

**CORPORATE GOVERNANCE -MUUTTUJEN JA  
YHDYSVALTALAISTEN LISTAYHTIÖIDEN  
TALOUDELLISEN SUORIUTUMISKYVYN VÄLINEN  
YHTEYS**

**Jyväskylän yliopisto  
Kauppakorkeakoulu**

**Pro gradu -tutkielma**

**2024**

**Tekijä: Anni Karppanen  
Oppiaine: Laskentatoimi  
Ohjaaja: Anna-Maija Lantto**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

## TIIVISTELMÄ

Tekijä Anni Karppanen	
Työn nimi Corporate governance -muuttujien ja yhdysvaltaisten listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyöyn välinen yhteys	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika (pvm.) 1.6.2024	Sivumäärä 69
<p><i>Tiivistelmä - Abstract</i></p> <p>Corporate governancen eli yhtiöiden hyvän hallinnointitavan merkitys on korostunut johtuen etenkin viimeisten vuosikymmenten aikana tapahtuneista yritysskandaaleista, jotka ovat horjuttaneet sijoittajien luottamusta pääomamarkkinoilla. Corporate governancen mekanismeja onkin pidetty avaintekijänä sijoittajien luottamuksen palauttamisessa (Rahman &amp; Haniffa, 2005), ja sillä on havaittu olevan myös potentiaalia parantaa yritysten taloudellista suoriutumiskykyä (mm. Lipton &amp; Lorsch, 1992; Halimatusadiah ym., 2015; Puni &amp; Anlesinya, 2020). Aihetta on tutkittu laajasti, mutta siitä huolimatta eri hallinnointikäytäntöjen ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyöyn välisestä yhteydestä ei ole saavutettu yksimielisyyttä. Tästä syystä aihetta on mielenkiintoista tutkia lisää.</p> <p>Tämän tutkielman tarkoituksena oli selvittää, onko hallituksen koolla, sen riippumattomuudella tai toimitusjohtajan kaksoisroolilla yhteyttä yhdysvaltaisten listayhtiöiden taloudelliseen suoriutumiskyöyn. Taloudellista suoriutumiskykyä mitattiin ROA:n eli kokonaispääoman tuottoasteen sekä Tobinin Q -arvon avulla. Tutkimukseen valittiin myös kaksi kontrollimuuttujaa: yrityksen koko sekä velkaantumisaste. Tutkimus oli menetelmältään kvantitatiivinen eli määrällinen tutkimus, ja se toteutettiin lineaarisista regressioanalyysistä hyödyntäen. Tutkimusaineisto kerättiin Refinitiv Eikon -tietokannasta ja se koostui joukosta suuria yhdysvaltalaisia listayhtiöitä S&amp;P 500 -indeksistä. Tarkasteltu ajanjakso kohdistuu vuosien 2016–2019 välille. Tarkastelussa oli mukana kaikki muut toimialat, paitsi finanssialan yhtiöt.</p> <p>Tutkimustulokset osoittivat, että hallituksen riippumattomuuden ja taloudellisen suoriutumiskyöyn välillä on tilastollisesti merkitsevä negatiivinen yhteys 5 %:n merkitsevyytasolla. Hallituksen koolla ei puolestaan havaittu olevan tilastollisesti merkitsevää yhteyttä kumpaankaan taloudellista suoriutumiskykyä kuvaavaan mittariin. Lisäksi tutkimustulokset osoittivat, että toimitusjohtajan kaksoisroolin ja Tobinin Q -arvon välillä on tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys 0,1 %:n merkitsevyytasolla. Tutkimustuloksia peilattiin aikaisempaan tutkimukseen kuten myös kahteen tunnettuun corporate governance -teoriaan: agenttiteoriaan sekä taloudenhoitajateoriaan.</p>	
Asiasanat Corporate governance, ROA, Tobinin Q, agenttiteoria, taloudenhoitajateoria	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kirjasto	

# SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ .....	2
SISÄLLYS.....	3
1 JOHDANTO .....	5
1.1 Tutkimuksen taustaa.....	5
1.2 Tutkimusongelma ja metodologia .....	6
1.3 Tutkielman rakenne .....	8
2 CORPORATE GOVERNANCE JA HALLITUSTEN TOIMINTA .....	10
2.1 Corporate governance yleisesti .....	10
2.2 Hallitusten toiminta .....	14
2.3 Corporate governance Yhdysvalloissa.....	18
3 CORPORATE GOVERNANCE -MUUTTUJAT .....	20
3.1 Hallituksen koko .....	20
3.2 Hallituksen riippumattomuus.....	21
3.3 Toimitusjohtajan kaksoisrooli.....	23
4 CORPORATE GOVERNANCE -TEORIAT .....	26
4.1 Agenttiteoria .....	26
4.2 Taloudenhoitajateoria .....	28
5 AIEMMAT TUTKIMUKSET JA HYPOTEESEIEN MUODOSTAMINEN....	30
5.1 Aiempaa tutkimusta hallituksen koon ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä.....	30
5.2 Aiempaa tutkimusta hallituksen riippumattomuuden ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä.....	33
5.3 Aiempaa tutkimusta toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä.....	36
6 METODOLOGIA .....	40
6.1 Aineisto .....	40
6.2 Menetelmä .....	41
7 TUTKIMUKSEN TULOKSET .....	45
7.1 Muuttujien kuvailevat tiedot.....	45
7.2 Regressioanalyysin taustaoletukset.....	47
7.3 Regressioanalyysin tulokset.....	52
7.4 Tulosten vertailu aiempaan tutkimukseen.....	55
8 JOHTOPÄÄTÖKSET .....	58

8.1 Selittävien muuttujien ja taloudellisen suoriutumiskyvyn välinen yhteys .....	58
8.2 Tutkimuksen validiteetti, reliabiliteetti sekä jatkotutkimusaiheet.....	60

LÄHTEET .....	62
---------------	----

## KUVIOT

KUVIO 1 Tutkimuksen konseptuaalinen viitekehys .....	8
KUVIO 2 Hyvän johtamis- ja hallintojärjestelmän osa-alueet .....	12
KUVIO 3 Yksi- ja kaksitasoiset hallinnointimallit .....	15
KUVIO 4 Tarkastusvaliokunnan rooli yrityksessä.....	17
KUVIO 5 Agenttiteoria .....	28
KUVIO 6 Taloudenhoitajateoria .....	29
KUVIO 7 Ensimmäisen regressiomallin (ROA) normaalijakautuneisuus .....	49
KUVIO 8 Toisen regressiomallin (Tobinin Q) normaalijakautuneisuus .....	50
KUVIO 9 Ensimmäisen regressiomallin (ROA) homoskedastisuus .....	51
KUVIO 10 Toisen regressiomallin (Tobinin Q) homoskedastisuus .....	51

## TAULUKOT

TAULUKKO 1 Aiempaa tutkimusta hallituksen koon ja yritysten taloudellisen suoriutumisen välisestä yhteydestä .....	32
TAULUKKO 2 Aiempaa tutkimusta hallituksen riippumattomuuden ja yritysten taloudellisen suoriutumisen välisestä yhteydestä.....	35
TAULUKKO 3 Aiempaa tutkimusta toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä.....	38
TAULUKKO 4 Yhteenveto muuttujista .....	45
TAULUKKO 5 Muuttujien tilastolliset luvut .....	46
TAULUKKO 6 Dummy-muuttujan frekvenssitaulukko .....	47
TAULUKKO 7 Korrelaatiomatriisi .....	48
TAULUKKO 8 Regressioanalyysi (selittävänä muuttujana ROA) .....	52
TAULUKKO 9 Regressioanalyysi (selittävänä muuttujana Tobinin Q) .....	54

## KAAVAT

KAAVA 1: Regressiokaava, jossa selittävänä muuttujana ROA .....	42
KAAVA 2: Regressiokaava, jossa selittävänä muuttujana Tobinin Q.....	43

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen taustaa

Corporate governance eli yhtiöiden hyvä hallinnointitapa (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2023) on ollut esillä niin valtamediassa kuin tieteellisessä keskustelussa yhä enenevässä määrin viimeisten vuosikymmenten aikana. Tämä johtuu merkittävistä yritysskandaaleista, joiden aiheutumisen syynä on pidetty erityisesti puutteellista hallinnointia. (Bhagat & Bolton, 2019; Sehwat, Singh & Kumar, 2020; Kyere & Ausloos, 2021.) Yksi tunnetuimmista skandaaleista on Enronin tapaus 2000-luvun alussa. Vielä vuonna 2001 Enron oli Yhdysvaltojen seitsemänneksi suurin yhtiö, mutta saman vuoden aikana yhtiö ajautui konkurssiin johtuen sen taloudellisen raportoinnin manipuloimisesta ja informaation väärinesittämisestä (Ratsula, 2021, s. 33). Tämän lisäksi myös Enronin tilintarkastusta hoitavan yhtiön Arthur Andersenin toiminta loppui, sillä se oli tilintarkastuksen ohella vastuussa myös yhtiön sisäisestä tarkastuksesta ja konsultoinnista, eikä näin ollen toiminut riippumattomasti (Healy & Palepu, 2003). Myös suurten pankkien romahduksesta aiheutunut finanssikriisi vuonna 2008 (Bhagat & Bolton, 2019) herätti keskustelua hyvän hallinnointitavan ja yritysten suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä (Kyere & Ausloos, 2021).

2000-luvun alun yritysskandaalien myötä sijoittajien luottamus pääomamarkkinoilla järkkäsi ja näin ollen ympäri maailmaa alettiin julkaisemaan hallinnointikoodeja ja -standardeja, joiden tarkoituksena on ollut edistää yritystoiminnan läpinäkyvyyttä, vastuullisuutta sekä oikeudenmukaisuutta (Makki & Lodhi, 2013). Corporate governance -mekanismeja onkin pidetty tärkeänä tekijänä sijoittajien luottamuksen palauttamisessa (Rahman & Haniffa, 2005).

