset selitettävään muuttujaan eivät riipu muista selittävästä muuttujista eli ovat laskettavissa yhteen. Lineaarisuusolettamus tarkoittaa sitä, että selitettävän muuttujan muuttuessa muuttuu myös selitettävän muuttujan arvo suhteutettuna beta-kertoimella. Muuttujien kvantitatiivisuusoletus tarkoittaa, että muuttujat ovat jatkuvia ja välimatka-asteikollisia. Tutkimuksessa käytettyjen muuttujien voidaan nähdä jo luonteensa perusteella täyttävän nämä oletukset.

Muiden olettamusten osalta, joita aineistossa tutkimme, täytyy käyttää erilaisia tilastollisia menetelmiä ja testejä niiden toteutumisen arvioimiseksi. Olettamusten toteutumista tulee tarkastella tapauskohtaisesti ja pyrkiä ymmärtämään mistä poikkeama johtuu. Tutkimuksessa päädyimme hyödyntämään Berry (1993) julkaisemassa teoksessa "Understanding regression assumptions" esittelemää kahdeksaa regressiooletusta, jotka perustuivat Gauss-Markov-teorian mukaisiin olettamuksiin. Kappaleessa 5.2 "Kontrollimuuttujat ja selitettävä muuttuja" ja 5.3 "Diagnostinen tarkastelu" käymme läpi oletusten toteutumisen tutkimuksen regressioanalyysissä.

Ensimmäisen oletuksen mukaan kaikkien selittävien muuttujien tulisi olla intervalliasteikollisia ja selitettävän muuttujan tulisi olla jatkuva, intervallias-teikollinen sekä vaihteluväliltään rajoittamaton (Berry, 1993). Täysin rajoitta-maton vaihteluväli tarkoittaa sitä, että muuttuja voi saada minkä tahansa arvon negatiivisen äärettömän ja äärettömän väliltä. Osakekurssin muutos on luon-teeltaan positiivisesti rajoittamaton, muttei negatiivisesti, sillä osakekurssi ei voi laskea yli 100 %:a.

Toinen oletus koskee varianssia. Oletuksen mukaan minkään muuttujan varianssi ei saa olla nolla (Berry, 1993). Tämä oletamus liittyy lineaarisuusole-tukseen, sillä varianssi kuvastaa tilastollista hajontaa. Tilastollinen hajonta tar-koittaa sitä miten paljon muuttujan arvot vaihtelevat aineistossa. Näin ollen, jos muuttujan varianssi on nolla, ei muuttujan arvo muutu aineistossa. Tarkoittaen, että selitettävän muuttujan arvon vaihdellessa ei muuttujan ja selittävän muut-tujan välillä voi olla lineaarista yhteyttä.

Kolmas oletus liittyy multikollineaarisuuteen, eli selittävien muuttujien välillä ei saa olla täydellistä lineaarista yhteyttä (Berry, 1993) (Metsämuuronen, 2008, s. 100). Multikollineaarisuus muuttujien välillä tarkoittaa, että kaksi regres-sioyhtälön selittävästä muuttujasta ovat lineaarisessa yhteydessä toisiinsa. Mul-tikollineaarisuus vaikuttaa regressioanalyysin tuloksiin siten, että regression astetta eli Beta kerrointa on haastavaa määrittää muuttujalle, mikä on yhteydes-sä selitettävään muuttujaan sekä toiseen regressioyhtälössä käytettyyn selittä-vään muuttujaan.

Neljäs, viides, kuudes, seitsemäs ja kahdeksas oletamus käsittelevät vir-hetermiä ja sen jakautumista. Olettamuksen neljä mukaan virhetermin keskiar-von tulisi olla nolla ja oletuksen kahdeksan mukaan tulisi virhetermin olla normaalisti jakautunut (Berry, 1993). Residuaalien ei-normaalisti jakautuneisuus tarkoittaisi, että virheen määrä vaihtelisi riippuen selitettävän muuttujan arvosta. Tämä heikentää käytetyn mallin selityskykyä, sillä selittävien muuttu-jien yhteys selitettävään muuttujaan vaihtuisi eri selitettävän muuttujan arvoilla.

Olettamus viisi määrittelee, että virhetermi ei saisi korreloida selittävien muuttujien kanssa (Berry, 1993). Korrelaatio virhetermin kanssa aineistossa tar-koittaa, ettei virhetermi ole täysin sattumanvarainen, vaan sillä on yhteys yh-teen tai useampaan selittävään muuttujaan. Täten jos virhetermi korreloi mer-kittävästi selitettävän muuttujan kanssa ei mallissa pystytä arvioimaan yksittäi-sen selittävän muuttujan vaikutusta selitettävään muuttujaan, koska sen muut-taminen olisi yhteydessä virhetermin muuttamiseen.

Olettamuksen kuusi mukaan virhetermi tulee olla homoskedastinen. Tällä tarkoitetaan, että virhetermien eli residuaalien tulisi olla tasaisesti jakautuneita suhteessa selitettävään muuttujaan. Homoskedastisuus aineistossa tarkoittaa, että käytetty malli ei yli- tai alireagoi virheeseen, vaan virheen varianssi on va-kio koko aineistolle. Täten heteroskedastisen aineiston virhe keskittyy tietyille selittävän muuttujan arvoille heikentäen mallin luotettavuutta.

Seitsemännen oletuksen mukaan regressiomallissa ei saa olla autokor-relaatiota (Berry, 1993). Autokorrelaatiolla tarkoitetaan tilannetta, jossa uudet havainnot riippuvat jollain tavalla aiemmista havainnoista. Regressiomallissa autokorrelaatio kertoo, että edelliselle selitettävälle muuttujalle käytetyt arvot

selittäisivät seuraavan selitettävän muuttujan arvoa. Tarkoittaen että selittävät muuttujat selittävät edellisen tai tulevan selitettävän muuttujan arvoa.

#### 4.4 Aineisto

Tutkimuksessa populaatio on rajattu suomalaisiin pörssiyrityksiin. Liitteessä 2 on esitetty yhtiöt, jotka ovat sisällyneet aineistoon. Aineistona käytetään hallinnointiselvityksiä, jotka ovat tyypillisesti julkaistu osana vuosikertomusta. Aineisto kasataan kahdesta tietolähteestä. Hallinnointiselvitykset haetaan kunkin yhtiön omilta kotisivuilta. Yhtiön tunnusluvut, tilinpäätöstiedot ja muut taloudelliset tiedot haetaan Refinitiv Eikon -tietokannasta sekä Nasdaq:n verkkosivuilta osoitteesta: [www.nasdaqomxnordic.com](http://www.nasdaqomxnordic.com). Eikon on laajasti tutkimuksessa käytetty tietokanta ja yhden tietokannan käyttö edellä mainittujen osa-alueiden, pois lukien kurssimuutoksen, tiedon hakua varten ja sen käyttö takaa tiedon olevan vertailukelpoista eri yhtiöiden välillä.

Ajanjaksoksi datan keräykselle valikoitui tilikausi 2022, koska ajanjaksolla on ollut selkeästi nousu- ja laskuvaiheita. Data tarvittiin myös kokonaiselta vuodelta tilinpäätöstunnuksien hankkimisen vuoksi. Hallinnointiselvityksen tiedot on haettu vuonna 2022 julkaistulta hallinnointiselvitykseltä, eli vuoden 2021 vuosikertomuksen yhteydessä julkaistulta hallinnointiselvitykseltä. Vastaavasti taloudelliset tunnusluvut ja pörssitiedot haetaan vuodelta 2022. Vuotta 2022 on osaltaan käytetty, koska hallinnointikoodin uusin versio on julkaistu 2020, mikä rajoittaa relevantin datan keräämisen jaksoksi vuoden 2020 jälkeisen ajan.

Aineistosta rajattiin pois pankkisektorin yritykset. Tämä johtui erilaisesta lainsäädännöstä, mikä koskee kyseisiä yrityksiä. Toinen tekninen ongelma pankkisektorin yrityksissä on kontrollimuuttujat. Osa käytetyistä kontrollimuuttujista eivät selitä pörssikurssin muutosta, tällaisia on esimerkiksi asiakasvaroista vääristyneet omavaraisuusasteet.

#### 4.5 Indeksointi

Hallinnointiselvityksen ja hallinnoinnin mittaaminen on haastavaa. Bozec ja Bozec (2012) tutkimus "The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence" testasi erilaisten CG-indeksien ja yhtiöiden arvojen välistä yhteyttä. Tutkimuksen tulokset olivat ristiriitaisia. Markkinoilla jo olevia indeksejä käyttäen ei voitu systemaattisesti näyttää yhteyttä yhtiön arvon ja hallinnointitavan välillä. Tutkimuksen johtopäätöksenä onkin, että valmiiden indeksien subjektiivisuutta tulisi kyseenalaistaa.

Tässä tutkimuksessa käytetään valmiiden indeksien sijasta itserakennettua indeksiä. Indeksini on luotu perustuen Rose (2016) tutkimuksessa ”Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance” käytettyyn indeksiin, jonka tarkoituksena on kuvata hallinnoinnin raportoitua vahvuutta verrattuna Tanskan hallinnointiohjeistukseen. Tässä tutkimuksessa käytetty indeksi kuitenkin eroaa Rose (2016) käyttämästä indeksistä siinä, että indeksi on luotu perustuen Suomen, eikä Tanskan hallinnointikoodiin. Tässä tutkimuksessa oman indeksin luominen mahdollistaa siis sen, että voidaan tutkia juuri Suomen hallinnointikoodia. Täten saadaan tälle tutkimukselle relevantimpaa dataa, kuin esimerkiksi valmiissa indeksissä, jossa peilattaisiin raportointia indeksin luoneen tahon kansalliseen mittaristoon.

Tässä tutkimuksessa käytetty indeksi on muodostettu vuoden 2020 hallinnointikoodin pohjalta siten, että osa-alueista 2–6 on jokaisen suosituksen perusteella muodostettu väittämät. Osa-alue 1 on jätetty pois, sillä Suomessa osakeyhtiölaki velvoittaa lähettämään yhtiökokouskutsut, joissa käsitellään vastaavia asioita. Tämän lisäksi suosituksiin sisältyy osia, joiden raportointi tapahtuu yhtiön verkkosivuilla, eikä hallinnointiselvityksellä. Ei siis voida todeta perustuen hallinnointiselvityksessä raportoituun tietoon onko selvityksessä ilmoitettu hallinnointikoodin mukaisesti vai ei.

Tämän lisäksi sisäistä valvontaa, riskien hallintaa ja muuta johtoa koskien on selvityksessä raportoidun tiedon arvioimisessa käytetty raportointiosiossa ilmoitettuja asioita arvioitaessa raportoinnin hallinnointikoodin mukaisuutta. Näin on toimittu, koska suosituksen kieliasu jättää raportoidun sisällön laajuuden epäselväksi. Nämä muutokset alkuperäisiin suosituksiin koskevat suosituksia 19, jonka sisältö on lisätty raportointi osuudesta, sekä suosituksia 25 ja 26, joiden sisällön arvioimiseksi on muodostettu yhteensä 6 alakohtaa. Tarkemmin indeksoinnissa käytettyjä väitteitä on eritelty liitteessä 1 ”tutkimuksessa käytetty indeksirunko”.

Myös itserakennetuissa indekseissä on haasteensa. Tutkimuksen objektiivisuus heikkenee käytettäessä itserakennettua indeksiä, sillä tutkijalla on mahdollisuus vaikuttaa indeksin sisältöön tai antaa erilaisia painoarvoja eri mitta-reille (Bozek & Bozek, 2012). Subjektiivisuuden minimoimiseksi on indeksi rakennettu perustuen hallinnointikoodin suosituksiin, eikä indeksissä oteta kantaa itse raportoidun tiedon vahvuuteen, vaan siihen, onko raportoitu tieto suosituksen mukainen, vastainen vai onko se jätetty raportoimatta. Tämän lisäksi kaikille hallinnointikoodin osa-alueille, mitkä indeksiin on luettu mukaan, on annettu sama painoarvo.

Indeksin rakentaminen tässä tutkimuksessa on tehty seuraavasti: Hallinnointikoodin 28:sta suosituksesta 24 on sisällytetty aineistoon. Jokaiselle yhtiölle on jokaisen aineistoon kuuluvan suosituksen osalta annettu 2 pistettä, jos yhtiö toimii selvityksen perusteella suosituksen mukaisesti ja viestii siitä hallinnointiselvityksellä. Jos yhtiö ei noudata suositusta, mutta viestii hallinnointiselvityksellä syyn seuraamatta jättämiselle, annetaan kyseiselle yhtiölle yksi piste. Jos kumpikaan edellisistä ei toteudu, eli yhtiö ei viesti tai selitä, miksi ei noudata suositusta, saa yhtiö nolla pistettä suosituksen kohdasta. Jokaiselle viidelle hallinnointikoodin osa-alueelle lasketaan osa-alueeseen kuuluvien suositusten

pisteiden keskiarvo. Näistä muodostetaan viisi muuttujaa perustuen osa-alueisiin. Liitteessä 1 on eritelty suositukset sekä osa-alueet, joiden perusteella pisteet on annettu.

Indeksiä rakennettaessa objektiivisuus on huomioitu käyttämällä nimenomaisesti hallinnointikoodin suosituksia runkona indeksille. Kuitenkin suositusten muotoilun ja yleisten raportointikäytänteiden vuoksi on osasta suosituksista jouduttu jättämään pois kohtuutonta arvionvaraisuutta koskevia osuuksia, kuten suosituksessa kahdeksan, jossa suositellaan hallituksen jäsenillä olevan pätevyys tehtävään. Tämän arviointi objektiivisesti on kuitenkin hyvin haastavaa, joten se on muotoiltu indeksiin, että selvityksellä tulee kertoa hallituksen jäsenien pätevydestä tehtäviinsä. Enemmän arvionvaraisuutta vaativissa kohdissa on tukeuduttu raportointiosiossa esitettyihin seikkoihin tiedonannosta, kuten sisäistä valvontaa ja riskienhallintaa koskevissa osa-alueissa.

## 5 TUTKIMUKSEN TULOKSET

### 5.1 Tutkimusaineiston esittely

Tässä kappaleessa esitetään tutkimusaineistoa läpikäydessä tehdyt havainnot. Tutkimusaineisto muodostui tutkimuksessa hallinnointikoodin mukaisten suositusten indeksoimisesta, sekä yhtiöiden taloustiedoista. Tässä kappaleessa tarkastellaan tarkemmin indeksoimisesta syntynyttä materiaalia ja kappaleessa 5.2 ”Kontrollimuuttuja ja selitettävä muuttuja” taloustiedoista koostunutta dataa. Kappaleessa 5.3 ”Diagnostinen tarkastelu” tarkastelemme koko aineistoa regressioanalyysin taustaoletusten näkökulmasta.