Lipton ja Lorsch (1992) toteavat, että yritysten on mahdollista parantaa huonosta johtamisesta tai epäonnistuneen strategian noudattamisesta aiheutunutta heikkoa suoriutumistaan hyvän corporate governancen avulla. Puni ja Anlesinya (2020) tukevat tätä väitettä todetessaan, että onnistuneen corporate governance -järjestelmän tärkeimpänä hyötynä voidaan pitää yrityksen parantunutta taloudellista suoriutumista. Bhatt ja Bhatt (2017) sekä Ahmed ja Hamdan (2015) korostavat hyvän hallinnointitavan roolia sijoittajien houkuttelemisessa

organisaatioon. Toisaalta sijoittajat ja muut sidosryhmät ovat alkaneet ymmärtää corporate governance -mekanismien merkityksen keinona edistää heidän etujensa ajamista (Ehikioya, 2009). Gupta ja Sharma (2014) väittävät, että corporate governance -menettelyä voidaan pitää jopa tärkeimpänä ohjaavana tekijänä yritysten selviytymisessä ja kasvamisessa. Tätä väitettä tukee myös Ehikioya (2009), jonka mukaan hyvä hallinnointikäytäntö suojaa yrityksiä taloudellisilta vaikeuksilta. De Villiers ja Dimes (2021) toteavat, että corporate governance -raportoinnilla on vaikutuksia niin yritysten maineeseen kuin legitimitettiin ja toisaalta sen laiminlyönnistä voi mahdollisesti seurata myös sanktioita tai jopa suuren luokan skandaaleita. Lisäksi hyvän hallinnointikäytännön katsotaan olevan merkittävä tekijä yrityksen kantaman riskin pienentämisessä (Ahmed & Hamdan, 2015).

Useissa nykyaikaisissa yrityksissä omistajuus ja johto on eriytetty toisistaan, mistä saattaa seurata intressiristiriitoja osakkeenomistajien ja ylimmän johdon välillä (Yan, Hui & Xin, 2021). Tämä käsitys luo perustan Jensenin ja Mecklingin (1976) esittelemälle agenttiteorialle, joka on yksi tunnetuimmista corporate governance -tutkimuksissa sovelletuista teorioista. Johdon ja omistajuuden erillisyyden ilmiötä kutsutaankin myös agenttiongelmaksi (Yan ym., 2021). Teorian mukaan päämies-agentti-suhde muodostuu, kun yrityksen johtajana ei toimi sen omistaja (Maher & Andersson, 2000). Agrawalin ja Knoeberin (1996) mukaan agenttiongelmia ja -kustannuksia ilmenee, kun johtajat pyrkivät toimimaan omien intressiensä mukaisesti, osakkeenomistajien kustannuksella. Corporate governancen mekanismeja käytetäänkin usein ratkaisuna tämän agenttiongelman ratkaisemiseen (Ehikioya, 2009).

Yhtiöiden hallinnointijärjestelmiä käsittelevissä tutkimuksissa sovelletaan usein myös taloudenhoitajateoriaa, jonka mukaan johdon ja omistajien välillä ei ole intressiristiriitoja, vaan yhtiön ylin johto pyrkii toiminnallaan maksimoimaan osakkeenomistajien varallisuutta. Teorian mukaan johtajat toimivat vastuullisina taloudenhoitajina, joiden voidaan luottaa toimivan yhtiön edun mukaisesti, eikä omien, itsekkäiden, intressiensä ohjaamana. (Farooq, Noor & Ali, 2022.)

Kuten aiemmin on todettu, corporate governancella voi olla positiivisia vaikutuksia yhtiöiden suoriutumiskykyyn. Vaikka aihetta on tutkittu hyvin laajasti, aiemmissa tutkimuksissa ei kuitenkaan ole saavutettu yksimielisyyttä eri hallinnointikäytäntöjen ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä. Tutkimustulosten ristiriitaisuuden vuoksi aihetta on mielenkiintoista tutkia lisää.

## 1.2 Tutkimusongelma ja metodologia

Tämän pro gradu -tutkielman tarkoituksena on selvittää, onko erilaisten corporate governance -muuttujien ja yhdysvaltalaisen listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä yhteyttä. Tyypillisiä tutkimuksissa käytettäviä corporate governance -muuttujia ovat hallinnointijärjestelmän ominaisuudet, kuten hallituksen koko, hallituksen riippumattomuus sekä mahdollinen

toimitusjohtajan kaksoisrooli (Kyerer & Ausloos, 2021). Toimitusjohtajan kaksoisroolilla (*CEO duality*) viitataan johtamisrakenteeseen, jossa toimitusjohtaja toimii myös hallituksen puheenjohtajana (Laing & Weir, 1999). Edellä mainittuja muutujia käytetään myös tässä tutkimuksessa ja niitä esitellään tarkemmin teoriaosuudessa. Aihetta on mielenkiintoista tutkia Yhdysvaltojen kontekstissa, sillä yhdysvaltalaisissa listayhtiöissä toimitusjohtajan kaksoisrooli on sallittu johtamismalli (OECD, 2023, s. 164). Esimerkiksi suomalaisia listayhtiöitä koskevassa hallinnointikoodissa suositellaan, ettei toimitusjohtajaa tule valita hallituksen puheenjohtajaksi (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020).

Tässä tutkimuksessa yritysten taloudellista suoriutumiskykyä mitataan kahden corporate governance -tutkimuksessa yleisesti käytetyn tunnusluvun, ROA:n (Return on Assets) eli kokonaispääoman tuotto-prosentin sekä Tobinin Q -arvon avulla. Tutkimukseen on myös valittu kontrollimuuttujiksi yrityksen koko sekä velkaantumisaste.

Tutkimusta ohjaavat seuraavat tutkimuskysymykset:

1. Onko hallituksen koon ja yhdysvaltalaisten listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä yhteys?
2. Onko hallituksen riippumattomuuden ja yhdysvaltalaisten listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä yhteys?
3. Onko toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yhdysvaltalaisten listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä yhteys?

Tutkimuksen aineisto on rajattu S&P 500 -yhtiöihin ja se sijoittuu vuosien 2016–2019 välille. Aiemman tutkimuksen mukaisesti aineistoon ei sisällytetä finanssialan yrityksiä, jotta analysoitavat yritykset olisivat mahdollisimman vertailukelpoisia keskenään (Beiner, Drobetz, Schmid & Zimmermann, 2004). Kaikki muut S&P 500 -indeksiin sisältyvät toimialat ovat tarkastelussa mukana. Aineisto kerätään Refinitiv Eikon -tietokannasta.

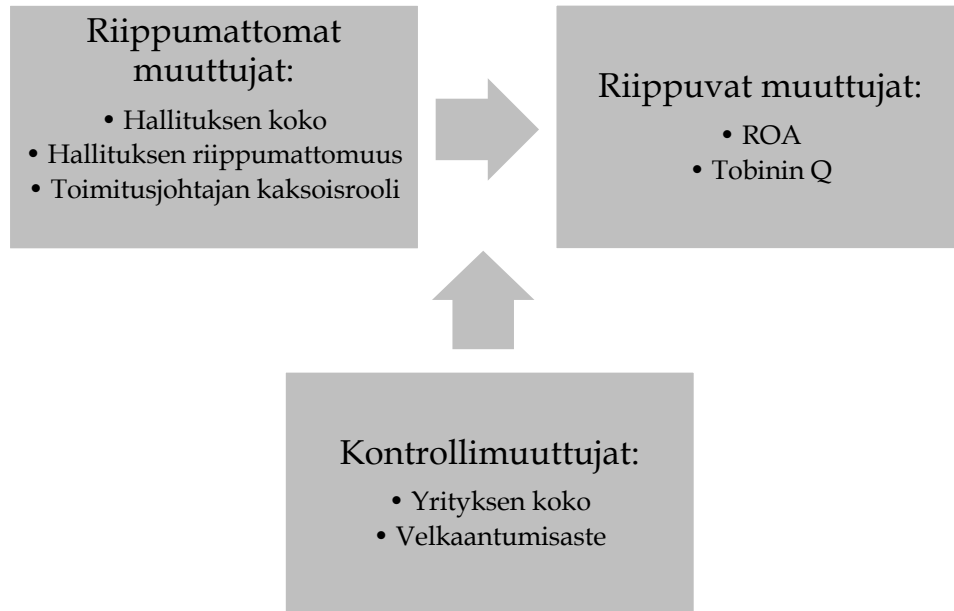
Tämä pro gradu -tutkielma toteutetaan kvantitatiivisena eli määrällisenä tutkimuksena. Tutkimuksen hypoteesit on muodostettu perustuen aiempaan tutkimukseen ja teoriaan, joita esitellään tarkemmin tutkielman teorialuvuissa. Tämän tutkimuksen hypoteesit ovat seuraavanlaiset:

H1: Hallituksen koon ja yhdysvaltalaisten listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä on tilastollisesti merkitsevä yhteys.

H2: Hallituksen riippumattomuuden ja yhdysvaltalaisten listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä on tilastollisesti merkitsevä yhteys.

H3: Toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yhdysvaltalaisten listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä on tilastollisesti merkitsevä yhteys.

Asetettuja hypoteeseja tutkitaan lineaarisen regressioanalyysin avulla SPSS-ohjelmistoa hyödyntäen. Tuloksia analysoidaan regressioanalyysin pohjalta ja niitä verrataan aiempaan tutkimukseen ja teoriaan. Lopuksi tuloksista muodostetaan johtopäätökset ja pohditaan tutkimuksen validiteettia, reliabiliteettia sekä mielenkiintoisia jatkotutkimusaiheita. Kuviossa 1 esitetään tutkimuksen konseptuaalinen viitekehys.



KUVIO 1 Tutkimuksen konseptuaalinen viitekehys

### 1.3 Tutkielman rakenne

Tämän pro gradu -tutkielman ensimmäisessä osiossa eli johdannossa taustoitetaan lyhyesti tutkimuksen aihetta sekä esitellään tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusta ohjaavat tutkimuskysymykset. Tutkielman ensimmäisessä teorialuvussa käsitellään corporate governancen historiaa, kehittymistä sekä peruseräiteitä. Lisäksi luvussa tarkastellaan hallitusten toimintaa sekä roolia yrityksissä. Luvun lopussa esitellään corporate governancea Yhdysvaltojen kontekstissa. Seuraavaksi perehdytään tarkemmin tutkimukseen valittuihin corporate governance -muuttujiin, eli hallituksen kokoon, riippumattomuuteen sekä toimitusjohtajan kaksoisrooliin. Kolmannessa teorialuvussa esitellään kaksi tunnettua corporate governance -teoriaa; agenttiteoria sekä taloudenhoitajateoria. Seuraavassa luvussa perehdytään tarkemmin aikaisempaan tutkimukseen corporate governance -muuttujien ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä



yhteydestä ja muodostetaan myös tutkimuksen hypoteesit. Tämän jälkeen seuraa metodologiaosio, jossa esitellään tutkimusaineisto sekä -menetelmä. Seuraavassa luvussa käsitellään tutkimustulokset, jonka jälkeen tämän tutkielman viimeisessä luvussa esitellään tutkimuksesta tehdyt johtopäätökset. Lopuksi pohditaan tutkimuksen validiteettia, reliabiliteettia sekä mielenkiintoisia jatkotutkimusaiheita. Tässä tutkielmassa ei ole käytetty tekoälypohjaisia kielimalleja.

## 2 CORPORATE GOVERNANCE JA HALLITUSTEN TOIMINTA

### 2.1 Corporate governance yleisesti

Corporate governance määritellään kirjallisuudessa tyypillisesti sellaisiksi mekanismeiksi, joilla yhtiötä pyritään kontrolloimaan ja ohjaamaan (Conyon & Peck, 1998; Ezat & El-Masry, 2008; Gupta & Sharma, 2014; Naimah & Hamidah, 2017). Useimmiten tärkeimpänä corporate governancen toteuttamisen tavoitteena pidetään lisäarvon kasvattamista osakkeenomistajille ja muille sidosryhmille (Naimah & Hamidah, 2017). Myös Anum Mohd Ghazali (2010) toteaa, että hyvän hallinnointikäytännön perimmäisenä tavoitteena voidaan pitää pitkän aikavälin arvon luomista ja näin ollen oletuksena onkin, että parhaan hallinnointikäytännön mukaan toimivat yritykset suoriutuvat paremmin kuin toiset. Corporate governancen merkitystä havainnollistaa huomattavasti lisääntynyt kirjallisuus aiheesta, niin laskentatoimen, taloustieteen, rahoituksen, johtamisen kuin yritystrategiankin aloilla (Larcker, Richardson & Tuna, 2007).

Tiivistettynä corporate governance käsittää kaikki mekanismit, toimintatavat, säännöt ja määräykset, joita on laadittu turvaamaan yhtiön sidosryhmien intressejä, mutta jotka samalla auttavat yhtiötä saavuttamaan tavoitteensa (Alabdullah, Ahmed & Kanaan-Jebna, 2022; Farooq ym. 2022). Yritysten näkökulmasta corporate governancella viitataan itsenäiseen ja tehokkaaseen valvontaelimeen, läpinäkyvään ja paikkansapitävään taloudelliseen informaatioon, vahvoihin osakkeenomistajien oikeuksiin sekä kaikkien yrityksen omistajaryhmien tasapuoliseen kohteluun (Gruszczynski, 2006).

Hyvän hallinnointitavan ominaisuuksista on keskusteltu jo pitkään, mutta corporate governancen käsite virallistettiin vasta 1990-luvulla Lontoossa Cadbury Committee Reportin myötä. Cadbury Committee perustettiin Yhdistyneissä Kuningaskunnissa tapahtuneiden suuren luokan yritysten romahdusten myötä ja sen julkaisemassa raportissa keskityttiin etenkin corporate governancen taloudellisiin näkökulmiin. (Laing & Weir, 1999; Gupta & Sharma, 2014.) Seuraava corporate governancea merkittävästi muovannut lainsäädäntö oli Sarbanes-

Oxley-laki (SOX), joka laadittiin pian merkittävien yritysskandaalien, kuten Enronin konkurssin jälkeen (Bhagat & Bolton, 2019). Sarbanes-Oxley-lain tarkoituksena on ollut lisätä yhtiöiden raportoiman informaation oikeellisuutta ja näin ollen kohentaa sijoittajien heikentynyttä luottamusta yhtiöiden tarjoamiin raportointeihin (Agrawal & Knoeber, 2012).

Corporate governance -periaatteet ja -säädökset asetetaan auktoritatiivisten kansallisten ja kansainvälisten toimielinten toimesta (Puni & Anlesinya, 2020). Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) yhdessä Maailmanpankin kanssa ovat olleet merkittäviä tekijöitä uusien corporate governance -käytäntöjen kehittämisessä. Vuonna 1999 OECD julkaisi corporate governancen periaatteet, jotka toimivat ohjeistuksena niin OECD-jäsenvaltioille kuin muillekin valtioille uusien hallinnointisuositusten kehittämisessä. 2000-luvun valtaviin skandaalien myötä periaatteita oli tarve muokata ja vuonna 2004 OECD julkaisi päivitetyn version corporate governance -periaatteista, tavoitteenaan vahvistaa yritysten hallinnointirakenteita. (Metushi, Vito & Fradeani, 2016.)

Hyvän hallinnointikäytännön ominaisuuksista säädetään niin sanotuissa hallinnointikoodeissa. Hallinnointikoodien suositukset kuvastavat parhaita toimintatapoja ja ne toimivat kansallisina ohjeistuksina julkisesti listatuille yhtiöille (Rose, 2016). Hallinnointikoodit sisältävät suosituksia koskien muun muassa yhtiökokouksia, hallituksen toimintaa, kokoonpanoa ja sen valiokuntia, toimitusjohtajaa, johdon palkitsemista, yhtiössä toteutettavaa sisäistä valvontaa, riskienhallintaa sekä sisäistä tarkastusta (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020). Sisäisen valvonnan tarkoituksena on turvata yhtiön tavoitteiden mukainen toiminta ja sillä viitataan kaikkiin mekanismeihin, joilla pyritään varmistamaan yhtiön toiminnan lainmukaisuus sekä tuloksellisuus (Ratsula, 2021, s. 8). Sisäisellä tarkastuksella pyritään arvioimaan yhtiön sisäistä valvontaa, riskienhallintaa sekä ylipäättään hallinnointikäytäntöjen tehokkuutta (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020). Sen tulee olla riippumattomasti ja objektiivisesti järjestettyä (Ratsula, 2021, s. 8).

Hyvään hallinnointitapaan kuuluu myös riippumattomasta ulkoisesta tarkastuksesta huolehtiminen. Yhtiön tilintarkastaja ei saa tarjota tarkastustyön ohella tietynlaisia konsultointipalveluita, jottei muista palveluista saatavat palkkiot houkuttelisi myönteisen tilintarkastuskertomuksen laatimiseen perusteetta. Riippumattomasta ulkoisesta tarkastuksesta voisi myös vaarantaa tilanne, jossa tilintarkastaja tarkastaisi sellaista työtä, johon on omalla konsultoinnillaan vaikuttanut. (Ratsula, 2021, s. 93.)

Hallinnointikoodien suositukset ovat muuttuneet vuosien varrella, tarkoituksenaan palvella sidosryhmien tarpeita paremmin. Rose (2016) kertoo esimerkiksi suositukset hallituksen kokoonpanon monimuotoisuudesta – aiemmin hallinnointikoodeissa ei ollut asiasta mitään mainintaa, kun taas nykyään sitä pidetään hyvin tärkeänä ominaisuutena hallinnointijärjestelmän tehokkuuden kannalta. Sidosryhmien toiveista corporate governancea on alettu soveltamaan yhä laajemmin yrityksen toiminnan vaikutuksiin, kuten sen ympäristö- ja yhteiskunnallisiin vaikutuksiin (Valeria, Fabrizio & Luisa, 2022). Sidosryhmien tarpeita ja toiveita täyttämällä yritys saakin tehostettua myös yhteiskuntavastuunsa

toteuttamista (Fuzi, Halim & Julizaerma, 2016). Kuviossa 2 esitetään kootusti hyvän johtamis- ja hallintojärjestelmän osa-alueet.

Omistajat	Sisäinen ja ulkoinen tarkastus	Johdon palkitseminen
Sisäinen valvonta	Yrityskulttuuri	Henkilöstö
Lait ja viranomaisohjeet	Organisaatio	Yhteiskuntavastuu

KUVIO 2 Hyvän johtamis- ja hallintojärjestelmän osa-alueet (Halla, 2003, s. 12).

Useiden valtioiden hallinnointikoodeissa vaaditaan yrityksiä noudattamaan ”noudata tai selitä”-periaatetta (*comply or explain*) (Rose, 2016), joka tarkoittaa sitä, että yrityksillä on mahdollisuus olla noudattamatta jotakin hallinnointikoodin suositusta, mutta syy noudattamatta jättämiseen on perusteltava (Christensen, Kent, Routledge & Stewart, 2015; Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020). Periaate sai alkunsa Cadbury Committeelta, jonka pyrkimyksenä oli välttää joustamatonta, ”yhden mallin”, hallinnointikoodia (Rose, 2016). Vaikka lähtökohtaisesti kaikkia hallinnointikoodin periaatteita tulisi noudattaa, ”noudata tai selitä”-periaate lisää yrityksille joustavuutta tehdä valintoja kustannus-hyöty-perusteella. Periaate tuo helpotusta esimerkiksi pienemmille yrityksille, sillä tehokas hallinnointikäytäntö on hyvin erilaista pienten ja suurten yritysten välillä. (Christensen ym., 2015.) Farooqin ym. (2022) mukaan suuret yritykset hyötyvätkin hallinnointikoodien noudattamisesta enemmän kuin pienet yritykset. Kuitenkin yhtenä ”noudata tai selitä”-periaatteen heikkoutena voidaan mainita se, että eräät yritykset saattavat esittää heikkoja perusteluita jonkin suosituksen noudattamatta jättämiselle (Rose, 2016). Lisäksi hallinnointikoodin joustavuudesta huolimatta pienet yritykset saattavat kokea painostusta noudattaa suosituksia (Christensen ym., 2015).