Hallinnointiselvityksistä muodostettu data sisälsi yhteensä 127 yritystä. Päälistalle listatuista yhtiöistä rajattiin pois 3 kappaletta, sillä perusteella että hallinnointiselvitys oli toteutettu ruotsin kielellä. Lisäksi 7 rahoituslaitosta rajattiin pois, sillä niiden lainsäädännöllinen tausta on poikkeava muista suomalaisista yhtiöistä. Vastaavasti yhteensä 4 yhtiötä rajattiin pois, koska konsernien emoyhtiöt olivat ruotsalaisia. Lopullinen aineisto koostui 113:sta yhtiöstä. Jokaisen yhtiön hallinnointiselvitykselle annettiin hallinnointikoodin suosituksen perusteella pisteitä 31:n ominaisuuden perusteella. Tutkimuksessa muodostettiin siis yhteensä 3503 datapistettä hallinnointiselvityksistä, joiden perusteella indeksit muodostettiin. Alla taulukossa 1 on esitetty jokaisen suosituksen osalta, miten yhtiö on hallinnointiselvityksellä käsitellyt asiaa.

Huomataan, että parhaiten yhtiöt noudattivat palkitsemisosion suosituksia, jossa vain kaksi yhtiötä raportoi poikkeuksen, eikä yksikään yhtiö jättänyt raportoimatta. Palkkioita koskevaan osioon tuli vuonna 2020 suuri muutos kun hallinnointiselvityksen yhteydessä alettiin julkaisemaan palkitsemisraporttia, jonka tietosisältö oli runsaasti suurempi kuin aiemman vuoden 2017 hallinnointiselvityksen vaatima, tosin suosituksiin ei tapahtunut merkittäviä muutoksia tuolloin. Aineistoa kerätessä havaittiin myös, että yhtiöt raportoivat tyypillisesti hallinnointiselvityksellä hyvin suppeasti aiheesta ja tarkemmat yksityiskohdat oli raportoitu palkitsemisraportilla.

Suosituksista poikkeamisesta yhtiöt raportoivat eniten suosituksen 27 osalta, joka käsittelee sisäisen tarkastuksen olemassaoloa. Mielenkiintoista tässä

on se, että tyypillisesti yhtiöt eivät maininneet suosituksesta poikkeamista esimerkiksi tarkastusvaliokunnan osalta, vaan jättivät selvitykseltä pois kohdan kokonaan, jos tarkastusvaliokuntaa ei yhtiössä ollut, toisin kuin sisäisen tarkastuksen osalta, jossa mainittiin poikkeama ja annettiin selitys syyille, miksei sisäistä tarkastusta ole yhtiössä järjestetty.

Valiokuntien osalta harva yhtiö raportoi siitä, että valiokuntaa ei ole, vaan merkittävä osuus selityksistä johtui siitä, ettei valiokuntia koskevia, esimerkiksi riippumattomuus säännöksiä, ollut noudatettu. Siksi valiokuntia koskevia suosituksia 16, 17 sekä 18a voidaankin tulkita siten, että 0 pistettä merkitsee, ettei kyseistä valiokuntaa ole ja 1 piste tarkoittaa, että valiokunnan ominaisuudessa on jotain poikkeavaa suosituksesta. Myös osakkeenomistajien toimikuntaa koskien voidaan vastaavaa logiikkaa hyödyntää suosituksen 18b osalta. Vastaavasti suositusten 14 ja 15 osalta raportoimatta jättäminen on tapahtunut tilanteissa, joissa yhtiöissä ei ole ollut valiokuntia ja taas poikkeukset viittaavat siihen, että suositusten menettelytavoista on poikettu.

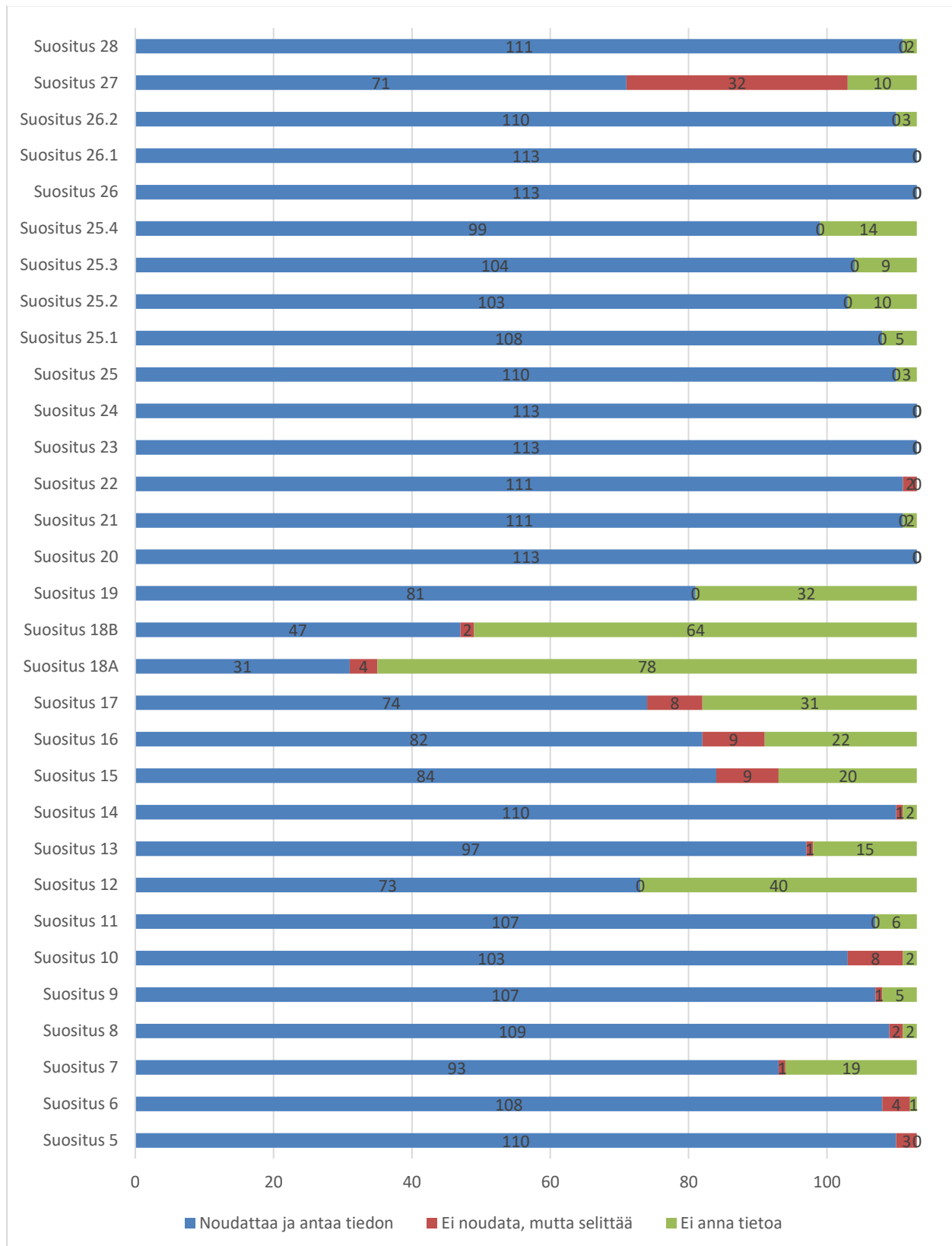
Tämän perusteella voidaan tehdä muutamia päätelmiä aineistosta. Ensimmäiseksi noin 72.6 %:ssa otoksen yhtiöistä oli hallituksessa palkitsemisvaliokunta, kun taas tarkastusvaliokunta oli 82.3 %:ssa yhtiöistä. Otoksen yhtiöissä tarkastusvaliokunnan olemassa-olo on siis tyypillisempää kuin palkitsemisvaliokunnan olemassa-olo. Vastaavasti tutkittaessa huomataan, että yhtiöt suosivat osakkeenomistajien nimitystoimikuntaa hallituksen nimitysvaliokuntaan verrattuna. Kuitenkin vain kahdella yhtiöllä oli sekä osakkeenomistajien nimitystoimikunta että hallituksen nimitysvaliokunta. Näissä yhtiöissä päätös hallituksen palkitsemisen esityksestä yhtiökokoukselle ja hallituksen jäsenten ehdotus yhtiökokoukselle oli eritetty.

Hallitusta koskevien suositusten osalta huomattiin, että tyypillisesti yhtiöt jättivät tiedon hallituksen tiedonsaannista hyvin suppeaksi. Yleinen esittämistapa tiedolle oli mainita, kuka esittelee tiedot hallitukselle. Eniten poikkeuksia hallitusta koskien yhtiöt esittivät suosituksen 10 osalta, joka käsittelee hallituksen riippumattomuutta. Vain kahden yhtiön osalta ei hallinnointiselvityksessä annettu mainintaa hallituksen jäsenten riippumattomuudesta suoraan. Hallituksen kokoonpanoa koskevan suosituksen osalta huomattiin, että kahdessa yhtiössä ei ilmoitettu poikkeusta, eikä noudatettu suositusta. Näille annettiin 0 pistettä, muuten kaikki yhtiöt raportoivat kokoonpanoa koskien.

Hallituksen kokoonpanon valintaa koskevan suosituksen 7 osalta 0 pistettä saaneet yhtiöt tyypillisesti ilmoittivat, että yhtiökokous valitsee hallituksen, mutta eivät ilmoittaneet tarkemmin toimintatapaa, jota noudattivat hallituksen jäseneksi esitettävien henkilöiden valinnasta. Yhtiöt, joissa oli osakkeenomistajan nimitystoimikunta ilmoitettu tai hallituksen nimitysvaliokunta, saivat tästä suosituksesta 2 pistettä, vaikkeivat erikseen asiaa maininneet.



Taulukko 2: Pisteytyksen jakauma suosituksittain



Taulukossa 2 esitettyjen suositusten avulla tutkimuksessa muodostettiin tunnusluvut kuvastamaan eri osa-alueiden hallinnoinnin vahvuutta kappaleessa 4.5 "Indeksointi" esitetyllä tavalla. Taulukossa 3 "Hallinnointiselvitystä kuvastavat tunnusluvut" on esitetty tunnuslukujen ominaisuuksia. Kuten aiemmin käytiin läpi, selkeästi eniten eroja yhtiöiden välillä oli valiokuntia koskevissa suosituksissa. Vastaavasti keskihajonta on suurin, 0,48, valiokuntia koskevassa tunnusluvussa. Vähiten poikkeuksia liittyi palkitsemiseen, mitä tukee myös matalin keskihajonta 0,04 palkitsemista kuvaavan tunnusluvun osalta.

Keskimääräisesti yhtiöt noudattivat suosituksia hyvin. Huomioiden, että puuttuvista valiokunnista annettiin nolla pistettä, on hallituksen, muun hallinnoinnin, johtoryhmän ja palkitsemisen tunnusluvut keskiarvoltaan korkeita, mutta ei täydellisiä. Tämä kuvastaa sitä, että tutkimuksen aineistossa on kuitenkin löydetty merkittäviä eroja yhtiöiden välillä. Palkitsemisen osalta on yhtiöiden välillä ollut luonnollisesti vähemmän eroja.

Tutkimuksessa huomattiin aineistossa kuitenkin vastaavia havaintoja, kuin Gowry, Soobaroyen ja Agathee (2023) tutkimuksessa "Exploring the quality of corporate governance disclosure under an "apply and explain" regime", missä havaittiin hallinnointiselvityksillä useiden yhtiöiden jättävän antamatta tietoa tietyistä suosituksista, mutta eivät kuitenkaan ilmoita poikkeamaa tai selitä, miten suositusta noudattavat.

Taulukko 3: Hallinnointiselvitystä kuvastavat tunnusluvut

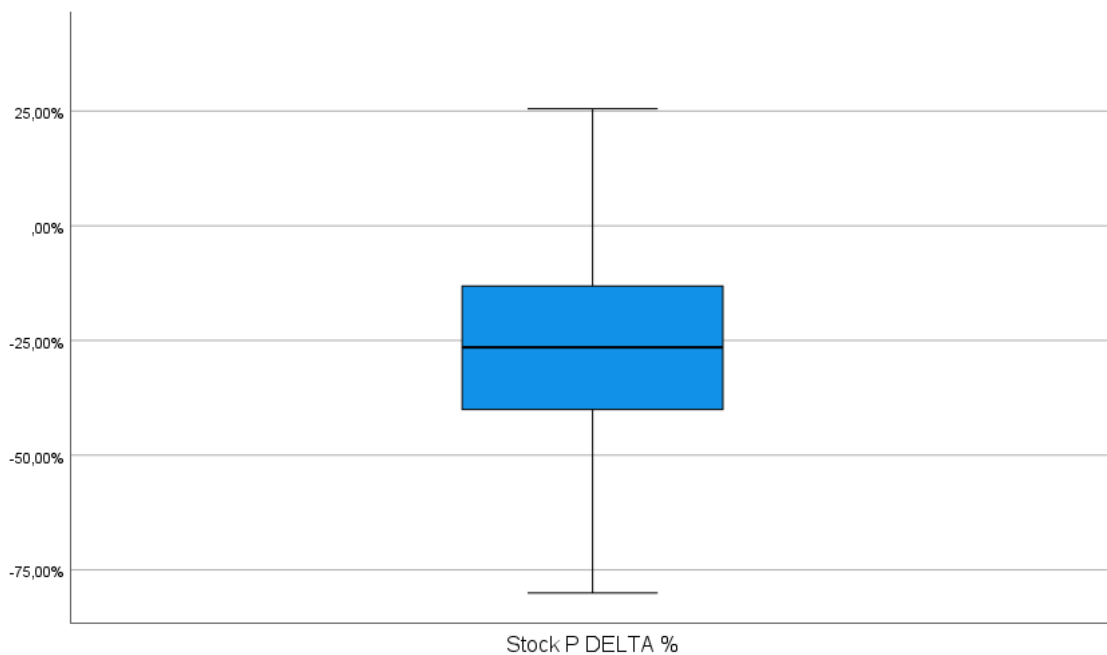
Tunnusluku	Hallitus	Valiokunnat	Johtoryhmä	Palkitseminen	Muu hallinnointi
Keskiarvo	1,80	1,31	1,80	1,99	1,87
MIN	0,89	0,00	0,67	1,67	1,00
MAX	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Keskihajonta	0,24	0,48	0,32	0,04	0,21
Mediaani	1,78	1,67	2,00	2,00	2,00

Aineistoa kootessa huomattiin myös muutamia erityistapauksia, joita voimme tarkastella, mutta emme tee johtopäätöksiä näihin liittyen. Yhteensä kaksi yhtiötä eivät ilmoittaneet poikkeamaa hallinnointikoodin suosituksesta, mutta tarkastellessa yhtiöiden hallituksen ominaisuuksia, huomattiin yhtiöiden poikkeavan suosituksesta. Tapauksessa A oli kyse hallinnointikoodin suosituksesta 10, sillä vain yksi yhdeksästä hallituksen jäsenestä oli riippumaton yhtiöstä. Tapauksessa B poikettiin vastaavasti suosituksesta 10, sillä vain 2/4 hallituksen jäsenistä oli riippumattomia.