Kuten Ahmed ja Hamdan (2015) toteavat, kulttuuristen eroavaisuuksien vuoksi on haastavaa määritellä hyvää hallinnointikäytäntöä. Corporate governance -käytännöt vaihtelevatkin niin valtioiden (Bhatt & Bhatt, 2017; de Villiers & Dimes, 2021) kuin erilaisten yhtiöiden ja toimialojen välillä (Maher & Andersson, 2000). Azeezin (2015) mukaan corporate governance -käytännöt eroavat erityisesti kehittyneiden ja kehittyvien markkinoiden välillä. Yritysten hallinnointikäytäntöihin vaikuttavat vahvasti muun muassa yrityksen osakkeenomistajat, sijoittajat, luotonantajat, työntekijät kuin valtionhallintokin (Naimah & Hamidah, 2017). Maher ja Andersson (2000) huomauttavat, että corporate governance -järjestelmiin vaikuttavat myös tuotemarkkinoiden kilpailu sekä pääoma- ja työmarkkinoiden rakenteet. Globalisaatio sekä kansainvälisten sijoittajien luomat paineet ovat myös osaltaan vaikuttaneet uusien hallinnointikäytäntöjen kehittymiseen (Metushi ym., 2016). Lisäksi voidaan mainita, että suurilla yhtiöillä on enemmän resursseja käytettävissä corporate governancen toimeenpanoon kuin pienillä yhtiöillä (Farooq ym., 2022). Edellä mainitun perusteella voidaan todeta, ettei ole yhtä tiettyä corporate governance -mallia, joka sopisi kaikille yrityksille kaikissa valtioissa.

Vaikka corporate governance -mekanismit eroavatkin erilaisten yhtiöiden ja kulttuurien välillä, kaikkien hallinnointijärjestelmien on kuitenkin tarkoitus pohjautua tiettyihin yhteneviin perusperiaatteisiin. Hyvän hallinnointikäytännön katsotaan pohjautuvan läpinäkyvyyteen, oikeudenmukaisuuteen, tilivelvollisuuteen sekä vastuulliseen johtamiseen (Ehikioya, 2009; Naimah & Hamidah, 2017; Kyere & Ausloos, 2021) ja sen tavoitteena on saada aikaan yhteisymmärrystä sidosryhmien ja yrityksen johdon välillä sekä lisätä läpinäkyvyyttä ja luotettavuutta yrityksen toiminnasta. (Jaimes-Valdez, Jacobo-Hernandez & Ochoa-Jimenez, 2017.) Ezat ja El-Masry (2008) myös huomauttavat, että corporate governancen kulttuurisista eroavaisuuksista huolimatta on havaittu, että nykyajan globaalissa liiketoimintaympäristössä aiheeseen liittyvät haasteet ovat usein hyvin samanlaisia, riippumatta yrityksen maantieteellisestä sijainnista.

Todorovicin (2013) mukaan yritykset, jotka noudattavat parhaita hallinnointikäytäntöjä, pienentävät monien päivittäisestä toiminnasta aiheutuvien riskien mahdollisuutta ja pystyvät myös houkuttelemaan sijoittajia, joiden investointien avulla yrityksen on mahdollista kasvaa ja kehittyä. Myös Halimatusadiah, Sofianty ja Ermaya (2015) toteavat, että yritysten tulisi aina parantaa corporate governance -käytäntöjensä laatua, sillä näiden käytäntöjen myötä yleinen luottamus yritystä kohtaan kasvaa, mikä puolestaan parantaa yrityksen suoriutumista entisestään. Tätä väitettä tukevat myös Bauer, Guenster ja Otten (2004), jotka luettelevat kaksi syytä, miksi hyvä corporate governance kasvattaa yrityksen arvoa: sijoittajien luottamuksen koheneminen sekä yrityksen toiminnan tehostuminen. Tyypillisesti sijoittajat pitävät hyvin hallinnoituja yrityksiä pienempiriskisinä kohteina ja näin ollen vaativat myös pienempää tuotto-odotusta, mikä puolestaan johtaa korkeampaan yrityksen arvostukseen. Lisäksi hyvin hallinnoitujen yritysten toiminta on tehokkaampaa, mikä johtaa korkeampaan odotettuun kassavirtaan. (Bauer ym., 2004.) Adebayo, Ibrahim, Yusuf ja Omah (2014) huomauttavat, että ilman tehokkaita corporate governance -mekanismeja johtajat saattaisivat esittää yhtiön taloudellisesta suoriutumisesta harhaanjohtavaa informaatiota sijoittajien houkuttelemisen toivossa.

Yleisenä oletuksena on, että huonosti hallinnoituilla yrityksillä on suurempi konkurssin riski, ne ovat vähemmän tuottavia sekä matalammalle arvostetuja ja ne myös maksavat vähemmän osakkeenomistajilleen (Kyereboah-Coleman & Biekpe, 2006). Makkin ja Lodhin (2013) mukaan yritysten huonoa taloudellista suoriutumista pidetään usein heikon corporate governancen sivutuotteena. Myös Todorovic (2013) sekä Alabdullah ym. (2022) toteavat, että corporate governancen laiminlyönti lisää petoksien sekä yritysskandaalien mahdollisuutta. Olisikin tärkeää, etteivät yritykset pitäisi corporate governance -periaatteiden noudattamista vain hyväntahtoisena eleenä, vaan välttämättömänä osana vastuullisen liiketoiminnan harjoittamista (Todorovic, 2013).

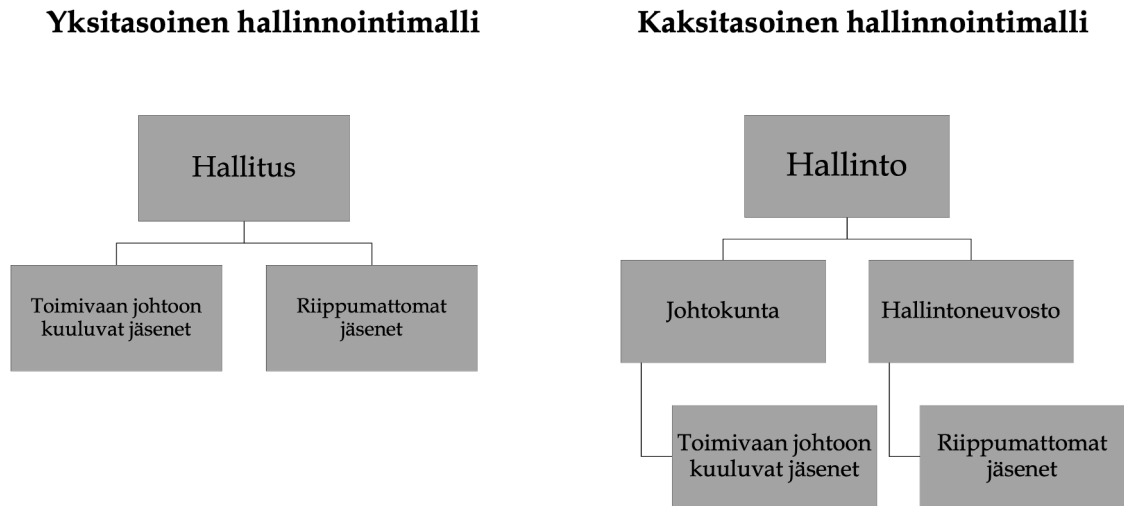
## 2.2 Hallitusten toiminta

Hallitus on toimielin, jonka tehtävänä on valvoa yhtiön johdon toimintaa ja varmistaa, että se toimii osakkeenomistajien etujen mukaisesti (Maher & Andersson, 2000; Guest, 2009; Uribe-Bohorquez, Martínez-Ferrero & García-Sánchez, 2018). Hallitusta pidetään osakeyhtiön tärkeimpänä elimenä, sillä sen tehtävänä on huolehtia yhtiön sisäisestä hallinnosta sekä yhtiön edustamisesta ulkopuolelle (Hirvonen, Niskakangas & Steiner, 2003, s. 102). Hallan (2003, s. 94) mukaan hallituksella onkin merkittävä rooli yhtiön arvojen määrittämisessä sekä myös niistä viestimisessä. Vaikka hallituksen roolin katsotaankin olevan niin osakkeenomistajien kuin yrityksen etujen edustaminen, hallituksesta tulee usein käytännössä osa yrityksen johtoa, mikä saattaa hankaloittaa hallituksen valvontafunktion toteutumista (Uribe-Bohorquez ym., 2018).

Hallitus vastaa yhdessä toimivan johdon ja toimitusjohtajan kanssa yhtiön tavoitteiden asettamisesta, strategisista suuntauksista sekä optimaalisen johtamis- ja hallinnointijärjestelmän laatimisesta (Ratsula, 2021, s. 63). Lisäksi hallituksen tehtävänä on niin toimitusjohtajan valitseminen kuin mahdollinen irtisanominen sekä myös hänen palkitsemisestaan päättäminen (Jensen, 1993). Hallituksella on myös tärkeä rooli päätöksenteossa (Merendino & Melville, 2019), sillä sen tehtäviin kuuluu muun muassa sijoituspolitiikkaan, hallinnointiin sekä muihin tärkeisiin seikkoihin liittyvien päätösten vahvistaminen (Bhagat & Bolton, 2008). Johdon valvonnan ohella hallituksen jäsenet tarjoavat strategista neuvonantoa (Agrawal & Knoeber, 2012). Lisäksi hallituksen tehtäviin kuuluvat myös kaikki sellaiset tehtävät, joita ei ole erikseen määrätty toimitusjohtajalle tai muulle toimielimelle (Halla, 2003, s. 115). Kaiken kaikkiaan hallituksen tulee huolehtia siitä, että yrityksen toiminta on lakien sekä eettisten standardien mukaista (Adebayo ym., 2014). Yrityksen hallitusta voidaankin luonnehtia corporate governancen selkärangaksi (Assenga, Aly & Hussainey, 2018).