## 5.2 Kontrollimuuttujat ja selitettävä muuttuja

Regressiossa selitettävänä muuttujana toimi osakekurssin kehitys vuoden 2022 aikana, mitattuna prosenttimuutoksena 31.12.2021 ja 31.12.2022 välillä. Yleisellä tasolla ajanjaksoon sisältyi Ukrainan sodasta johtuvaa epävarmuutta EU:n pörssimarkkinoilla. Tarkastellessamme OMXHPI:n kehitystä ajanjaksolta huomataan helmikuussa olleen merkittävä lasku vuonna 2022, mutta markkinoiden huomataan tasautuneen loppuvuoden aikana. Huomataan myös, että OMXHPI on pienentynyt 30.12.2021 pisteluvusta 12 862,42 pistelukuun 10 807,78 30.12.2022 eli pienentynyt 16% vuoden aikana. Vastaavasti 113 yhtiön otoksesta ilmeni, että keskimäärin osakkeiden hinnat olivat vuoden aikana laskeneet. Selittävän muuttujan osalta tutkimme outliereitä tarkastelemalla poikkeuksellisen suuria muutoksia. Päädyimme poistamaan otoksesta kolme yhtiötä. Yksi yhtiöstä rajattiin otoksesta, koska Ukrainan sodan vaikutukset yhtiön arvoon olivat poikkeuksellisen merkittävät ja kaksi yhtiötä rajattiin tilikauden aikana tapahtuneiden yrityskauppojen johdosta, mitkä merkittävästi ja poikkeuksellisesti vaikuttivat osakkeiden arvoon.

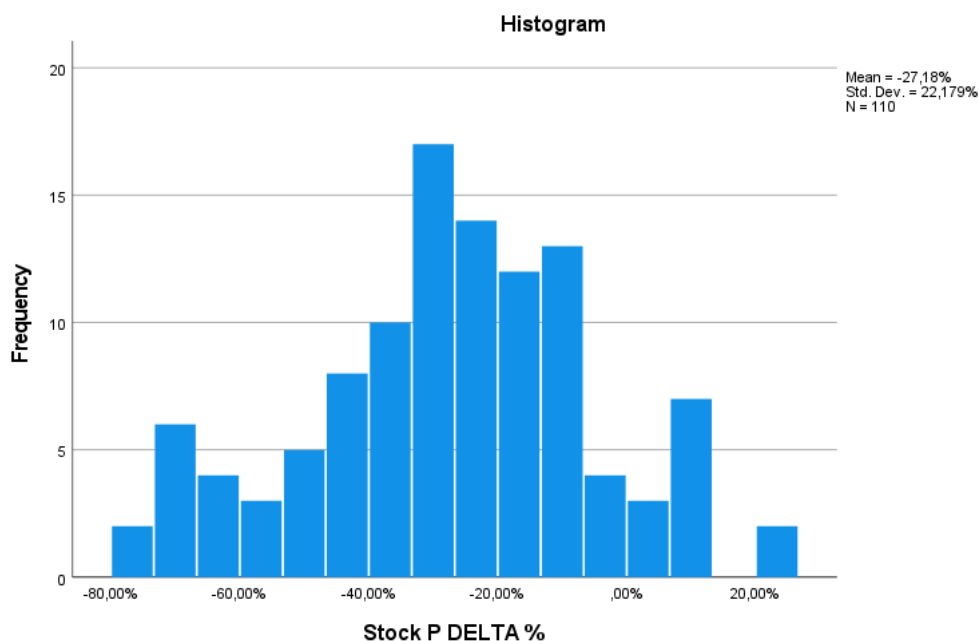
Kuvio 1: Laatikko-jana-kuvio selittävästä muuttujasta



Yllä esitetystä kuviosta huomaamme otokseen kuuluneiden yritysten vuoden kehityksen olleen keskimäärin -27,18 %, mikä on noin 11 % alempi kuin OMXHPI muutos. Tämä selittyy sillä, ettei yhtiöiden markkina-arvoilla ollut otoksessa painoarvoa. Voidaan siis päätellä, että erityisesti pienempien yritysten arvo on laskenut merkittävästi. Selittävä muuttuja ei ollut täysin normaalisti jakautunut vaan normaalijakaumassa havaittiin piikki noin -70 % laskeneiden yhtiöiden osalta.

Alla esitetystä kuviossa 2 on esitetty havaintojen frekvenssit luokiteltuna arvon muutoksen suuruudella. Taulukosta on havaittavissa normaalijakaumaa jäljittelevä muoto, muttei voida sanoa, että selittävä muuttuja on normaalisti jakautunut. Lähtökohtaisesti osakekurssin muutosta tutkittaessa voidaan olettaa arvojen olevan suhteellisen normaalisti jakautuneita. Linearisessa regressiossa ei kuitenkaan selittävän ja selitettävien muuttujien tarvitse perusolettamusten perusteella olla normaalisti jakautuneita. Jakauman poikkeavuus normaalista kuitenkin kertoo tutkimuksen tarkastelujaksolla olleen tapahtumia, mitkä ovat vaikuttaneet negatiivisesti normaalista poikkeavasti yhtiöiden arvon kehitykseen.

Kuvio 2: Pylväsdiagrammi selittävästä muuttujasta



Selittävien muuttujien lopullinen valinta tehtiin SPSS-ohjelmistolla askeltavalla (*stepwise*) menetelmällä. Menetelmällä pyrittiin rajaamaan käytettyjen kontrollimuuttujien määrä kohtuulliseksi suhteessa aineiston kokoon. Alla esitettyssä taulukossa 4 on tarkasteltu regressioanalyysissä käytettyjen kontrollimuuttujien selitysastetta. Huomataan mallin standardoiduksi selitysasteeksi 0,255 pelkillä kontrollimuuttujilla. Tämä tarkoittaa, että noin 74 % osakekurssin muutoksesta johtuu muuttujista, mitä emme aiemman tutkimuksen perusteella kappaleessa 4.3.2 pystyneet tunnistamaan. Selitysaste kontrollimuuttujilla vastasi kuitenkin osittain aiemmassa tutkimuksessa saatuja selitysasteita taloudellisille muuttujille (Baruch, 1989). Taulukossa 5 on esitetty varianssianalyysin tulokset. Huomataan mallin olevan tilastollisesti hyvin merkitsevä 0,001 tasolla.

Taulukko 4: Regressiomallin yhteenveto pelkillä kontrollimuuttujilla

Mallin yhteenveto <sup>b</sup>					
Malli	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,537 <sup>a</sup>	0,289	0,255	19,14900%	1,783

a. Selittävät muuttujat,  $\Delta FL$ , BETA,  $\Delta EPS$ ,  $\Delta ROE$ ,  $\Delta TA$ b. Selitettävä muuttuja:  $\Delta P$ 

Taulukko 5: Kontrollimuuttujien anovataulukko

ANOVA <sup>a</sup>						
Malli		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	15483,564	5	3096,713	8,445	<,001 <sup>b</sup>
	Residual	38135,173	104	366,684		
	Total	53618,736	109			

a. Selitettävä muuttuja:  $\Delta P$ b. Selittävät muuttujat,  $\Delta FL$ , BETA,  $\Delta EPS$ ,  $\Delta ROE$ ,  $\Delta TA$ 

Taulukossa 6 on esitetty regressiokertoimet kontrollimuuttujille ajettaessa regressio pelkille kontrollimuuttujille. Huomataan kaikkien kontrollimuuttujien olevan tilastollisesti merkittäviä eli *sig.* Sarakkeessa esitetty p:n arvo on kaikille muuttujille tutkimuksen luottamusvälin sisällä eli alle  $p < 0,05$  on totta kaikille kontrollimuuttujille. Parhaiten osakekurssin muutosta selittää  $\Delta TA$ , jonka standadoitu beta-kerroin on 0,48 ja  $p < 0,001$ , eli muuttuja on myös tilastollisesti hyvin merkittävä. Vähiten muutosta selittää muuttuja beta, minkä tilastollinen merkitsevyys on 0,043 ja beta-kerroin -0,175.

Taulukko 6: Kontrollimuuttujien regressiokertoimet

Kertoimet <sup>a</sup>								
Malli		Standardoimattomat kertoimet		Standardoitu kerroin	t	Sig.	Kollinearisuus statistiikka	
		B	Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant	-17,414	5,237		-3,325	0,001		
	$\Delta ROE$	0,075	0,030	0,211	2,483	0,015	0,945	1,058
	$\Delta EPS$	0,270	0,094	0,260	2,886	0,005	0,843	1,186
	$\Delta FL$	-0,447	0,134	-0,315	-3,344	0,001	0,769	1,301
	$\Delta TA$	0,610	0,123	0,483	4,951	0,000	0,717	1,394
	BETA	-9,630	4,701	-0,175	-2,049	0,043	0,941	1,062

a. Selitettävä muuttuja:  $\Delta P$

### 5.3 Diagnostinen tarkastelu

Monimuuttujaregressioanalyysissä on tiettyjä mallille luontaisia oletuksia. Mallille luontaiset oletukset johtuvat lineaarisen monimuuttujaregression tarkoituksesta. Lineaarinen monimuuttujaregression etsii lineaarista yhteyttä kahden tai useamman muuttujan välillä, joten yhteyksien selittävien ja selitettävän muuttujan välillä tulisi olla luonteeltaan lineaarisia. Tämän lisäksi monimuuttujaregression tulosten tulkitsemista ja arvioimista varten on olemassa muita oletuksia.

Tässä kappaleessa tarkastelemme regressioanalyysissä aiemmin kappaleessa 4.3.3 esitettyjen perusolettamuksien toteutumista. Olettamukset vaikuttavat siihen, miten luotettavia tutkimuksen tulokset ovat. Voimme siis suorittaa aineistolle diagnostista tarkastelua, jonka avulla voimme arvioida aineiston laatua ja tutkimuksen tuloksia (Berry, 1993.) Olettamuksien toteutumista tulee tarkastella tapauskohtaisesti ja pyrkiä ymmärtämään mistä poikkeama johtuu. Tässä kappaleessa tarkastelemme kappaleessa 4.3.3 ”Regressioanalyysin oletukset” esitettyjen oletusten toteutumista aineistossa.

Ensimmäisen oletuksen mukaan kaikkien selittävien muuttujien tulisi olla intervalliasaikollisia ja selitettävän muuttujan tulisi olla jatkuva, intervalliasaikollinen sekä vaihteluväliltään rajoittamaton. Tutkimuksessa selittävät muuttujat täyttävät oletuksen. Voimme päätellä aineiston luonteen perusteella, että selittävät muuttujat ja selitettävä muuttuja ovat jatkuvia ja intervalliasaikollisia, eli muuttujat voivat saada minkä tahansa arvon kahden arvon väliltä ja muuttujan muutos on vastaavan suuruinen jokaisella tarkasteltavalla yhtä suurelta välillä. Selitettävä muuttuja ei ole vaihteluväliltään täysin rajoittamaton, sillä vaihteluväli on rajoittamaton vain tarkasteltaessa kasvua, osakkeen arvo voi kasvaa loputtomasti, mutta se voi laskea vain 100 %:a.

Taulukko 7: Muuttujien tunnusluvut

Tunnusluku	Varianssi	MAX	MIN	Keskiarvo	VIF
ΔP	0,09	1,60	-0,80	-0,24	N/A
ΔFL	0,03	0,39	-0,75	-0,01	1,35
ΔTA	0,03	0,56	-0,84	0,05	1,45
ΔROE	3 756,72	351,20	-514,10	-7,92	1,21
ΔEPS	29 103,35	30,38	-1 821,00	-0,24	1,30
BETA	0,17	2,11	0,18	1,06	1,10
Hallitus	0,06	2,00	0,89	1,80	1,42
Valiokunnat	0,23	2,00	0,00	1,31	1,42
Johtoryhmä	0,10	2,00	0,67	1,80	1,10
Palkitseminen	0,00	2,00	1,67	1,99	1,14
Muu hallinnointi	0,04	2,00	1,00	1,87	1,05

Toinen oletus koskee varianssia, sillä minkään muuttujan varianssi ei saa olla nolla (Berry 1993). Yllä esitettyssä taulukossa 7 on tutkittu kaikkien tutkimuksessa käytettyjen muuttujien varianssia. Matalin varianssi on palkitsemista koskevalla osa-alueella. Varianssi ei kuitenkaan ole nolla, joten voidaan todeta, että oletus toteutuu. Matala varianssi kuitenkin kertoo, ettei aineistossa ole löy-

detty suuria eroja palkitsemista koskien. Tätä on tarkemmin käsitelty kappa-leessa 5.1.

Kolmas oletus liittyy multikollineaarisuuteen, eli selittävien muuttujien välillä ei saa olla täydellistä lineaarista yhteyttä (Berry, 1993). Multikollineaarisuus aiheuttaa ongelman regressioanalyysissä, sillä kahden tai useamman muuttujan välinen korrelaatio voi vääristää beta-kertoimia tietylle muuttujalle. Multikollineaarisuus voi tarkoittaa, että korreloivat selittävät muuttujat olisivat tilastollisesti merkittäviä, vaikka kyseiset selittävät muuttujat eivät olisi (Oke, Akinkunmi & Etebefia, 2022).

Seuraavalla sivulla esitetyssä taulukossa 8 on esitetty Spearmanin korrelaatiokertoimet, joiden avulla tarkastelemme muuttujien välisiä korrelaatioita.  $\Delta$ EPS Korreloi heikosti muuttujan  $\Delta$ TA ( $r_s = -0,242$   $n=110$   $p=0,011$ ), muuttujan BETA ( $r_s = -0,265$   $n=110$   $p=0,005$ ) kanssa. Vastaavasti korrelaatiota oli muuttujan  $\Delta$ FL ja  $\Delta$ ROE ( $r_s = -0,293$   $n=110$   $p=0,002$ ) sekä  $\Delta$ TA ( $r_s = 0,224$   $n=110$  ja  $p=0,019$ ) välillä. Heikkoa korrelaatiota oli myös  $\Delta$ EPS ja hallituksen muuttujan ( $r_s = -0,307$   $n=110$   $p=0,001$ ) sekä valiokuntien muuttujan ( $r_s = -0,365$   $n=110$   $p < 0,001$ ) välillä. Valiokunnan muuttuja korreloi lisäksi heikolla tasolla hallituksen muuttujan ( $r_s = 0,418$   $n=110$   $p < 0,01$ ) ja muun hallinnon muuttujan ( $r_s = 0,223$   $n=110$   $p=0,019$ ) kanssa. Tämän lisäksi heikkoa korrelaatiota oli palkitsemisen muuttujan sekä  $\Delta$ TA ( $r_s = 0,197$   $n=110$   $p=0,039$ ), että BETA muuttujan ( $r_s = 0,189$   $n=110$   $p=0,049$ ) välillä.

Koska heikkoa korrelaatiota muuttujien välillä löydettiin, tutkimuksessa tarkasteltiin multikollineaarisuutta aineistossa myös varianssi-inflaatiokertoimen avulla (eng. *Variance inflation factor*), mikä on tutkimuksessa tyypillisesti käytetty diagnostinen keino multikollineaarisuuden tarkasteluun. Varianssi-inflaatiokerroin, myöhemmin VIF, kertoo paljonko muuttujien välinen korrelaatio vaikuttaa muuttujaan. Yli viiden korrelaatiota pidetään merkinä multikollineaarisuudesta aineistossa (Jama, 2017). Taulukossa 7 on esitetty VIF-kertoimet selittäville muuttujille. Tarkastelussa korkein VIF-arvo on taseen loppusummalla 1,45. Täten kaikkien selitettävien muuttujien VIF-arvojen ollessa alle viisi, ei selitettävien muuttujien välillä ole multikollineaarisuutta.

Taulukko 8: Spearmanin korrelaatiokertoimet

Spearmanin korrelaatiokertoimet												
Muuttuja	Kertoimet	AEPS	AFI	AROE	ATA	BETA	Osa-alue: Hallitus	Osa-alue: Valiokunnat	Osa-alue: Johtoryhmä	Osa-alue: palkitseminen	Osa-alue: muu	
AEPS	Correlation Coefficient	1	0,078	0,068	-0,242*	-0,265**	-0,307**	-0,365**	-0,131	-0,184	-0,136	
	Sig. (2-tailed)	.	0,415	0,478	0,011	0,005	0,001	<0,001	0,172	0,054	0,155	
N		110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	
AFI	Correlation Coefficient	0,078	1	-0,293**	,224*	-0,175	-0,152	-0,102	0,047	0,118	0,051	
	Sig. (2-tailed)	.	.	0,002	0,019	0,002	0,113	0,29	0,625	0,221	0,6	
N		110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	
AROE	Correlation Coefficient	0,068	-0,293**	1	0,146	-0,012	-0,171	-0,112	0,102	-0,088	-0,178	
	Sig. (2-tailed)	0,478	0,002	.	0,127	0,898	0,074	0,245	0,289	0,361	0,062	
N		110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	
ATA	Correlation Coefficient	-0,242*	,224*	0,146	1	0,131	-0,086	0,153	-0,015	,197*	0,057	
	Sig. (2-tailed)	0,011	0,019	0,127	.	0,173	0,374	0,11	0,875	0,039	0,556	
N		110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	
BETA	Correlation Coefficient	-0,265**	-0,175	-0,012	0,131	1	0,095	0,087	0,034	,189*	-0,044	
	Sig. (2-tailed)	0,005	0,068	0,898	0,173	.	0,325	0,364	0,721	0,049	0,651	
N		110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	
Osa-alue: Hallitus	Correlation Coefficient	-0,307**	-0,152	-0,171	-0,086	0,095	1	<0,001	0,151	0,186	0,151	
	Sig. (2-tailed)	0,001	0,113	0,074	0,374	0,325	.	<0,001	0,114	0,052	0,116	
N		110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	
Osa-alue: Valiokunnat	Correlation Coefficient	-0,365**	-0,102	-0,112	0,153	0,087	,418**	1	0,003	0,044	,223*	
	Sig. (2-tailed)	<0,001	0,29	0,245	0,11	0,364	<0,001	.	0,978	0,651	0,019	
N		110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	
Osa-alue: Johtoryhmä	Correlation Coefficient	-0,131	0,047	0,102	-0,015	0,034	0,151	0,003	1	0,058	0,146	
	Sig. (2-tailed)	0,172	0,625	0,289	0,875	0,721	.	.	.	0,548	0,128	
N		110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	
Osa-alue: palkitseminen	Correlation Coefficient	-0,184	0,118	-0,088	,197*	,189*	0,186	0,044	0,058	1	-0,033	
	Sig. (2-tailed)	0,054	0,221	0,361	0,039	0,049	0,052	0,651	0,548	.	0,728	
N		110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	
Osa-alue: muu	Correlation Coefficient	-0,136	0,051	-0,178	0,057	-0,044	0,151	,223*	0,146	-0,033	1	
	Sig. (2-tailed)	0,155	0,6	0,062	0,556	0,651	0,116	0,019	0,128	0,728	.	
N		110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	

\* Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevää 0,05 tasolla (2-tailed).

\*\*Korrelaatio on tilastollisesti merkitsevää 0,01 tasolla (2-tailed).



Neljäs oletus käsittelee virhetermin keskiarvoa. Olettamuksen mukaan virhetermien tulisi asettua tasaisesti molemmiin puolin regressioyhtälöä. Keskiarvojen tulisi olla nolla. Nollasta poikkeava keskiarvo voi kertoa siitä, että selitettävän ja selittävien muuttujien yhteys toisiinsa ei ole todellisuudessa lineaarinen. Taulukossa 9 on esitelty virhetermistä tarkemmat tiedot. Huomataan, että virhetermin keskiarvo (eng. *mean*) on nolla, joten neljäs oletamus toteutuu.

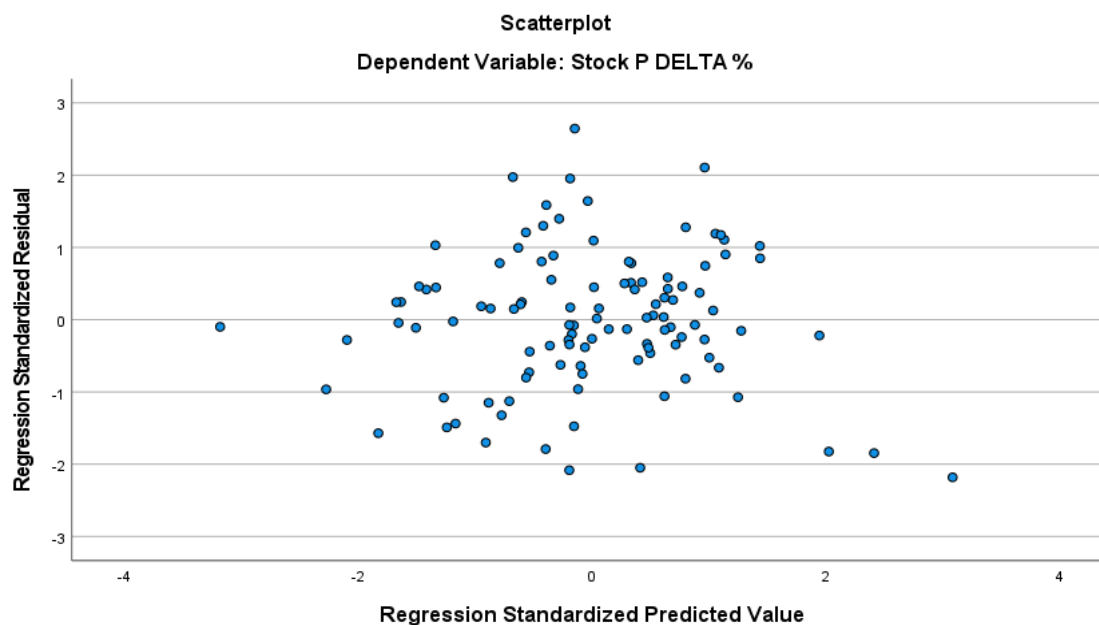
Taulukko 9: Residuaalien tiedot

Residuaalien statistiikka <sup>a</sup>					
	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Keskihajonta	N
Predicted Value	-66,1744%	10,7196%	-27,1818%	12,27399%	110
Residual	-42,27019%	51,27874%	0,00000%	18,47334%	110
Std. Predicted Value	-3,177	3,088	0,000	1,000	110
Std. Residual	-2,181	2,645	0,000	0,953	110

a. Selitettävä muuttuja:  $\Delta P$

Olettamus viisi käsittelee virhetermin korrelaatiota selitettävän muuttujan kanssa. Alla esitetyssä kuviossa 3 on esitetty virhetermi Y-akselilla ja selitettävä muuttuja X-akselilla. Kuvioista huomaamme virhetermin olevan suhteellisen sattumanvaraisesti jakautunut eri selitettävän muuttujan arvojen ympärille. Ei siis ole tunnistettavissa selkeää korrelaatioon viittaavaa muotoa. Olettamuksen kuusi mukaan virhetermin tulisi olla homoskedastinen, mikä tarkoittaa, että virhetermin tulisi olla tasaisesti jakautunut alla esitetyssä taulukossa. Huomaamme kuitenkin, että virhetermi ei ole täysin tasaisesti jakautunut, joten virhetermi on hieman heteroskedastinen. Kuvioista ei kuitenkaan ole tulkittavissa selkeää muotoa, minkä takia tutkimuksessa muuttujia ei ole korjattu. Heteroskedastisuus voi johtua esimerkiksi selittävästä tekijästä, mitä kontrollimuuttujissa ei ole huomattu.

Kuvio 3: Hajontakuvio regression residuaaleista

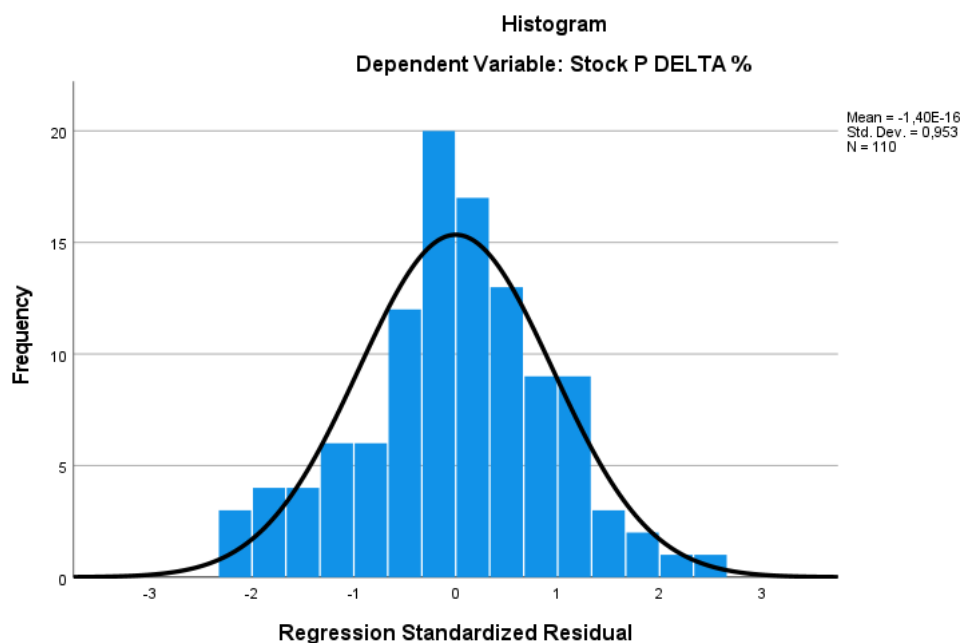


Seitsemännes oletus käsittelee autokorrelaatiota. Autokorrelaatiota aineistossa olemme tarkastelleet Durbin Watson-testin avulla. Testin tarkka tulos on esitetty kappaleessa 5.4 "Regressioanalyysin tulokset" taulukossa 7 "Mallin yhteenvedo". Durbin Watson -testin tulokseksi malli 2 sai 1,782, mikä ei indikoi autokorrelaatiota aineistossa. Tuloksen arvo 2 indikoisi, ettei aineistossa ole yhtään autokorrelaatiota ja 1,78 tarkoittaa, että aineistossa hieman ei-merkittävää positiivista autokorrelaatiota.

Viimeisen tarkasteltavan oletuksen mukaan residuaalien tulisi olla normaalisti jakautuneita. Kuviossa 4 esitetään aineistossa regressiomallin 2 residuaalien jakautuminen. X-akselilla on esitetty virhetermin arvo ja Y- akselilla monestiko virhetermi on saanut arvon. Kuvioista huomataan residuaalien jakautuvan suhteellisen normaalisti huomioiden kuitenkin aineiston koosta johtuvat lievät poikkeamat normaaliudesta. Voimme todeta oletuksen kahdeksan toteutuvan aineistossa.

Edellä esitetyn perusteella monimuuttujaregression perusolettamukset aineistossa toteutuvat. Huomioitava poikkeavuus liittyy residuaalien homoskedastisuuteen, missä residuaalien jakautuminen ei ollut täysin tasaista. Tutkimuksessa tämän ei kuitenkaan nähdä merkittävästi vaikuttavan tuloksien luotettavuuteen. Keskeinen syy, mistä heteroskedastisuus tutkimuksessa voi johtua, on kontrollimuuttujan puuttuminen. Tutkimuksessa on kuitenkin aiemman tutkimuksen perusteella valittu useista eri muuttujista parhaiten tarkastelukaudella muutosta selittäneet muuttujat.

Kuvio 4: Pylväsdiagrammi residuaalien jakautumisesta



## 5.4 Regressioanalyysin tulokset

Kappaleessa 4.3. esiteltiin tutkimuksessa käytetty regressiomalli, jossa oli mukana selitettävä muuttuja ja kaikki selittävät muuttujat. Kappaleessa 5.3 "Diagnostinen tarkastelu" havaittiin heikkoja korrelaatioita kappaleessa arvorelevanteiksi todettujen kontrollimuuttujien ja hallinnointiselvitystä kuvaavien muuttujien välillä. Tämän takia päätimme tarkastella taulukossa 10 erikseen myös pelkkiä hallinnointiselvitystä kuvaavia muuttujia.

Tässä kappaleessa tarkastelemme mallien selityskykyä. Taulukossa 10 on esitetty mallien yhteenveto. Taulukosta huomaamme, että mallin 2 korjattu selitysaste (eng. *Adjusted R square change*) on 23.6 %, eli selittävät muuttujat selittävät yhteensä 23.6 % osakekurssien muutoksista eli selitettävästä muuttujasta. Korjattu selitysaste kertoo tutkimuksessa siitä, kuinka hyvin mallissa olevat selittävät muuttujat pystyvät kuvaamaan muutosta selitettävässä muuttujassa. Mallin 1 korjattu selitysaste on -0,019, mikä kertoo, että pelkät hallinnonmuuttajat eivät selitä osakekurssin muutosta lähes ollenkaan.

Olemme tarkastelleet aiemmin regressiossa käytettyjen selittävien kontrollimuuttujien kykyä selittää osakekurssin muutosta ilman hallinnointiselvitykseltä tuotuja tunnuslukuja kappaleessa 5.2 "Kontrollimuuttujat ja selitettävä muuttuja". Huomaamme hallinnointiselvitykseltä tuotujen tunnuslukujen laskevan mallin selitysastetta 0,255:stä 0,236:en. Täten voimme todeta, ettei hallinnointia koskevista tunnusluvuista ainakaan kaikki paranna mallin selityskykyä.