Hallintorakenteet kuitenkin vaihtelevat eri puolella maailmaa. Tyypillisin rakenne on niin sanottu yksitasoinen hallinnointimalli (*one-tier board*), jossa hallitukseen kuuluu niin riippumattomia jäseniä kuin yrityksen toimivaan johtoon kuuluvia jäseniä. Toisaalta joissakin valtioissa hallinnointimalli on kaksitasoinen (*two-tier board*), mikä tarkoittaa sitä, että hallituksen valvonta- ja johtamisfunktiot

on erotettu toisistaan. Tällaisissa yrityksissä on toimivaan johtoon kuuluvista jäsenistä koostuva johtokunta sekä riippumattomista jäsenistä koostuva hallintoneuvosto. Lisäksi joissakin valtioissa esiintyy variaatioita edellä mainituista malleista sekä niin sanottuja hybridimalleja. (OECD, 2023, s. 134.) Kuviossa 3 havainnollistetaan yksi- ja kaksitasoisia hallinnointimalleja.



KUVIO 3 Yksi- ja kaksitasoiset hallinnointimallit

Hallituksen ja toimitusjohtajan välinen suhde perustuu luottamukseen ja yhtiön suoriutumisen kannalta on tärkeää, että osapuolten välinen informaationvaihto toimii sujuvasti (Hirvonen ym., 2003, s. 269). Hirvosen ym. (2003, s. 273) mukaan hallitukselle ja toimitusjohtajalle kuuluvia työtehtäviä voi olla välillä vaikeaa erottaa toisistaan. Olisi kuitenkin tärkeää, ettei työnjako painottuisi liikaa toimitusjohtajalle, jottei hallituksen valvontatehtävän suorittaminen estyisi tai päinvastoin, ettei toimitusjohtaja menettäisi toimintakykyänsä – kuitenkin toimitusjohtaja on käytännössä yhtiön tärkein toimielin (Hirvonen ym., 2003, s. 102, 273).

Hallitusten rakenteeseen ja toimintaan on alettu kiinnittää yhä enemmän huomiota, sillä näillä ominaisuuksilla on huomattu olevan vaikutuksia yritysten taloudelliseen suoriutumiskykyyn. Tästä syystä on laadittu useita reformeja, joilla on pyritty tehostamaan hallitusten toimintaa sekä ylipäätään hyvää hallinnointikäytäntöä. (Germain, Galy & Lee, 2014.) Hallan (2003, s. 92) mukaan hallituksen kokoonpanoa muodostaessa huomioitavia ominaisuuksia ovat jäsenten osaaminen sekä riittävä tuntemus yhtiön toimialasta ja toimintaympäristöstä. Lisäksi olisi tärkeää, että hallituksessa vallitsisi tasapaino myös jäsenten iän ja sukupuolen osalta (Halla, 2003, s. 92). Adebayon ym. (2014) mukaan on olennaista, että hallituksen jäsenet ovat luonteeltaan vastuullisia sekä rehellisiä ja heidän tulee olla myös sitoutuneita yrityksen kehittämiseen.

Hallan (2003, s. 92) mukaan hallituksen jäsenet ovat vastuussa sidosryhmien odotuksien tunnistamisesta sekä toisaalta myös niiden muuttumisen tarkkailemisesta. Yrityksen osakkeenomistajat valitsevat hallituksen jäsenet yhtiökokouksessa (Kalantonis, Schoina & Kallandranis, 2023). Mikäli johto toimii

tehottomasti, hallitus voi tarvittaessa korvata johtajia uusilla tehostaakseen yhtiön toimintaa (Maher & Andersson, 2000) ja samalla periaatteella hallituksen jäseniä voidaan korvata, mikäli osakkeenomistajat eivät ole tyytyväisiä hallituksen toimintaan (Kalantonis ym., 2023). Käytännössä ylintä valtaa osakeyhtiössä käyttää siis yhtiökokous (Halla, 2003, s. 114).

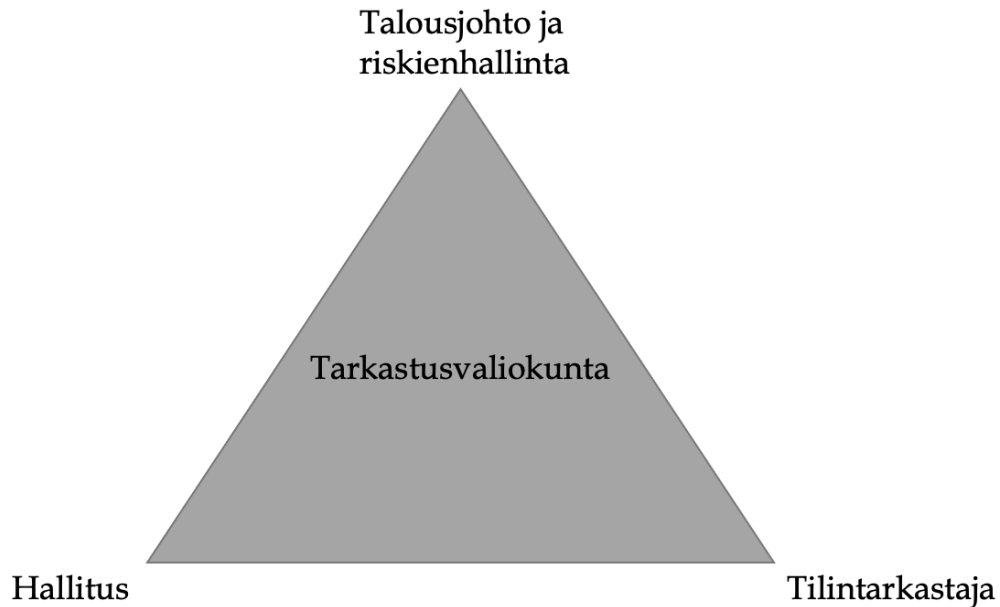
Hallitukset jakaantuvat pienempiin valiokuntiin tehostaakseen valvonta-tehtäväänsä (Agrawal & Knoeber, 2012; Azim, 2012). Valiokuntien muodostaminen mahdollistaa hallituksen jäsenten tarkemman paneutumisen yhtiön asioihin ja näin ollen niiden käsittelyyn voidaan käyttää enemmän aikaa (Hirvonen ym., 2003, s. 284). Kuten itse hallituksen, myös hallituksen valiokuntien tehtävänä on valvoa johdon toimintaa sekä tarjota neuvontaa (Agrawal & Knoeber, 2012). Laingin ja Weirin (1999) mukaan valiokuntien tehtävien ollessa hallituksen suoriutumisen valvominen, niiden odotetaan myös motivoivan hallitusta edistämään yrityksen suoriutumista ja toisaalta lisäävän sijoittajien luottamusta yritykseen. Valiokunnissa ei ole ulkopuolisia jäseniä, vaan jäsenet valitaan hallituksen sisältä, vaikkakin ulkopuolisten asiantuntijoiden palvelujen hyödyntäminen on sallittua (Hirvonen ym., 2003, s. 284). Halla (2003, s. 96) huomauttaa, että valiokuntien muodostaminen voi olla tarpeellista myös johdon ja omistajien välisten intressiristiriitojen välttämiseksi. Yleisimmät ja myös eri hallinnointikoodeissa suositelluimmat valiokunnat ovat tarkastus-, palkitsemis- ja nimitysvaliokunnat (Agrawal & Knoeber, 2012; Puni & Anlesinya, 2020). Muita mahdollisia valiokuntia ovat esimerkiksi investointi-, rahoitus-, (Agrawal & Knoeber, 2012) riski- sekä erilaiset ESG/CSR-valiokunnat (de Villiers & Dimes, 2021).

Nimitysvaliokunnan tehtävänä on ehdottaa yhtiökokoukselle uusia hallituksen jäseniä nimitettäväksi, mutta sen vastuualueeseen ei kuitenkaan kuulu yritysjohtoa koskevat nimitysesitykset. Tämän hoitaa tyypillisesti palkitsemisvaliokunta. (Halla, 2003, s. 96; Hirvonen ym., 2003, s. 298.) Palkitsemisvaliokunnan tehtävänä on määrittää asianmukaiset tasot ylimmän johdon palkoille sekä esimerkiksi suoriutumiseen perustuville palkkioille. Tässä valiokunnassa korostuu riippumattomien jäsenten merkitys; on tärkeää, että riippumattomat jäsenet arvioivat palkitsemiseen liittyviä päätöksiä itsenäisesti siten, että ylin johto on tyytyväinen palkitsemisen tasoon, mutta toisaalta osakkeenomistajien edut huomioidaan. (Laing & Weir, 1999.)