Taulukko 10: Regressiomallien yhteenveto

Mallien yhteenveto <sup>c</sup>								
Malli	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics			Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	Sig. F Change	
1	,167 <sup>a</sup>	0,028	-0,019	22,38756%	0,028	0,596	0,703	
2	,553 <sup>b</sup>	0,306	0,236	19,38390%	0,278	7,946	0,000	1,782

a. Selittävät muuttujat, Osa-alue: muu, Osa-alue: palkitseminen, Osa-alue: Valiokunnat, Osa-alue: Johtoryhmä, Osa-alue: Hallitus

b. Selittävät muuttujat, Osa-alue: muu, Osa-alue: palkitseminen, Osa-alue: Valiokunnat, Osa-alue: Johtoryhmä, Osa-alue: Hallitus, ΔFL, BETA, ΔEPS, ΔROE, ΔTA

c. Selitettävä muuttuja: ΔP

Taulukossa 11 esitetyt varianssianalyysin tulokset kertovat sopiiko aiemmin esittämämme mallit tutkimuksen aineistoon. Toisin sanoen, onko malli tilastollisesti merkittävä. Tutkimuksessa arvioidaan tuloksien luotettavuutta 95 prosentin luottamusvälillä, tämä tarkoittaa, että tutkimuksessa riittää 95 prosentin varmuus siitä, että malli pystyy selittämään selitettävän muuttujan muutosta. Tämä on tutkimuksessa tyypillisesti käytetty luottamusväli (STAT 2020).

Koska alle 0,1 % merkittävyys on 95 % luottamusasteen rajoissa voidaan sanoa, että malli 2 on tilastollisesti merkittävä. Mallin 1 osalta merkittävyys on 0,703, minkä takia mallia ei voida pitää tilastollisesti merkittävänä. Tämä on yhdenmukaista aiemmin havaitulle negatiiviselle selitysasteelle, mikä kertoo, että malli selittää huonommin osakekurssin muutosta, kuin sattumanvarainen muuttuja.

Alla esitetty yhteenveto ei kuitenkaan kuvasta yksittäisten muuttujien selityskykyä, vaan kuvastaa koko mallin kykyä selittää muutosta selitettävässä muuttujassa. Yksittäisten muuttujien selityskykyä tarkastellaan myöhemmin tässä kappaleessa mallin 2 osalta. Regressiossa käytettyjen selittävien kontrollimuuttujien kykyä selittää osakekurssinmuutosta ilman hallinnointia kuvaavia muuttujia on tarkasteltu kappaleessa 5.2 "Kontrollimuuttujat ja selitettävä muuttuja". Aiemmassa kappaleessa todettiin, että kontrollimuuttujien selityskyky oli 0,255 ja malli sekä kaikki yksittäiset muuttujat olivat tilastollisesti merkittäviä.

Taulukko 11: Regressiomallien 1 ja 2 anovataulukko

Malli		ANOVA <sup>a</sup>				
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1493,663	5	298,733	0,596	,703 <sup>b</sup>
	Residual	52125,073	104	501,203		
	Total	53618,736	109			
2	Regression	16420,932	10	1642,093	4,370	<,001 <sup>c</sup>
	Residual	37197,804	99	375,735		
	Total	53618,736	109			

a. Selitettävä muuttuja:  $\Delta P$

b. Selittävät muuttujat, Osa-alue: muu, Osa-alue: palkitseminen, Osa-alue: Valiokunnat, Osa-alue: Johtoryhmä, Osa-alue: Hallitus

c. Selittävät muuttujat, Osa-alue: muu, Osa-alue: palkitseminen, Osa-alue: Valiokunnat, Osa-alue: Johtoryhmä, Osa-alue: Hallitus,  $\Delta FL$ ,  $BETA$ ,  $\Delta EPS$ ,  $\Delta ROE$ ,  $\Delta TA$

Taulukossa 12 on esitetty jokaiselle muuttujalle standardoitu beta-kerroin sekä merkittävyys. Näiden avulla pystymme arvioimaan muuttujakohtaisesti selityskykyä, sekä luotettavuutta. Taulukossa on esitetty sekä regressiomallin 1 ja 2 muuttujakohtainen standardoitu beta-kerroin sekä muuttujan tilastollinen merkitsevyys mallissa. Jokaisen muuttujan kykyä selittää muutosta, on arvioitu osana koko mallia.

Mallia yksi tarkasteltiin kontrollimuuttujien ja hallinnointiselvitystä kuvaavien muuttujien välisten heikkojen korrelaatioiden vuoksi. Vaikka malli kokonaisuutena ei ollut merkittävä voimme tarkastella tässä yhteydessä yksittäisten muuttujien merkittävyyksiä ja selityskykyä. Huomataan palkitsemisen, muun hallinnoinnin ja hallituksen osa-alueilla olevan negatiivinen standardoitu beta-kerroin, mikä kertoo negatiivisesta yhteydestä. Yhdenkään mallissa 1 esitetyn muuttujan selityskyky ei mallissa ollut tilastollisesti merkitsevää. Tutkimuksessa tämä kertoo, että vaikka korrelaatiota tiettyjen arvorelevanttien muuttujien kanssa oli havaittavissa, ei osakekurssin muutosta pystytty tilastollisesti merkitsevästi mittaamaan pelkkien hallinnointia kuvaavien muuttujien avulla.

Mallissa 2, missä otettiin mukaan kontrollimuuttujat regressioon, hallinnointiselvitystä kuvaavien muuttujien tilastollinen merkittävyys kasvoi. Kuitenkaan mikään hallinnointiselvitystä kuvaavista mittareista ei ole tilastollisesti merkitsevää. Täten vaikka malli kokonaisuutena on tilastollisesti merkitsevää, ei voida aineistoa kuvaavien tunnuslukujen osalta pitää mallia tilastollisesti merkitsevänä. Tämä siis tarkoittaa, ettei aineistoa kuvaavat muuttujat selitä tilastollisesti merkitsevästi osakekurssin muutoksen suuruutta selitettävässä muuttujassa.

Taulukko 12: Regressiomallien 1 ja 2 regressiokertoimet

Malli		Kertoimet <sup>a</sup>							
		Standardoimattomat kertoimet		Standardoitu kerroin	t	Sig.	Kollinearisuus statistiikka		
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	(Constant)	20,591	99,143		0,208	0,836			
	Osa-alue: Hallitus	-9,831	10,010	-0,108	-0,982	0,328	0,766	1,305	
	Osa-alue: Valiokunnat	5,078	4,889	0,112	1,039	0,301	0,808	1,238	
	Osa-alue: Johtoryhmä	7,847	6,749	0,114	1,163	0,248	0,971	1,030	
	Osa-alue: palkitseminen	-23,940	49,086	-0,048	-0,488	0,627	0,953	1,049	
	Osa-alue: muu	-1,638	10,305	-0,016	-0,159	0,874	0,968	1,033	
	2	(Constant)	7,871	88,337		0,089	0,929		
	Osa-alue: Hallitus	-1,813	9,046	-0,020	-0,200	0,842	0,703	1,422	
Osa-alue: Valiokunnat	1,846	4,535	0,041	0,407	0,685	0,704	1,420		
Osa-alue: Johtoryhmä	7,270	6,052	0,106	1,201	0,233	0,905	1,104		
Osa-alue: palkitseminen	-23,990	44,206	-0,048	-0,543	0,589	0,881	1,135		
Osa-alue: muu	5,528	9,005	0,053	0,614	0,541	0,951	1,052		
ΔROE	0,065	0,033	0,182	1,978	0,051	0,827	1,210		
ΔEPS	0,286	0,099	0,275	2,881	0,005	0,767	1,303		
ΔFL	-0,458	0,138	-0,323	-3,313	0,001	0,738	1,354		
ΔTA	0,637	0,127	0,505	5,014	0,000	0,690	1,448		
BETA	-9,722	4,849	-0,176	-2,005	0,048	0,907	1,103		

a. Selitettävä muuttuja: ΔP

## 5.5 Tulosten tulkinta

Aiemmassa kappaleessa 5.4 ”Regressioanalyysin tulokset” esiteltiin tutkimuksen tulokset. Tässä kappaleessa tutkimuksen tuloksia on peilattu alkuperäisiin, kappaleessa 4.1 ”Hypoteesien muodostaminen” esitettyihin hypoteeseihin. Vastaavasti on tarkasteltu havaintoja, joita aineistosta tehtiin tuloksien hankkimisen yhteydessä, sekä miten havainnot ovat kokonaisuudessaan yhteydessä luvuissa 2 ja 3 esitettyyn aiempaan tutkimukseen. Tutkimuksessa toteutui nolla-hypoteesi, eli minkään osa-alueen ja yhtiön arvon välillä ei löydetty suoraa yhteyttä.

$H_1$ : Hallinnointikoodin hallitusta käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon

Hallituksen osa-alueen tunnusluvun regressiokerroin oli kappaleessa 5.4 esitettyssä regressiomallissa 2 -0,02 ja tilastollinen merkitsevyys 0,842. Tutkimuksessa ei siis löydetty tilastollisesti merkittävää yhteyttä hallinnointiselvityksen hal-

litusta käsittelevän osa-alueen ja yhtiön arvon välillä. Tulos on yhdenmukainen myös mallissa 1 esitetyn kanssa.

Tulos ei tutkimuksessa kerro, miksei hallituksen tunnusluvun ja osakekurssin muutoksen välillä ole yhteyttä. Kuitenkin tarkasteltaessa taulukossa 2 esitettyjä suosituksia huomataan suosituksia 7, 12 ja 13 lukuun ottamatta suomalaisista pörssiyhtiöistä valtaosan noudattavan ja raportoivan hallinnointiselvityksellä hallituksesta kattavasti. Aiemmassa tutkimuksessa arvorelevanteiksi tunnistettuja hallitusten ominaisuuksia, monimuotoisuutta, kokoonpanoa ja riippumattomuutta, kuvattiin hallinnointikoodin suosituksissa 8, 9 ja 10. Taulukossa 2 esitetyn perusteella suosituksia noudattaa yli 90 % suomalaisista yrityksistä.

Aineiston perusteella voidaan todeta, että Suomessa hallituksen osa-alueen puolesta hallinnointikoodia noudatetaan valtaosassa yrityksiä. Hypoteesi 1 ei kuitenkaan tutkimuksessa toteudu, joten yhtiöiden osakekurssin muutosta ja hallitusta koskevassa osa-alueessa annetulla tiedolla ei ollut yhteyttä. Tulos on osittain yhdenmukainen osan aiemmasta tutkimuksesta kanssa, kuten Ullah ym. (2021) ja Aggarwal ja Vintila (2016). Vastaavilta markkinoilta on myös löydetty yhteyttä tiettyjen hallinnon aspektien ja yhtiön arvon väliltä (Goncharov ym., 2006).

Regression diagnostisessa tarkastelussa huomattiin hallituksen muuttujan kuitenkin korreloivan heikosti, mutta tilastollisesti merkittävästi osakekohtaisen tuloksen kanssa. Havainto oli yhdenmukainen Rose (2016) tutkimukseen, jossa löydettiin vastaavaa korrelaatiota hallitusta kuvaavien muuttujien ja tuloksen välillä. Tutkimuksessa korrelaatio oli kuitenkin heikkoa, eikä mallissa 1, johon ei sisällytetty kontrollimuuttujia, pystytty näyttämään suoraa yhteyttä yhtiön arvoon.

*H<sub>2</sub>: Hallinnointikoodin valiokuntia käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

Valiokuntia käsittelevän tunnusluvun regressiokerroin oli kappaleessa 5.4 esitetyn mallin 2 mukaisesti 0,41. Tilastollinen merkitsevyys oli 0,685 eli tutkimuksen luottamusvälin ulkopuolella. Tuloksien perusteella ei siis voida esittää tilastollisesti merkittävää yhteyttä valiokuntia käsittelevän tunnusluvun ja yhtiön osakekurssin kehityksen välillä. Vastaavan johtopäätöksen voimme tehdä myös mallin 1 perusteella. Hypoteesi 2 ei siis toteudu tutkimuksessa.

Tulos on linjassa aiemman tutkimuksen kanssa osittain (Ullah ym., 2021; Aggarwal & Vintila, 2016). Aiempi tutkimus valiokuntien arvorelevanssiin on kuitenkin rajallisempaa, kuin muihin hallinnon osa-alueisiin. Tulosta tulkitessa täytyy huomioida myös menetelmä, jota indeksoinnissa on käytetty. Valiokuntien tunnusluvussa valiokunnilla on sama painoarvo eikä siten voida perustella, onko tietyn valiokunnan osalta olettaus totta. Toisin sanoen hypoteesi ei toteudu hallinnointikoodin valiokuntia käsittelevän osa-alueen osalta kokonaisuudessaan.

Tutkimuksessa huomattiin kuitenkin valiokuntien osa-alueen korreloivan heikolla tasolla osakekohtaisen tuloksen muutoksen kanssa. Havaintoa ei ollut aiemmin tarkastellussa tutkimuksessa tehty. Aiemmassa tutkimuksessa on osa-

kekohtaisen tuloksen näytetty olevan vahvasti arvorelevantti talouden tunnusluku (Barton ym., 2010). Mallissa 1 regressio tehtiin ilman osakekohtaisen tuloksen muuttujaa, eikä mallissa 1 löydetty yhteyttä valiokuntien osa-alueen ja yhtiön arvon välillä.

*H<sub>3</sub>: Hallinnointikoodin toimitusjohtajaa ja muuta johtoa käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

Johtoryhmää koskevan tunnusluvun regressiokerroin oli kappaleessa 5.4 esitetyn mallin 2 mukaisesti 0,106. Tuloksen tilastollinen merkitsevyys oli 0,233 eli tulos ei ollut tilastollisesti merkitsevä. Merkitsevyyden puolesta johtoryhmää koskeva tunnusluku oli tilastollisesti merkitsevin tarkastelluista hallinnointiselvityksen eri osa-alueita kuvaavista tunnusluvuista. Hypoteesi 3 ei kuitenkaan toteudu tutkimuksen luottamusvälin puitteissa.

Tulos on osittain linjassa aiemman tutkimuksen kanssa (Ullah ym., 2021; Aggarwal & Vintila, 2016). Johtoryhmää koskevista suosituksista on aiemmin tutkittu merkittävästi ainakin toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolien eriyttämisen osalta. Tutkimuksen tulos oli yhdenmukainen Baliga ym. (1996) tutkimuksen kanssa.

*H<sub>4</sub>: Hallinnointikoodin palkitsemista käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

Palkitsemista koskevan tunnusluvun regressiokertoimeksi tutkimuksessa kappaleessa 5.4 esitellyssä regressiomallissa 2 saatiin 0,048. Palkitsemista koskevan tunnusluvun tilastollinen merkitsevyys oli 0,589. Vastaavasti myös mallissa 1 esitetty yhteys ei ollut tilastollisesti merkitsevä. Hypoteesi neljä ei siis tutkimuksessa toteudu tutkimuksen luottamusvälin puitteissa.