Tarkastusvaliokuntien tehtävänä on valvoa yrityksen sisäisiä ja ulkoisia tarkastajia, samalla huolehtien osakkeenomistajien eduista (Ezat & El-Masry, 2008). Sen voidaan sanoa toimivan tiedonvaihtajana hallituksen, sisäisen valvonnan ja ulkoisen tarkastajan välillä (Puni & Anlesinya, 2020). Sille kuuluvat tehtävät voivat erota hyvinkin paljon pienten yhtiöiden ja globaalien konsernien välillä, ja kaikille valiokunnille tulee laatia omat työjärjestyksensä, joissa määritellään tarkasti niille kuuluvat tehtävät (Ratsula, 2021, s. 67). Tärkeimmäksi tarkastusvaliokunnan tehtäväksi voidaan kuitenkin mainita luotettavan taloudellisen raportoinnin varmistaminen (Kyere & Ausloos, 2021). Näiden valiokuntien muodostamisella pyritään aikaansaamaan taloudellisen raportoinnin riippumattomuutta, minkä katsotaan vähentävän johdon ja omistajien välisiä intressiristiriitoja (Leino ym., 2020, s. 14). Hyvän hallinnointitavan mukaisesti tarkastusvaliokunnan kuuluu vuosittain raportoida yrityksen tilinpäätöksen käsittelyprosessista yhdessä johdon ja sisäisten tarkastajien kanssa (Ezat & El-Masry, 2008).



Tarkastusvaliokunnan rooli on hallitusta avustava, eli sillä ei ole itsenäistä päätösvaltaa – sen tehtävänä on valmistella hallitukselle kuuluvia asioita ja lopulta hallitus tekee asiaa koskevat päätökset (Leino ym., 2020, s. 100). Kuviossa 4 havainnollistetaan tarkastusvaliokunnan roolia yrityksessä.



KUVIO 4 Tarkastusvaliokunnan rooli yrityksessä (Leino ym., 2020, s. 128).

Hallituksen toimintaa motivoivat tyypillisesti erilaiset oikeudelliset vastuut ja toisaalta myös haitallisen julkisuuden välttely. Kuitenkaan näiden motiivien mukaan toimiminen ei välttämättä paranna yrityksen tehokkuutta tai luo sille lisäarvoa. (Jensen, 1993.) Lipton ja Lorsch (1992) kuvailevat tehokasta hallitusta ryhmänä jäseniä, jotka työskentelevät kohti yhteistä tavoitetta, kykenevät kommunikoimaan toistensa kanssa selkeästi ja pääsevät yhteisymmärrykseen erimielisyyksistä huolimatta. Koufopoulos, Zoumbos, Argyropoulou ja Motwani (2008) toteavat hallituksen toimivan parhaiten silloin, kun sen jäsenet arvostavat koko ryhmän suoriutumista enemmän kuin omaa henkilökohtaista suoriutumistaan. Hallituksen tehokkuutta voidaan mitata erilaisten muuttujien avulla. Yleisesti käytettyjä mittareita ovat hallituksen koko, riippumattomien jäsenten määrä hallituksessa sekä toimitusjohtajan kaksoisrooli (Naimah & Hadimah, 2017).

## 2.3 Corporate governance Yhdysvalloissa

Yhdysvalloissa noudatetaan angloamerikkalaista corporate governance -mallia, jonka keskiössä ovat osakkeenomistajien ja johdon edut (Meier & Meier, 2014). Tällaiselle osakkeenomistajalähtöiselle corporate governance -mallille on tyypillistä muun muassa aktiiviset institutionaaliset sijoittajat sekä riippumattomat jäsenet yhtiöiden hallituksissa (Mehrotra, 2016). Yhdysvallat on vapaa markkinatalous ja siellä sijaitsevilla yrityksillä voidaan sanoa vallitsevan ulkopuolisten hallitsema järjestelmä, joka tuottaa korkealaatuista asiantuntemusta sekä luo painetta osakkeenomistajien arvonn kasvattamiselle (Tylecote & Ramirez, 2006). Yksi merkittävimmistä eroavaisuuksista yhdysvaltalaisen ja eurooppalaisen corporate governance -ympäristön välillä liittyy yhtiöiden omistusrakenteeseen; yhdysvaltalaisen yhtiöiden omistus on hyvin hajaantunutta, kun taas eurooppalaisten yhtiöiden omistus on tyypillisesti keskittynyttä pienelle joukolle (Maher & Andersson, 2000; Sorensen & Miller, 2017).

Ensimmäisinä Yhdysvaltojen corporate governancea käsittelevinä säädöksinä voidaan pitää vuoden 1933 arvopaperilakia (*the Securities Act of 1933*) sekä vuoden 1934 arvopaperipörssilakia (*the Securities Exchange Act of 1934*) (Salem, 2019). Näiden lakien tarkoituksena oli varmistaa, että sijoittajia kohdellaan oikeudenmukaisesti arvopaperimarkkinoilla (Sorensen & Miller, 2017). 1970-luvulla tunnettiin jo corporate governancen käsite, ja siitä säädettiin lisää niin ulkomaisia korruptiokäytäntöjä koskevassa laissa kuin myös Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomission toimesta. Säädökset koskivat sisäistä valvontaa sekä sisäistä taloushallintoa. Myös 1980–1990-luvuilla corporate governance -säädöksissä keskityttiin sisäiseen valvontaan ja tarkastukseen. Lisäksi näkemys riippumattomien hallitusten jäsenten tärkeydestä vahvistui. (Dora & Bhanotu, 2020.) Merkittävin corporate governance -käytäntöjä muovannut säädös on vuonna 2002 laadittu Sarbanes-Oxley-laki (SOX-laki), jonka tarkoituksena on ollut parantaa yritysten julkaisemien tietojen luotettavuutta (Halla, 2003, s. 23). SOX-laki toi muutoksia kaikille corporate governancen osa-alueille, korostaen erityisesti tilintarkastajien riippumattomuuden vaatimusta ja yritysten vastuuta. Merkittävä uudistus oli myös seuraamusten määrittäminen johtajille ja tilintarkastajille, jotka syyllistyivät vilpillisiin toimiin. (Dora & Bhanotu, 2020.) Finanssikriisin jälkeen vuonna 2010 laaditun Dodd-Frank Wall Street reformin ja kuluttajansuojalain tarkoituksena oli välttää uuden totaalisen taloudellisen taantumän syntyminen. (Dora & Bhanotu, 2020).

Yhdysvaltojen kansalliset corporate governance -koodit ja -periaatteet on esitetty New Yorkin pörssin manuaalissa listayhtiöille (*NYSE Listed Company Manual*) sekä Nasdaqin ohjekirjassa (*Nasdaq Rulebook*) (OECD, 2023, s. 55). Edellä mainitut pörssit toimivat hallinnointikoodien ylläpitäjinä Yhdysvalloissa (OECD, 2023, s. 58). Vastoin useiden muiden valtioiden käytäntöä, Yhdysvalloissa yhtiöt eivät voi nojata ”noudata tai selitä”-periaatteeseen (OECD, 2023, s. 55). Vaatimukset corporate governance -käytännöille ovat siis sitovia (Meier & Meier, 2014).

Corporate governance Yhdysvalloissa pohjautuu yksitasoiseen hallinnointimalliin, jossa hallitus koostuu ensisijaisesti osakkeenomistajien äänestämistä

toimivaan johtoon kuulumattomista jäsenistä. Osassa hallituksista on sekä toimivaan johtoon kuuluvia että kuulumattomia jäseniä ja on myös mahdollista, että hallituksen puheenjohtajana toimii yhtiön toimitusjohtaja. (Meier & Meier, 2014.) Toisin sanoen Yhdysvalloissa ei ole suositusta tai vaatimusta näiden johtajuusroolien eriyttämisestä eri henkilöille, toisin kuin suuressa osassa OECD-valtioita (OECD, 2023, s. 164). Business Roundtablen ohjeistuksen mukaan kunkin yrityksen tulee itse määritellä, minkälainen johtamisrakenne soveltuu sille parhaiten (Jermias & Gani, 2014). Business Roundtable on yhdistys, joka koostuu Amerikan johtavien yritysten pääjohtajista ja jonka tavoitteena on edistää Yhdysvaltojen taloutta (Business Roundtable, 2023).

Yhdysvaltalaisten listayhtiöiden hallitukset ovat tyypillisesti pienikokoisia ja ne koostuvat suurilta osin riippumattomista jäsenistä (Mehrotra, 2016). Listalleottosäännöksissä edellytetään, että hallituksessa tulee olla vähintään kolme jäsentä. Hallituksen jäsenten lukumäärälle ei ole laissa asetettua maksimimäärää. (OECD, 2023, s. 161.) Yli 50 % hallituksen jäsenistä tulee olla riippumattomia (OECD, 2023, s. 164). Tämä ei koske ”kontrolloituja yrityksiä”, joilla tarkoitetaan listayhtiöitä, joiden äänivallasta johtajien valinnassa yli 50 % on keskittynyt yhdelle henkilölle tai ryhmälle (NYSE, 2023; OECD, 2023, s. 166). Tarkastus-, nimitys- sekä palkitsemisvaliokuntien kaikkien jäsenten tulee olla riippumattomia (OECD, 2023, s. 170).

## 3 CORPORATE GOVERNANCE -MUUTTUJAT

### 3.1 Hallituksen koko

Tutkimuksissa on havaittu, että hallituksen toiminnan tehokkuuteen vaikuttaa sen koko eli hallituksen jäsenten lukumäärä (Yan ym., 2021). Hallituksen optimaalista kokoa ja sen yhteyttä yritysten taloudelliseen suoriutumiseen on tutkittu laajasti. Yleisenä käsityksenä on, että hallituksen koon rajoittamisella on positiivisia vaikutuksia yritysten suoriutumiseen, sillä kommunikointi ja päätöksenteko on tehokkaampaa pienemmissä hallituksissa (Naimah & Hamidah, 2017). Ehikioya (2009) kuitenkin huomauttaa, ettei aikaisemmissa tutkimuksissa ole saavutettu yksimielisyyttä siitä, millä tavalla hallituksen koko lopulta vaikuttaa yrityksen suoriutumiseen. Esimerkiksi Kyere ja Ausloos (2021) osoittavat tutkimuksessaan, että hallituksen jäsenten määrän kasvattamisella on positiivisia vaikutuksia yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen. He väittävät, että suuri hallituksen koko tehostaa hallituksen valvontafunktiota. Eisenberg, Sundgren ja Wells (1998) toteavat, että suurikokoinen hallitus todennäköisesti koostuu myös suuremmasta määrästä riippumattomia jäseniä, jotka tekevät päätöksiä huolellisesti - riippumattomien jäsenten on tärkeää huolehtia heidän maineestaan, minkä johdosta heidän tekemiensä päätösten tulisi edistää yrityksen suoriutumiskykyä. Lisäksi Kyereboah-Coleman ja Biekpe (2006) toteavat, että suurempikokoisissa hallituksissa on todennäköisesti monipuolista asiantuntemusta ja toimitusjohtajan on myös hankalampaa dominoida hallitusta, jossa on enemmän jäseniä.

Suurempikokoisten hallitusten kannattajat saattavat perustella näkemystään myös sillä, että pienikokoisissa hallituksissa ei välttämättä saavuteta riittävää itseluottamusta ja ymmärrystä, joita tarvittaisiin strategisten muutosten toteuttamisessa. Toisaalta suuri lukumäärä hallituksen jäseniä aiheuttaa kustannuksia eikä suurikokoisessa hallituksessa välttämättä saavuteta päätöksenteon kannalta välttämätöntä johdonmukaisuutta, mikä puolestaan voi johtaa konflikteihin. (Manna, Sahu & Gupta, 2016.)

Garg (2007) väittää, että yrityksen huono suoriutuminen johtaa hallituksen koon kasvuun, mikä puolestaan haittaa yrityksen suoriutumista. Guestin (2009) mukaan suurten hallitusten epäkohtia ovat vapaamatkustajaongelmat sekä koordinoinnin kustannukset. Vapaamatkustajaongelmalla viitataan tilanteeseen, jossa hallituksen jäsen haluaa hyötyä toisten jäsenten suorittamasta valvonnasta ja niin sanotusti pyrkii vapaamatkustamaan toisten kustannuksella (Agrawal & Knoeber, 2012). Suurikokoisissa hallituksissa aiheutuu koordinoitukustannuksia, sillä mitä enemmän hallituksessa on jäseniä, sitä hankalampaa on saada koko hallitus koolle samanaikaisesti (Afrifa & Tauringana, 2015). Beiner ym. (2004) huomauttavat, että suurempikokoisen hallituksen myötä lisääntynyt johtamiskapasiteetti voi kuitenkin kompensoida mahdollisesti esiintyviä koordinointi- ja kommunikointihaittoja.

Lipton ja Lorsch (1992) toteavat, että yli kymmenen hengen hallituksessa jäsenten on entistä hankalampaa saada ilmaistua omia mielipiteitään. Heidän mukaansa tätä pienemmissä hallituksissa jäsenet pystyvät tutustumaan toisiinsa paremmin ja käymään tehokkaampia keskusteluita, huomioiden jokaisen hallituksen jäsenen mielipiteet ja ajatukset. Vaikka jotkut saattavat väittää, että hallituksen koon rajoittaminen vähentää erilaisten näkemysten skaalaa ja heikentää hallitusten diversiteettiä, Lipton ja Lorsch (1992) uskovat, että 5–6 huolellisesti valittua hallituksen riippumatonta jäsentä pystyvät huolehtimaan näkökulmien monipuolisuudesta. Liptonin ja Lorschin (1992) näkemystä tukee myös Guest (2009), jonka mukaan optimaalinen hallituksen koko on alle 10 jäsentä.

De Andres, Azofra ja Lopez (2005) toteavat, että markkinat reagoivat positiivisesti hallituksen koon pienentämiseen, kun taas hallituksen koon kasvattaminen tyypillisesti pienentää oman pääoman arvoa. He kuitenkin huomauttavat, että mitä enemmän jäseniä hallituksessa on ennestään, sitä pienempi negatiivinen vaikutus seuraa uudesta jäsenestä. Tämä tarkoittaa sitä, että hallituksen koon kasvattamisesta kärsivät eniten pienet ja keskisuuret yritykset, kun taas suurille yrityksille ei aiheudu negatiivisia seurauksia samassa mittakaavassa.

On kuitenkin huomioitava, että hallituksen tehtävät ja roolit saattavat erota eri valtioiden välillä, jolloin myös hallituksen koolla voi olla erilainen merkitys yritysten suoriutumista tarkastellessa (Guest, 2009; Zabri, Ahmad & Wah, 2016). Lisäksi Christensen ym. (2015) toteavat, että hallituksen optimaaliseen kokoon vaikuttaa myös yrityksen koko, sillä suuremmat yritykset harjoittavat monipuolisempaa liiketoimintaa ja niillä on monipuolisemmat toiminta- ja rahoitusraken- teet. Täten suurten yritysten toimivaa johtoa on myös perusteltua valvoa tarkemmin, jolloin suurempikokoisesta hallituksesta voi olla hyötyä.

### 3.2 Hallituksen riippumattomuus

Hallituksen kokoonpano on keskeinen corporate governance -mekanismi, sillä hallituksen jäsenet ovat vastuussa yrityksen johdon päivittäisen toiminnan valvomisesta (Rose, 2016) sekä päätöksenteosta. Täten on tärkeää varmistaa, etteivät yksittäiset jäsenet tai jäsenryhmät pääsisi hallitsemaan hallituksen

päätöksentekoa, vaan hallituksessa vallitsisi tasa-arvo kaikkien jäsenten välillä. (Puni & Anlesinya, 2020.) Yhtiöiden vähemmistöosakkaat tyypillisesti haluavatkin riippumattomia jäseniä hallitukseen, sillä heitä pidetään objektiivisina johdon toiminnan valvojina (Kim, Kitsabunnarat-Chatjuthamard & Nofsinger, 2007).

Tehokkaasti toimiva hallitus koostuu sekä riippumattomista jäsenistä että sellaisista jäsenistä, jotka kuuluvat myös yhtiön toimivaan johtoon (Fuzi ym., 2016; Christensen ym., 2015). Hallituksen riippumattomat jäsenet eli niin sanotut ulkopuoliset johtajat ovat henkilöitä, jotka eivät työskentele tai ole koskaan työskennelleetkään toimihenkilöinä yhtiössä tai kuulu sen sisäpiiriin (Guest, 2009; Ahmed & Hamdan, 2015). Ben Barka ja Legendre (2017) kuvailevat riippumattonta jäsentä sellaiseksi henkilöksi, jolla ei ole sellaista suhdetta yritykseen, sen ryhmään tai johtoon, joka voisi vaikuttaa hänen arviointikykyynsä. Hallan (2003, s. 93) mukaan hallituksen jäsenen riippumattomuutta voi vaarantaa läheinen sukulaisuussuhde yrityksen johtoon kuuluvan henkilön kanssa, pitkäaikainen liiketoimintayhteys yritykseen sekä toimiminen yhtiölle merkittävän omistajan edustajana. Riippumattomat jäsenet kuitenkin toimivat hallituksen tasavertaisina jäseninä (Germain ym., 2014) ja ovat oikeutettuja äänestämään hallituksen kokouksissa, aivan kuten yhtiön johtoon kuuluvat hallituksen jäsenet eli sisäiset johtajat (Laing & Weir, 1999).

Riippumattomien jäsenten merkitys on korostunut puutteellisesta hallinnointikäytännöstä aiheutuneiden yritysskandaalien myötä (Fuzi ym., 2016). Useiden valtioiden hallinnointikoodit suosittelivatkin, että enemmistön hallituksen jäsenistä tulisi olla riippumattomia (Germain ym., 2014; Al-Saidi, 2021). OECD:n (2023, s. 134) mukaan tyypillisin suositus on, että hallituksen jäsenistä vähintään 50 % tulisi olla riippumattomia. Gargin (2007) mukaan hallituksen riippumattomuuden positiivinen vaikutus yrityksen suoriutumiseen on suurin, kun hallituksessa on riippumattomia jäseniä 50–60 %.

Riippumattomien jäsenten läsnäolosta hallituksessa voikin seurata erilaisia hyötyjä yritykselle. Pucheta-Martínezin ja Gallego-Álvarezin (2020) mukaan riippumattomat jäsenet pystyvät sovittamaan osakkeenomistajien ja johtajien edut sekä tarpeet yhteen todennäköisemmin kuin sisäiset johtajat. Dunn ja Sainty (2009) toteavat, että hallituksen riippumattomat jäsenet pystyvät tyypillisesti reagoimaan eri sidosryhmien tarpeisiin paremmin kuin ei-riippumattomat jäsenet. Riippumattomien jäsenten tulisikin toimia ikään kuin vahtikoirina, suojellen vähemmistöasemassa olevien sidosryhmien etuja (Cavaco, Challe, Crifo, Rebérioux, Roudaut, 2016). Heidän tärkeänä tehtävänä on myös valvoa toimitusjohtajan ja ylimmän johdon suoriutumista (Fuzi ym., 2016) ja tarjota riippumattomia näkemyksiään hallituksen kokouksissa käsiteltäviin asioihin (Germain ym., 2014). Tämä vähentää riskiä eturistiriitojen ilmenemiseen ja mahdollistaa ylimmän johdon toiminnan objektiivisen arvioimisen (Judge, Naoumova & Koutzevol, 2003).