Palkitsemista koskevan tunnusluvun osalta keskeinen seikka harkita on hallinnointikoodin käyttö indeksin runkona. Kuten aiemmin kappaleessa 5.1 käytiin läpi, hallinnointikoodin suhteellisen yleisesti pätevien suositusten takia ei aineistossa saatu merkittäviä eroja palkitsemisen osalta yhtiöiden välillä. Matala varianssi ja korkea keskiarvo vastauksissa kertoo myös siitä, että suomalaisten pörssi-yhtiöiden palkitsemista koskeva hallinnointi on korkealla tasolla.

*H<sub>5</sub>: Hallinnointikoodin muuta hallintoa käsittelevällä osa-alueella on yhteyttä yhtiön arvoon*

Muuta hallintoa käsittelevän osa-alueen regressiokertoimeksi saatiin kappaleessa 5.4 esitetyssä regressiomallissa 2 0,053. Tulos ei kuitenkaan tutkimuksen luottamusvälillä ollut tilastollisesti merkittävä. Tuloksen merkittävyydeksi saatiin 0,541. Johdonmukaisesti myöskään regressiomallissa 1 ei löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Täten hypoteesi viisi ei tutkimuksessa toteutunut. Tulos on ristiriidassa hallinnoinnin sisäisen valvonnan ja riskien hallinnan



aiemman tutkimuksen osioissa esitetyille arvorelevanteille mekanismeille (Hoyt ym., 2011; Lee, 2019).

*H<sub>0</sub>: Hallinnointikoodin osa-alueilla ei ole yhteyttä yhtiön arvoon*

Tutkimuksessa emme löytäneet kummallakaan käytetyistä malleista minkään osa-alueen ja yhtiön arvon välillä tilastollisesti merkittävää yhteyttä. Täten tutkimuksessa toteutuu nollahypoteesi. Tämä havainto on yhdenmukainen Tshipa ym. (2018), Nobanee ja Nejla (2022), Ullah ym. (2021) ja Aggarwal ja Vintila (2016) tutkimuksissa esitettyjen johtopäätösten kanssa. Kappaleessa 6.1 ”Johtopäätökset” on tarkemmin arvioitu tuloksen merkitystä jatkotutkimuksen ja tutkimuksen rajoitusten puitteissa.

## 6 JOHTOPÄÄTÖKSET

### 6.1 Johtopäätökset tutkimustuloksista

Tutkimuksessa tarkasteltiin suomalaisten pörssiin listattujen yhtiöiden hallinnointiselvitysten yhteyttä yhtiön arvoon. Hallinnointiselvityksen laatua mitattiin osa-alueittain hallinnointikoodin suosituksista luodun indeksin avulla monimuuttujaregressiossa selittäen yhtiön arvon muutosta vuoden ajalta. Datana tutkimuksessa oli kaikki yhtiöt, joilla oli vuoden 2022 ajan arvopaperi listattuna Helsingin pörssissä. Datasta rajattiin kappaleessa 5.1 esitetyin ehdoin pois yhtiöitä ja lopullinen hallinnointiselvitystä koskeva data kerättiin yhteensä 113 yhtiötä koskien ja regressiossa yhtiöitä oli outlierien poistamisen jälkeen yhteensä 110.

Regressioanalyysissä tarkastelimme kahta eri mallia. Malli 1 koostui pelkistä hallinnointikoodin perusteella luoduista osa-alueista kuvaavista selittävästä muuttujista. Mallissa kaksi kontrolloimme keskeisimmät aiemman arvorelevanssitutkimuksen perusteella tunnistetut taloudelliset tekijät, joilla oli aineistossa vahvin yhteys yhtiön arvoon. Perustuen kappaleessa 4.1 muodostettuihin hypoteeseihin tulkitsimme regressioanalyysin tuloksia, joista johdamme tässä kappaleessa johtopäätöksen.

Tutkimuksessa hypoteesi 0 toteutui tarkoittaen, että tutkimuksessa ei löydetty yhteyttä yhtiön hallinnointiselvityksen eri osa-alueiden ja yhtiön arvon välillä. Täten regressioanalyysin perusteella ei pystytty näyttämään yhteyttä hallinnointiselvityksen yhdenkään osa-alueen ja yhtiön arvon välillä tarkoittaen, ettei hallinnointiselvityksen avulla pystytä selittämään tutkimuksessa käytetyn mittarin avulla pörssikurssien muutosta. Tutkimuksen tulokset ovat aiemmassa tutkimuksessa Ullah ym. (2021) ja Aggarwal ja Vintila (2016) esittämien havaintojen kanssa yhdenmukaiset. Tutkimus ei kuitenkaan ole yksimielistä ja tutkimuksen tuloksiin verrattuna osittain ristiriitaisia havaintoja on aiemmassa tutkimuksessa esittänyt Goncharov ym. (2006) ja Rose (2016).

Tutkimuksessa kuitenkin löydettiin hallinnointiselvityksen osa-alueiden, hallituksen, valiokuntien ja palkitsemisen muuttujien välillä heikkoja korrelaatioita arvorelevanteiksi näytettyjen taloudellisten muuttujien välillä. Tarkoit-

taen, että hallinnointiselvityksellä esitetyllä tiedolla on heikko yhteys yhtiön taloudellisiin muuttujiin. Tämä osittain tukee Rose (2016) esittämiä johtotuloksia liittyen yhteyteen yhtiön tehokkuuden ja hallinnointiselvityksellä esitetyn välillä.

Hallituksen ja valiokuntien osa-alueilla näytettiin olevan tilastollisesti merkittävä heikko negatiivinen yhteys osakekohtaiseen tulokseen. Palkitsemista koskevalla muuttujalla näytettiin olevan heikko positiivinen yhteys betan ja taseen loppusumman muutoksen kanssa. Korrelaatioiden takia tutkimuksessa tarkasteltiin mallissa 1 yhteyttä yhtiön arvon ja pelkkien hallinnointiselvityksen muuttujien välillä. Malli 1 ei pystynyt tilastollisesti merkitsevästi kuvailemaan osakekurssin muutosta, vahvistaen mallissa 2 saatujen tulosten luotettavuutta.

Edellä esitettyjen tuloksien valossa tutkimuksen perusteella suomalaisten pörssiyritysten hallinnointiselvityksen eri osa-alueet eivät ole arvorelevantteja. Hallinnointiselvityksen tietojen avulla ei voida tutkimuksen tuloksien perusteella arvioida sijoittajan tuottoja suomalaisissa pörssiyrityksissä. Tutkimuksen tuloksien soveltamiseen liittyy tiettyjä rajoitteita, joita tulee harkita tapauskohtaisesti. Emme esitä tutkimuksen perusteella hallinnointiselvitysten olevan arvotonta raportointia. Hallinnointiselvityksen arvorelevanssia on tutkimuksessa arvioitu yhdellä indeksillä ja yhdestä näkökulmasta. Täten tutkimuksen tuloksia soveltaessa tulee huomioida kappaleessa 6.2 ”Tutkimuksen reliabiliteetti ja validiteetti” esitetyt rajoitukset tutkimuksessa.

Hallinnointiselvitysten merkityksestä Suomen markkinoilla ja yhteiskunnassa on tutkimusta hyvin rajallisesti ja jatkotutkimusta tarvitaan hallinnointiselvitysten todellisen merkityksen arvioimiseksi. Erityisesti hallinnointiselvityksen tarkastelu legitimizeetti- ja sidosryhmänäkökulmasta avaa mielenkiintoisia aiheita jatkotutkimukselle. Myös tuleva kestävyysraportointi hallinnoinnin näkökulmasta sekä uudistus hallinnointikoodiin luo uusia mahdollisuuksia jatkotutkimukselle arvioida muutoksia hallinnointiselvityksen arvorelevanssissa.

Tutkimuksen tulokset lisäävät aiempaan alati kasvavaan arvorelevanssi-tutkimukseen sekä hallinnointia koskevaan tutkimukseen. Erityisesti lisäten tietoa koskien Suomen markkina-aluetta. Alan harjoittajille tutkimus kertoo hallinnointiselvityksen merkityksestä sijoittajille, täten lisäten tietoa siitä miten sijoittajat arvostavat hallinnointiselvityksellä esitettyä informaatiota.

## **6.2 Tutkimuksen reliabiliteetti ja validiteetti**

Tutkimusta tehdessä ja suunniteltaessa on tehty päätöksiä, millä on vaikutusta siihen, miten tutkimuksen tuloksia tulisi tarkastella ja millaisia johtopäätöksiä tutkimuksen tuloksista voidaan tehdä. Tutkimuksessa tulosten arviointiin liittyy keskeisesti kaksi näkökulmaa. Ensimmäiseksi miten luotettavia ja toistettavia tuloksia on tutkimuksessa saatu ja toiseksi se, miten hyvin tutkimuksen tulokset vastaavat tutkimuskysymykseen. Tutkimuksessa on arvioitu näiden va-  
lintojen vaikutuksia reliabiliteetin ja validiuden näkökulmasta.

Reliabiliteetilla tutkimuksessa tarkoitetaan sitä, miten hyvin tutkimuksen tulokset ovat toistettavissa (Hirsijärvi ym., 1997, s. 213). Kvantitatiivisessa tutkimuksessa on kehitetty myös erilaisia tilastollisia menetelmiä, joilla pystytään testaamaan käytetyn mallin luotettavuutta (Hirsijärvi ym., 1997, s. 213). Tässä tutkimuksessa tarkastelimme kappaleessa 5.3 ”Diagnostinen tarkastelu” regressioanalyysin tuloksien luotettavuuteen liittyviä mittareita. Emme löytäneet merkittäviä poikkeamia oletuksista.

Kuitenkin myös toinen seikka, mitä luotettavuuden osuudessa tulee huomioida, on se miten toistettavia mittaustulokset ovat (Hirsijärvi ym., 1997, s.213). Tutkimuksessa taloustiedot on haettu yleisesti tutkimuksessa luotettaviksi nähdyistä tietokannoista. Täten ei nähdä taloustietojen osalta datan luotettavuudessa olevan rajoitteita. Kuitenkin hallinnointikoodin suositusten perusteella tehdyt muuttujat voivat kärsiä subjektiivisuudesta. Tutkimuksessa tätä on kuitenkin minimoitu perustamalla muuttujat hallinnointikoodiin ja antamalla kaikille suosituksille mittarissa sama painoarvo. Myös suosituksen tulkinta pisteytyksestä tehdessä voi olla virheellinen. Tutkimuksessa kuitenkin on käytetty hallinnointikoodissa muualla annettuja vaatimuksia tulkinnanvaraisten suositusten arvosteluun. Täten nähdään subjektiivisuuden mittaustuloksia haettaessa olleen minimoitu.

Tutkimuksen validius tarkoittaa tutkimuksessa käytettyjen mittareiden ja tutkimusmenetelmän kykyä vastata tutkimuksen tutkimuskysymykseen (Hirsijärvi ym., 1997, s. 213–215). Tutkimuksessa käytetty menetelmä eli lineaarinen monimuuttujaregressioanalyysi on hyvin tyypillinen arvorelevanssitutkimuksessa käytetty menetelmä (Brown, Lo & Lys, 1998). Tutkimuksen menetelmässä ei siis nähdä ongelmaa arvorelevanssin mittaamiselle. Kuitenkin tutkimuksessa menetelmässä käytettyjen mittareiden pätevyys on rajallinen. Tutkimus mittaa hallinnointiselvityksen arvorelevanssia nimenomaan hallinnointikoodin suositusten kautta. On kuitenkin mahdollista, että toinen asia hallinnointiselvityksellä on sijoittajan näkökulmasta merkittävä. Täten, jos tätä asiaa ei suosituksissa ole mainittu, ei sitä myöskään ole tutkimuksessa mitattu.

Suosituksien osalta on myös toinen aspekti, mikä saattaa heikentää tulosten validiutta, on mittareiden jakaminen osa-alueittain. Koska yhdessä osa-alueessa on huomioitu useamman eri suosituksen pisteluku, voi yksi arvorelevantti suositus jäädä muiden ei-relevanttien suositusten takia huomaamatta. Tutkimuksessa tämä ongelma lähtökohtaisesti johtuu aineiston koosta. Suomessa listattujen yhtiöiden määrä on rajallinen, joka rajoittaa malliin otettavien muuttujien mahdollista määrää (Metsämuuronen, 2008, s. 88). Täten tutkimuksessa saadut tulokset kertovat yleisellä tasolla eri osa-alueiden arvorelevanssista, eikä yksittäisten suositusten arvorelevanssista.

Tutkimuksessa on myös muita rajoittavia tekijöitä. Tutkimuksessa aineiston laajuus on yksi merkittävä tekijä. Aineistoa on kerätty yhdeltä vuodelta ja yhteensä 110 yhtiötä on sisällytetty regressioon. Tarkoittaen, että tuloksia tulee tarkastella sen vuoden kontekstissa, jona aineisto on kerätty. Pieni 110 yhtiön määrä voi myös näkyä tulosten diagnostisen tarkastelun haasteina. Esimerkiksi outliereilta näyttäivät tapaukset voivat paljastua merkittävimmiksi joukoiksi

otoksen kasvaessa. Vastaavasti erilaisissa jakaumissa voi suuremmalla otoksella paljastua muutoksia.

Rajoitukset huomioiden tutkimuksessa saadut tulokset soveltuvat tutkimuskysymyksiin vastaamiseen. Tutkimuksen johtopäätöksiä lukiessa tulee kuitenkin huomioida erityisesti indeksin muodostamisessa käytetty menetelmä. Indeksini yli sadan havainnon otoskoolla saadaan kuitenkin regressioanalyysissä luotettavia tuloksia huomioiden markkinan koon.

## 7 LÄHTEET

- Aggarwal, Ş. C., & Vintilă, G. (2016). Comply or Explain Approach and Firm Value on the Bucharest Stock Exchange. In M. H. Bilgin & H. Danis (Eds.), *Entrepreneurship, Business and Economics - Vol. 2* (pp. 139–155). Springer International Publishing. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-27573-4\\_9](https://doi.org/10.1007/978-3-319-27573-4_9)
- Al-Issa, N., Audil, R. K., Jreisat, A., Al-Mohamad, S., Fahl, D., & Limani, E. (2022). Impact of environmental, social, governance, and corporate social responsibility factors on firm's marketing expenses and firm value: A panel study of US companies. *Cogent Business & Management*, 9(1) doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1080/23311975.2022.2135214>
- Arvopaperimarkkinayhdistys (2023). Hallinnointikoodin päivittäminen alkaa. Arvopaperimarkkinayhdistys. Haettu 15.10.2023 osoitteesta: <https://www.cgfinland.fi/2023/hallinnointikoodin-paivittaminen-alkaa/>
- Bae, S., Masud Ph.D., Md. A., & Kim, J. D. (2018). A Cross-Country Investigation of Corporate Governance and Corporate Sustainability Disclosure: A Signaling Theory Perspective. *Sustainability*, 10, 2611. <https://doi.org/10.3390/su10082611>
- 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://www.jstor.org/stable/2486936>
- Balsam, S., & Lipka, R. (1998). Share prices and alternative measures of earnings per share. *Accounting Horizons*, 12(3), 234–249. Retrieved from <https://www.proquest.com/scholarly-journals/share-prices-alternative-measures-earnings-per/docview/208924474/se-2>
- Baruch, L., & Zarowin, P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 353–385. <https://doi.org/10.2307/2491413>
- Baruch, L., (1989). On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 27, 153–192. <https://doi.org/10.2307/2491070>
- Baruch, L., & Thiagarajan, S. R. (1993). Fundamental Information Analysis. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 190–215. <https://doi.org/10.2307/2491270>

- Barth, M. E., Li, K., & McClure, C. G., (2018). Evolution in Value Relevance of Accounting Information. *The Accounting Review* 1 January 2023; 98 (1): 1–28. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0521>
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 77–104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Barton, J., Hansen, T. B., & Pownall, G. (2010). Which performance measures do investors around the world value the most-and why? *The Accounting Review*, 85(3), 753-789. Retrieved from <https://www.proquest.com/scholarly-journals/which-performance-measures-do-investors-around/docview/347817528/se-2>
- Beaudoin, C. A. (2008). Earnings management: The role of the agency problem and corporate social responsibility (Doctoral dissertation, Drexel University).
- Belo, F., Lin, X., & Vitorino, M. A. (2014). Brand capital and firm value. *Review of Economic Dynamics*, 17(1), 150–169. <https://doi.org/10.1016/j.red.2013.05.001>
- Berry, W. D. (1993). Understanding regression assumptions. SAGE Publications, Inc., <https://doi.org/10.4135/9781412986427>
- Bokpin, A. G., (2013), Determinants and value relevance of corporate disclosure : Evidence from the emerging capital market of Ghana, *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 14 No. 2, pp. 127-146. <https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1108/09675421311291883>
- Borhan, U. B., Cheema, M. A., & Man, Y. (2021). Risk committee, corporate risk-taking and firm value. [Risk committee, risk-taking and firm value] *Managerial Finance*, 47(3), 285-309. doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1108/MF-07-2019-0322>
- Bozec, R. and Bozec, Y. (2012), The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence. *Can J Adm Sci*, 29: 79-98. <https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1002/cjas.201>
- Brick, I. E., & Chidambaran, N. K. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 533–553. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.06.003>
- Brown, S., Lo, K., & Lys, T. Z. (1998). Use of R-Squared in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance Over the Last Four Decades (SSRN Scholarly Paper 141056). <https://doi.org/10.2139/ssrn.141056>
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005>
- Buertey, S., Sun, E.-J., Lee, J. S., & Hwang, J. (2020). Corporate social responsibility and earnings management: The moderating effect of corporate governance mechanisms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 256–271. <https://doi.org/10.1002/csr.1803>

- Cai, C. X., Hillier, D., Tian, G., & Wu, Q. (2015). Do audit committees reduce the agency costs of ownership structure? *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 225–240. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.01.002>
- Certo, S. T., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Signaling Firm Value through Board Structure: An Investigation of Initial Public Offerings. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26(2), 33-50. <https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1177/104225870102600202>
- Chandra, U., & Ro, B. T. (2008). The role of revenue in firm valuation. *Accounting Horizons*, 22(2), 199-222. Retrieved from <https://www.proquest.com/scholarly-journals/role-revenue-firm-valuation/docview/208923683/se-2>
- Chou, H.-I., Chung, H., & Yin, X. (2013). Attendance of board meetings and company performance: Evidence from Taiwan. *Journal of Banking & Finance*, 37(11), 4157–4171. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.028>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67. <https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1177/0149206310388419>
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 431–468. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.09.004>
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>,
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39–67. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- COSO. (2013). Internal control – integrated framework Executive Summary. Luettu 3.12.2023. Haettu osoitteesta: <https://www.coso.org/Documents/990025P-Executive-Summary-final-may20.pdf>
- Dutta, S., & Gigler, F. (2002). The Effect of Earnings Forecasts on Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 631–655. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00065>
- Euroopan komissio. (2023). Corporate sustainability reporting. Luettu 3.12.2023. Haettu osoitteesta: [https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting\\_en](https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en)
- 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>
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307. <http://www.jstor.org/stable/1837292>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301–325. <http://www.jstor.org/stable/725104>



- Firmansyah, A., Husna, M. C., & Putri, M. A. (2021). Corporate Social Responsibility Disclosure, Corporate Governance Disclosures, and Firm Value in Indonesia Chemical, Plastic, and Packaging Sub-Sector Companies. *Accounting Analysis Journal (AAJ)*, 10(1), 9–17. <https://doi.org/10.15294/aaaj.v10i1.42102>
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2003). The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to Earnings) Performance Measures for Returns\*. *Contemporary Accounting Research*, 20(1), 121–164. <https://doi.org/10.1506/XVQV-NQ4A-08EX-FC8A>
- Gitahi, J., (2019). Value Relevance of Corporate Governance Disclosure in Annual Reports: Evidence from Listed Banks in Kenya, *European Scientific Journal, ESJ*, 15(34), 273. <https://doi.org/10.19044/esj.2019.v15n34p273>
- Goncharov, I., Werner, J. R., & Zimmermann, J. (2006). Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An empirical analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 432–445. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00516.x>
- Gowry, Y., Soobaroyen, T., & Agathee, U. S. (2023). Exploring the quality of corporate governance disclosure under an “apply and explain” regime. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, ahead-of-print(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/CG-07-2022-0297>
- Green, D., & Roberts, G. (2012). Transformational leadership in a postmodern world: The presidential election of Barack Obama. *Academy of Strategic Management Journal*, 11, 9–26.
- Griffith, J. M. (1999). CEO Ownership and Firm Value. *Managerial and Decision Economics*, 20(1), 1–8. <https://www.jstor.org/stable/3108210>
- Ha, N. M., & Tai, L. M. (2017). Impact of capital structure and cash holdings on firm value: Case of firms listed on the ho chi minh stock exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1) Retrieved from <https://www.proquest.com/scholarly-journals/impact-capital-structure-cash-holdings-on-firm/docview/1865226992/se-2>
- Haj-Salem Issal, Damak, A. S., & Khaled, H. (2020). The joint effect of corporate risk disclosure and corporate governance on firm value. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17(2-3), 123-140. doi:<https://doi.org.ezproxy.jyu.fi/10.1057/s41310-020-00079-w>
- Hallinnointikoodi (1997) Hallinnointikoodi. Luettu 3.12.2023. Haettu osoitteesta: <https://cgfinland.fi/hallinnointikoodit/>
- Hallinnointikoodi (2003) Hallinnointikoodi. Luettu 3.12.2023. Haettu osoitteesta: <https://cgfinland.fi/hallinnointikoodit/>
- Hallinnointikoodi (2020) Hallinnointikoodi. Luettu 3.12.2023. Haettu osoitteesta: <https://cgfinland.fi/hallinnointikoodit/>
- Hirsijärvi, S., Remes, P. & Sajavaara P. (1997) Tutki ja kirjoita (11. Painos) Helsinki: kustannusosakeyhtiö Tammi
- Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2011). The Value of Enterprise Risk Management. *The Journal of Risk and Insurance*, 78(4), 795–822. <https://www.jstor.org/stable/41350401>

- Huang, C.-J. (2010). Corporate governance, corporate social responsibility and corporate performance. *Journal of Management and Organization*, 16(5), 641–655.  
<https://www.proquest.com/abicomplete/docview/853888474/abstract/211681696C0D41F0PQ/9>
- Huber, W. D. & DiGabriele, J. A. (2021). Corporate governance and disclosure: purpose, scope, and limitations. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(2), 153–160. <https://doi.org/10.1057/s41310-021-00103-7>
- Ibrahim, M. Y., Ahmad, A. C., & Khan, M. A. (2017). Does corporate governance mechanism improve shareholder value? A panel analysis of malaysian listed companies. *Global Business and Management Research, Suppl.Special Issue*, 9(1), 15-27. Retrieved from <https://www-proquest-com.ezproxy.jyu.fi/scholarly-journals/does-corporate-governance-mechanism-improve/docview/1903428951/se-2>
- Jama I. Daoud (2017). Multicollinearity & Regression Analysis. *Journal of Physics: Conference Series* 949 012009. <https://doi.org/10.1088/1742-6596/949/1/012009>
- Jelinek, K., & Stuerke, P. S. (2009). The nonlinear relation between agency costs and managerial equity ownership: Evidence of decreasing benefits of increasing ownership. *International Journal of Managerial Finance*, 5(2), 156–178. <https://doi.org/10.1108/17439130910947886>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- 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.
- Jokivuori, P. & Hietala, R. (2015). Määrällisiä tarinoita: Monimuuttujamenetelmien käyttö ja tulkinta. Docendo.
- Kanapathippillai, S., Gul, F., Mihret, D., & Muttakin, M. B. (2019). Compensation committees, CEO pay and firm performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 101187. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101187>
- Khan, A., Muttakin, M. B., & Siddiqui, J. (2013). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Evidence from an emerging economy: JBE. *Journal of Business Ethics*, 114(2), 207–223. doi:<https://doi.org/10.1007/s10551-012-1336-0>
- Koerniadi, H., & Tourani-Rad, A. (2012). Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(2), 3–18. <https://doi.org/10.14453/aabf.v6i2.2>
- Kubíček, A., Štamfestová, P., & Strouha, J. (2016). CROSS-COUNTRY ANALYSIS OF CORPORATE GOVERNANCE CODES IN THE EUROPEAN UNION. *Economics & Sociology*, 9(2), 319–337. [https://www.economicsociology.eu/files/ES\\_9\\_2\\_Kubicek\\_Stamfestova\\_Strouhal.pdf](https://www.economicsociology.eu/files/ES_9_2_Kubicek_Stamfestova_Strouhal.pdf)

- Lee, H.-A. (2019). The effect of internal control environment on the value relevance of earnings. *Investment Management and Financial Innovations*, 16, 182-194. [https://doi.org/10.21511/imfi.16\(2\).2019.16](https://doi.org/10.21511/imfi.16(2).2019.16)
- Lee, S. K., Bosworth, W., & Kudo, F. (2016). Compensation committees: Independence and firm performance. *Managerial Finance*, 42(1), 23-33. doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1108/MF-10-2015-0263>
- Mak, Y. T., & Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), 301-318. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.09.002>
- Maksy, M. M. (2017). Is free cash flow value relevant? the case of the U.S. consumer discretionary sector. *Journal of Accounting and Finance*, 17(5), 114-123. Retrieved from <https://www.proquest.com/scholarly-journals/is-free-cash-flow-value-relevant-case-u-s/docview/1967314182/se-2>
- Maksy, M. M. (2016). Is free cash flow value relevant? the case of the information technology industry. *Journal of Accounting and Finance*, 16(5), 73-84. Retrieved from <https://www.proquest.com/scholarly-journals/is-free-cash-flow-value-relevant-case-information/docview/1860724707/se-2>
- Maksy, M. M. (2015). Is free cash flow value relevant? the case of the U.S. industrial sector. *Journal of Accounting and Finance*, 15(5), 85-94. Retrieved from <https://www.proquest.com/scholarly-journals/is-free-cash-flow-value-relevant-case-u-s/docview/1727398419/se-2>
- Mattila M. (2003) Regressioanalyysi. Teoksessa Kvantitatiivisen tutkimuksen verkkokäsikirja. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoaarkisto Markus Kaakinen & Noora Ellonen. <<https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/>>. Viitattu 5.10.2022
- Metsämuuronen, J. (2008). Monimuuttujamenetelmien perusteet (2. uud. p.). International Methelp Ky.
- Miller, T., & Del Carmen Triana, M. (2009). Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity-Firm Performance Relationship. *Journal of Management Studies*, 46(5), 755-786. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00839.x>
- Mujeeb Saif Mohsen Al-Absy, & Nada, H. A. (2023). The interaction effect of nomination Committee's effectiveness on board of directors' characteristics and firm performance. *Administrative Sciences*, 13(5), 135. doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.3390/admsci13050135>
- Nerantzidis, M., & Tsamis, A. (2017). Going back to go forward: On studying the determinants of corporate governance disclosure. *Corporate Governance*, 17(3), 365-402. doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1108/CG-07-2016-0145>
- Nguyen, P., Rahman, N., Tong, A., & Zhao, R. (2016). Board size and firm value: Evidence from Australia. *Journal of Management & Governance*, 20(4), 851-873. doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1007/s10997-015-9324-2>

- Nobanee, H., & Nejla Ould, D. E. (2022). Voluntary corporate governance disclosure and bank performance: Evidence from an emerging market. *Corporate Governance*, 22(4), 702-719. doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1108/CG-12-2020-0535>
- Ntim, C. G., Opong, K. K., & Danbolt, J. (2012). The Relative Value Relevance of Shareholder versus Stakeholder Corporate Governance Disclosure Policy Reforms in South Africa. *Corporate Governance: An International Review*, 20(1), 84-105. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00891.x>
- Ning, Y., Davidson, Wallace N., I, II, & Wang, J. (2010). Does optimal corporate board size exist? an empirical analysis. *Journal of Applied Finance*, 20(2), 57-69. Retrieved from <https://www-proquest-com.ezproxy.jyu.fi/scholarly-journals/does-optimal-corporate-board-size-exist-empirical/docview/894768961/se-2>
- OECD. (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- OECD. (2023). Who we are. Luettu 3.12.2023. Haettu sivulta: <https://www.oecd.org/about/>
- Oke, J., Akinkunmi, W., & Etebefia, S. (2022). USE OF CORRELATION, TOLERANCE AND VARIANCE INFLATION FACTOR FOR MULTICOLLINEARITY TEST. VOLUME 7.
- Osho, A. E. (2022). Financial strength, financial performance and Firm's value in multinational companies in Nigeria. *EuroEconomica*, 41(2) Retrieved from <https://www.proquest.com/scholarly-journals/financial-strength-performance-firm-s-value/docview/2769617246/se-2>
- Ota, K. (2003). The Impact of Price and Return Models on Value Relevance Studies: A Review of Theory and Evidence. *Accounting Research Journal*, 16, 157-182.
- Peters, S., Miller, M., & Kusyk, S. (2011). How relevant is corporate governance and corporate social responsibility in emerging markets? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 11(4), 429-445. <https://doi.org/10.1108/14720701111159262>
- Upadhyay, A. D., Bhargava, R., & Faircloth, S. D. (2014). Board structure and role of monitoring committees. *Journal of Business Research*, 67(7), 1486-1492. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.07.017>
- Ullah, S., Ahmad, S., Akbar, S., Kodwani, D., & Frecknall-Hughes, J. (2021). Governance disclosure quality and market valuation of firms in UK and Germany. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 5031-5055. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2053>
- Utama, C. A., & Utama, S. (2014). Corporate governance, size and disclosure of related party transactions, and firm value: Indonesia evidence. *International Journal of Disclosure and Governance*, 11(4), 341-365. doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1057/jdg.2013.23>
- Uzliawati, L., Yuliana, A., Januarsi, Y., & Santoso, M. I. (2018). Optimisation of capital structure and firm value. *European Research Studies*, 21(2), 705-713. Retrieved from <https://www.proquest.com/scholarly->

- journals/optimisation-capital-structure-firm-value/docview/2666975669/se-2
- Rose, C. (2016). Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. *European Management Journal*, 34(3), 202–222. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2016.03.003>
- Soufiene, A. (2020). The effect of voluntary disclosures and corporate governance on firm value: A study of listed firms in France. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17(2-3), 168-179. doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1057/s41310-020-00090-1>
- Souther, M. E. (2021). Does board independence increase firm value? Evidence from closed-end funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(1), 313-336. doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1017/S0022109019000929>
- Siagian, F., Siregar, S. V., & Rahadian, Y. (2013). Corporate governance, reporting quality, and firm value: Evidence from Indonesia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 3(1), 4-20. doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1108/20440831311287673>
- Siekkinen, J. (2017). Board characteristics and the value relevance of fair values. *Journal of Management & Governance*, 21(2), 435–471. <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9350-8>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- STAT. (2020). “Käsitteet: Luottamusväli.” Luettu 19.11.2023. <https://www2.stat.fi/meta/kas/luottamusvali.html>
- Stiglitz, J. E. (2000). The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(4), 1441–1478. <https://www.jstor.org/stable/2586930>
- Tafel-Viia, Külliki & Alas, Ruth. (2009). Differences and Conflicts between Owners and top Managers in the Context of Social Responsibility. *Engineering Economics*. 4.
- Tandoh, I., Kwame, A. D., Essandoh, M., & Richard, N. A. (2022). Corporate governance, corporate social responsibility, and corporate sustainability: The moderating role of top management commitment. *International Journal of Professional Business Review*, 7(2) doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.26668/businessreview/2022.v7i2.309>
- Tangjitprom, N. (2013). The Role of Corporate Governance in Reducing the Negative Effect of Earnings Management (SSRN Scholarly Paper No. 2225979). <https://papers.ssrn.com/abstract=2225979>
- Temiz, H. (2021). The effects of corporate disclosure on firm value and firm performance: Evidence from Turkey. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 14(5), 1061-1080. doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1108/IMEFM-06-2020-0269>
- Tong, Z. (2008). Deviations from optimal CEO ownership and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2462–2470. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.05.005>

- Transparency. (2022). Corruption perception index. Haettu osoitteesta: <https://www.transparency.org/en/cpi/2022>
- Tshipa, J., Brummer, L., Wolmarans, H., & Toit, E. D. (2018). The impact of flexible corporate governance disclosures on value relevance. empirical evidence from south africa. *Corporate Governance*, 18(3), 369-385. doi:<https://doi-org.ezproxy.jyu.fi/10.1108/CG-05-2017-0106>
- Valli, R. (2015). Johdatus tilastolliseen tutkimukseen (2. uud. p.). PS-kustannus.
- Villiers, C., & Dimes, R. (2021). Determinants, mechanisms and consequences of corporate governance reporting: a research framework. *Journal of Management and Governance*, 25, 1-20. <https://doi.org/10.1007/s10997-020-09530-0>
- Wu, X. (2005). Corporate Governance and Corruption: A Cross-Country Analysis. *Governance*, 18(2), 151-170. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0491.2005.00271.x>
- Zeb, S., & Rashid, A. (2016). Impact of financial health and capital structure on firm's value, with moderating role of intangible assets. *Global Management Journal for Academic & Corporate Studies*, 6(1), 37-45. Retrieved from <https://www.proquest.com/scholarly-journals/impact-financial-health-capital-structure-on/docview/1925376767/se-2>

## LIITTEET

### Liite 1: Tutkimuksessa käytetty indeksirunko

#### Osa-alue 1: Hallitus

##### SUOSITUS 5 Hallituksen valinta

- Yhtiökokous valitsee hallituksen.

##### SUOSITUS 6 Hallituksen toimikausi

- Hallitus valitaan vuosittain varsinaisessa yhtiökokouksessa.

##### SUOSITUS 7 Hallituskokoonpanoa koskevan ehdotuksen valmistelu

- Yhtiön on ilmoitettava hallituskokoonpanoa koskevan ehdotuksen valmistelussa noudatettu tapa.

##### SUOSITUS 8 Hallituksen kokoonpano

- Hallituskokoonpanossa on otettava huomioon yhtiön toiminnan asettamat vaatimukset ja yhtiön kehitysvaihe. Hallituksen jäseneksi valittavan pätevyys tehtävään tulee ilmoittaa. Hallituksessa on oltava molempia sukupuolia.

##### SUOSITUS 9 Hallituksen monimuotoisuus

- Yhtiön on määriteltävä hallituksen monimuotoisuutta koskevat periaatteet

##### SUOSITUS 10 Hallituksen jäsenten riippumattomuus

- Hallituksen tehtävänä on arvioida jäsentensä riippumattomuus. Hallituksen jäsenten enemmistön on oltava riippumattomia yhtiöstä. Vähintään kahden yhtiöstä riippumattoman hallituksen jäsenen on oltava riippumattomia myös yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista

##### SUOSITUS 11: Hallituksen työjärjestys

- Hallituksen on laadittava toimintaansa varten kirjallinen työjärjestys.

##### SUOSITUS 12: Hallituksen tiedonsaanti

- Yhtiön on huolehdittava siitä, että kaikki hallituksen jäsenet saavat riittävät tiedot yhtiön toiminnasta, toimintaympäristöstä ja taloudellisesta asemasta ja että uusi hallituksen jäsen perehdytetään yhtiön toimintaa

##### SUOSITUS 13 Hallituksen toiminnan arviointi

- Hallituksen on arvioitava vuosittain toimintaansa ja työskentelytapojaan

#### Osa-alue 2: valiokunnat

##### SUOSITUS 14 Valiokunnan perustaminen

- Hallitus päättää valiokuntien perustamisesta, jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä. Hallituksen on vahvistettava kunkin valiokunnan keskeiset tehtävät ja toimintaperiaatteet kirjallisessa työjärjestyksessä. Valiokunnan on säännöllisesti raportoitava työstään hallitukselle.

##### SUOSITUS 15 Valiokunnan jäsenten valinta

- Hallitus valitsee keskuudestaan valiokunnan jäsenet ja valiokunnan puheenjohtajan. Valiokunnassa on oltava vähintään kolme jäsentä. Jäsenillä on oltava valiokunnan tehtävien edellyttämä asiantuntemus ja kokemus.

##### SUOSITUS 16 Tarkastusvaliokunta

- Hallitus voi perustaa tarkastusvaliokunnan. Tarkastusvaliokunnan jäsenten enemmistön on oltava riippumattomia yhtiöstä ja vähintään yhden jäsenen on oltava riippumaton yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista.

##### SUOSITUS 17 Palkitsemisvaliokunta

- Hallitus voi perustaa palkitsemisvaliokunnan valmistelemaan toimitusjohtajan ja yhtiön muun johdon palkitsemis- ja nimitysasioita sekä yhtiön noudattamia palkitsemisen periaatteita. Palkitsemisvaliokunnan jäsenistä enemmistön on oltava yhtiöstä riippumattomia. Toimitusjohtaja tai yhtiön muuhun johtoon kuuluva henkilö ei saa olla palkitsemisvaliokunnan jäsen

##### SUOSITUS 18a Nimitysvaliokunta

- Hallitus voi perustaa hallituksen valinnan ja palkitsemisen valmistelua varten nimitysvaliokunnan. Nimitysvaliokunnan jäsenistä enemmistön on oltava yhtiöstä riippumattomia. Toimitusjohtaja tai yhtiön muuhun johtoon kuuluva henkilö ei saa olla nimitysvaliokunnan jäsen.

##### SUOSITUS 18b Osakkeenomistajien nimitystoimikunta

- Yhtiökokous voi perustaa hallituksen valinnan ja palkitsemisen valmistelua varten osakkeenomistajien nimitystoimikunnan, joka koostuu yhtiön suurimmista osakkeenomistajista tai suurimpien osakkeenomistajien nimeämistä jäsenistä. Osakkeenomistajien nimitystoimikuntaan voi kuulua myös hallituksen jäseniä.

#### Osa-alue 3: Toimitusjohtaja ja muu johto

##### SUOSITUS 19 Toimitusjohtajan toimitusuhteen ehdot



- Toimitusjohtajan toimitus-suhteen ehdot on määriteltävä kirjallisessa toimitusjohtajasopimuksessa, joka on hyväksyttävä hallituksessa. Toimitusjohtajasopimuksessa määritellään myös toimitus-suhteen taloudelliset etuudet, mukaan lukien erokorvaus ja muut mahdolliset korvaukset.

SUOSITUS 20 Toimitusjohtajaa koskeva rajoitus

- Toimitusjohtajaa ei tule valita hallituksen puheenjohtajaksi.

SUOSITUS 21 Muun johdon organisaatio

- Yhtiön on määriteltävä muun johdon kokoonpano, tehtävät sekä muuhun johtoon kuuluvien henkilöiden vastuualueet

Osa-alue 4: Palkitseminen

SUOSITUS 22 Palkitsemista koskeva päätöksenteko

- Yhtiökokous päättää hallitus- ja valiokuntatyöskentelystä maksettavista palkkioista ja niiden määräytymisperusteista. Toimitusjohtajan palkitsemisesta ja hänelle maksettavista muista korvauksista päättää hallitus. Yhtiön on määriteltävä muun johdon palkitsemista koskeva päätöksentekojärjestys.

SUOSITUS 23 Hallituksen palkitseminen ja osakeomistus

- Hallitus- ja valiokuntapalkkiot voidaan kokonaan tai osittain maksaa yhtiön osakkeina. Yhtiön ulkopuolisen hallituksen jäsenen palkitseminen on järjestettävä erillään yhtiön toimitusjohtajaan, muuhun johtoon tai henkilöstöön sovellettavista osakeperusteisista palkitsemisjärjestelmistä.

SUOSITUS 24 Johdon palkitsemisen rakenne

- Palkitsemisen tavoitteena on edistää yhtiön pitkän aikavälin taloudellista menestystä, kilpailukykyä ja omistaja-arvon suotuisaa kehitystä. Palkitsemisen on perustuttava ennalta määrättyihin ja mitattaviin suoritus- ja tuloskriteereihin

Osa-alue 5: Muu hallinnointi

SUOSITUS 25 Sisäinen valvonta

Yhtiön on määriteltävä sisäisen valvonnan toimintaperiaatteet. Kuvauksen tulee sisältää seuraavat asiat:

Sisäisen valvonnan yleiskuvaus:

- S. 25.1 sisäisen valvonnan viitekehys yhtiössä pääpiirteittäin
- S.25.2 toiminnan ja kontrollien seurantamekanismien pääpiirteittäinen kuvaus
- S. 25.3 sisäisen valvonnan toimintaperiaatteiden kuvaus
- S. 25.4 sisäisen valvonnan suorittamisen pääpiirteet

SUOSITUS 26 Riskienhallinta

Yhtiön on määriteltävä periaatteet, joiden mukaan yhtiön riskienhallinta on järjestetty. Kuvauksen tulee sisältää seuraavat asiat:

#### Riskienhallinnan yleiskuvaus

- S.26.1 riskienhallinnan järjestämisen pääperiaatteet
- S.26.2 riskienhallintaprosessin pääpiirteet ja prosessin yhteys sisäiseen valvontaan

#### SUOSITUS 27 Sisäinen tarkastus

- Yhtiön on määriteltävä, miten sisäisen tarkastuksen tehtävät on yhtiössä järjestetty

#### SUOSITUS 28 Lähipiiriliiketoimet

- Yhtiön hallituksen on määriteltävä lähipiiritoimien seurannan ja arvioinnin periaatteet. Yhtiön on selostettava kyseiset periaatteet ja ylläpidettävä luetteloa lähipiiristään

## Liite 2: Tutkimuksen aineistoon sisältyneet yhtiöt

Afarak Group SE	Innofactor Oyj	Panostaja Oyj
Alma Media Oyj	Investors House Oyj	Pihlajalinna Oyj
Anora Group Oyj	Kamux Oyj	Ponsse Oyj
Apetit Oyj	Kemira Oyj	PunaMusta Media Oyj
Aspo Oyj	Keskisuomalainen Oyj	QPR Software Oyj
Aspocomp Group Oyj	Kesko Oyj	Qt Group Oyj
Atria Oyj	Kesla Oyj	Raisio Oyj
Biohit Oyj	Sievi Capital Oyj	Rapala VMC Oyj
Bittium Oyj	Kojamo Oyj	Sanoma Oyj
Boreo Oyj	Kone Oyj	Scanfil Oyj
CapMan Oyj	Konecranes Abp	Siili Solutions Oyj
Cargotec Corp	Kreate Group Oyj	Sitowise Group Oyj
Caverion Oyj	Lassila & Tikanoja Oyj	Solteq Oyj
Citycon Oyj	Lehto Group Oyj	SRV Yhtiot Oyj
Componenta Oyj	Marimekko Oyj	SSH Communications Security Oyj
Consti Oyj	Martela Oyj	Stockmann Oyj Abp
Digia Oyj	Metso Outotec Corp	Stora Enso Oyj
Digitalist Group Oyj	Metsa Board Oyj	Suominen Oyj
Dovre Group Oyj	Musti Group Oyj	Talenom Oyj
Eezy Plc	Neste Oyj	Tecnotree Oyj
Elecster Oyj	Nixu Oyj	Teleste Oyj
Elisa Oyj	NoHo Partners Oyj	Terveystalo Oyj
Enento Group Oyj	Nokia Oyj	Tietoevry Oyj
Enersense International Oyj	Nokian Tyres plc	Tokmanni Group Oyj
eQ Oyj	Nurminen Logistics Oyj	Trainers House Oyj
Etteplan Oyj	Revenio Group Oyj	Tulikivi Oyj
Exel Composites Oyj	Robit Plc	UPM-Kymmene Oyj
Finnair Oyj	Rovio Entertainment Oyj	Uponor Oyj
Fiskars Oyj Abp	Saga Furs Oyj	Vaisala Oyj
Fortum Oyj	Raute Oyj	Valmet Oyj
Glaston Oyj Abp	Reka Industrial Oyj	Valoe Oyj
Gofore Oyj	Olvi Oyj	Verkkokauppa.com Oyj
Harvia Oyj	Optomed Oyj	Viking Line Abp
HKScan Oyj	Oriola Oyj	WithSecure Oyj
Honkarakenne Oyj	Orion Oyj	Wulff Yhtiot Oyj
Huhtamaki Oyj	Orthex Oyj	Wartsila Oyj Abp
Ilkka Oyj	Outokumpu Oyj	YIT Oyj
Incap Oyj	Ovaro Kiinteistosijoitus Oyj	