Hirvosen ym. (2003, s. 196) mukaan on tärkeää, että hallituksen jäsenillä olisi rohkeutta esittää enemmistöstä eriäviäkin mielipiteitä hallituksen kokouksissa. Fuzi ym. (2016) väittävätkin, että hallituksen riippumattomat jäsenet kykenevät haastamaan toimitusjohtajan sekä johtoryhmän näkemyksiä, tarkoituksestaan varmistaa osakkeenomistajien edun mukaisen toiminnan toteutuminen. Konfliktien ilmetessä sisäisten johtajien välillä riippumattomat hallituksen jäsenet toimivat sovittelijoina ja auttavat saavuttamaan yhteisymmärryksen

(Fama & Jensen, 1983). Riippumattomat jäsenet ovat usein myös muiden yhtiöiden hallitusten jäseniä, joten suojellakseen mainettaan heidän on olennaista huolehtia siitä, että heidän tekemänsä päätökset ovat aina linjassa osakkeenomistajien etujen kanssa (Laing & Weir, 1999). Toisaalta riippumattoman jäsenen osallisuus useiden muidenkin yhtiöiden hallituksissa saattaa pahimmillaan tarkoittaa myös sitä, että hän on hyvin kiireinen eikä välttämättä pidä yritystä itselleen erityisen tärkeänä (Lipton & Lorsch, 1992). Hirvosen ym. (2003, s. 193) mukaan Yhdysvalloissa onkin arvioitu, että yhdellä henkilöllä tulisi olla maksimissaan kolme hallituspaikkaa, muutoin hänen panostuksensa yhtiön suoriutumisen edistämiseen heikkenee.

Onkin siis tärkeää, että hallituksessa on myös sisäisiä johtajia, eli hallituksen jäseniä, jotka kuuluvat yhtiön toimivaan johtoon (Guest, 2009). Bhagat ja Black (2002) toteavat, että riippumattomat jäsenet saattavat olla melko tietämättömiä yhtiön toiminnasta. Sisäiset johtajat ovat mukana yhtiön päivittäisessä toiminnassa ja näin ollen he saavat myös nopeammin ja kokonaisvaltaisemmin informaatiota organisaation toiminnasta eri osa-alueilla. Lisäksi sisäisillä johtajilla on juuri kyseistä yhtiötä koskevaa arvokasta tietämystä, kun taas ulkopuolisilla johtajilla on enimmäkseen yleisluontoista tietämystä. (Liu, Miletkov, Wei & Yang, 2015.) Myös Garg (2007) esittää riippumattomien jäsenten mahdollisen tehottomuuden syiksi tehtävään vaadittavan perehdytyksen puutteellisuutta sekä tietämättömyyttä heiltä odotettavista toimintatavoista, tehtävistä sekä vastuista. Halla (2003, s. 93) kuitenkin huomauttaa, että hallituksen riippumattomat jäsenet tyypillisesti perehdytetään yhtiön toimintaan erityisillä ohjelmilla ja tiedonsaanti pyritään varmistamaan johdon asianmukaisella raportoinnilla. Fama ja Jensen (1983) toteavat, että sisäiset johtajat tietävät yrityksen tarpeet ja näin ollen he osaavat myös ehdottaa hallitukseen sellaisia riippumattomia jäseniä, joilla on hyödyllistä osaamista yrityksen toimintaa ajatellen. Voidaankin todeta, että hallituksen kokoonpanon muodostamisessa on kyse kompromissista laajemman tietämyksen sekä tehokkaamman päätöksenteon välillä (Agrawal & Knoeber, 2012). Vaikka sisäisten johtajien läsnäololla hallituksessa on havaittu olevan hyötyjä, yleisesti kuitenkin suositaan hallitusta, jonka jäsenistä suurin osa on riippumattomia (De Andres ym., 2005).

### 3.3 Toimitusjohtajan kaksoisrooli

Toimitusjohtajan kaksoisroolin hyödyllisyys on kiistelty aihe, sillä hallituksen tehtävänä on valvoa ja arvioida toimitusjohtajan toimintaa (Judge ym., 2003). Useiden suurten yritysten, kuten Enronin tai WorldComin, romahtamisen yhtenä aiheutumissyynä on pidetty toimitusjohtajan kaksoisroolia (Jackling & Johl, 2009). Wijethilake ja Ekanayake (2020) täsmentävät, että 2000-luvun alun yrityskandaaliryppään kymmenestä yrityksestä kahdeksassa toimitusjohtaja toimi myös hallituksen puheenjohtajana. Tästä motivoituneena viime vuosien aikana useat yritykset ovatkin eriyttäneet hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan roolit eri henkilöille, kun taas vain pieni osa yrityksistä on yhdistänyt nämä roolit

samalle henkilölle (Nazar, 2016). Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolien eriyttämisellä onkin pyritty lisäämään hallituksen toiminnan vastuullisuutta (Maher & Andersson, 2000).

Hallituksen puheenjohtajan tehtävänä on johtaa hallituksen kokouksia sekä tarkkailla toimitusjohtajan arviointia, palkitsemista sekä tarvittaessa irtisanomista ja uuden toimitusjohtajan palkkaamista (Jensen, 1993). Hallituksen kokouksissa äänestystilanteen mennessä tasan puheenjohtajalla on ratkaiseva ääni (Hirvonen ym., 2003, s. 108). Toimitusjohtaja puolestaan on vastuussa yrityksen juoksevasta hallinnoinnista, mukaan lukien hallitusten päätösten toimeenpanosta (Laing & Weir, 1999). Lisäksi yhtiön juoksevaan hallintoon sisältyvät muun muassa erilaisten sopimusten laatiminen, yhtiön edustaminen yhdessä hallituksen kanssa, henkilöstöhallintoon liittyvät asiat sekä ylempien toimielinten päätösten laatiminen ja täytäntöönpano (Hirvonen ym., 2003, s. 265).

Vaikka yleisesti hyvän hallinnointikäytännön mukaan hallituksen puheenjohtajan ja yhtiön toimitusjohtajan roolit tulisi eriyttää eri henkilöille, tutkimuksissa tämän johtamisrakenteen vaikutuksista yritysten suoriutumiseen ei kuitenkaan olla saavutettu yksimielisyyttä (Azeez, 2015). Tutkimustulosten ristiriitaisuudesta huolimatta niin sääntelyviranomaiset kuin osakkeenomistajatkin ovat painostaneet yrityksiä eriyttämään nämä roolit eri henkilöille (Chen, Lin ja Yi 2008).

Toimitusjohtajan kaksoisroolin vastustajat vetoavat hallituksen suorittaman johdon valvonnan laadun heikkenemiseen sekä päätöksentekokyvyn huonontumiseen (Rashid, 2018). Jensenin (1993) mukaan on selvää, ettei toimitusjohtaja voi suorittaa tehtävänsä hallituksen puheenjohtajana ilman, että hänen oman etunsa tavoittelu vaikuttaisi hänen toimintaansa ja näin ollen hallituksen tehokkuuden kannalta olisi äärimmäisen tärkeää, että puheenjohtajana toimisi riippumaton henkilö. Anum Mohd Ghazali (2010) toteaa, että riippumattoman puheenjohtajan tulee varmistaa, että hallituksen päätökset kuvastavat enemmistön mielipiteitä, eikä yksittäisen henkilön hallitsevia näkemyksiä. Hallituksen puheenjohtaja kontrolloi hallituksen jäsenille jaettavaa informaatiota, joten kaksoisjohtajuuden vallitessa on syytä kyseenalaistaa, kykeneekö hallitus arvioidaan toimitusjohtajan toimintaa asianmukaisesti (Jackling & Johl, 2009). Lisäksi toimitusjohtajan toimiessa myös hallituksen puheenjohtajana johdon määräävä asema vahvistuu ja näin ollen osakkeenomistajien etujen mukainen toiminta ei välttämättä toteudu (Azim, 2012). Toimitusjohtajan kaksoisroolin merkittävänä riskinä voidaankin pitää vallan väärinkäyttöä (Nazar, 2016). Myös Moscu (2015) pitää kaksoisroolia ongelmallisena, sillä tällöin valta keskittyy liikaa yrityksen toimivaan johtoon kuuluville henkilöille ja näin ollen yrityksen tehokkuuden arviointi saattaa vaarantua. Rahman ja Haniffa (2005) toteavat, että mikäli puheenjohtajan ja toimitusjohtajan roolit päätetään yhdistää samalle henkilölle, hallituksessa tulisi olla runsaasti riippumattomia jäseniä ja yrityksen tulisi myös julkisesti selittää, miksi rooleja ei ole eriytetty eri henkilöille.

Toimitusjohtajan kaksoisroolin kannattajat korostavat johtamisrakenteen hyötynä selkeämpää ja vahvempaa auktoriteettia (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). Chen ym. (2008) huomauttavat, että toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolien eriyttämisestä eri henkilöille saattaa aiheutua haittoja; informaation oikea-aikaisesta jakamisesta aiheutuu kustannuksia ja



päätöksentekoprosessi hidastuu. Vahvan auktoriteetin ollessa läsnä voidaan välttyä konflikteilta sekä koordinaatio-ongelmilta, mikä ohjaa yrityksiä strategisesti haluttuun suuntaan, tehostaa päätöksentekoa ja näin ollen parantaa yrityksen suoriutumiskykyä. Lisäksi toimitusjohtajilla on ensiarvoisen tärkeää tietämystä yrityksestä, sen toimintaympäristöstä ja kilpailijoista. (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020.) Myös Hassan, Houston, Karim ja Sabit (2023) huomauttavat, että yritysten taloudellinen suoriutumiskyky voi heikentyä, mikäli hallituksen ja toimitusjohtajan välillä ilmaantuu erimielisyyksiä. Amban (2014) mukaan liiallinen hallituksen autonomia voi olla haitallista yrityksen suoriutumisen kannalta, sillä hallitus voi tarpeettomasti rajoittaa operatiivisen johdon liiketoimintasuunnitelmia. Nazar (2016) toteaa kaksoisjohtajuudesta seuraavan hyötyjä, mikäli toimitusjohtaja kykenee työskentelemään tiiviisti hallituksen kanssa luodakseen arvoa yritykselle. Lisäksi van Essen, Engelen ja Carney (2013) havaitsivat tutkimuksessaan, että kriisiaikana toimitusjohtajan kaksoisrooli vaikuttaa positiivisesti yritysten suoriutumiseen. Toisaalta Arslanin, Karanin ja Ekşin (2010) mukaan vaikutus on päinvastainen.

## 4 CORPORATE GOVERNANCE -TEORIAT

### 4.1 Agenttiteoria

Jensenin ja Mecklingin (1976) kehittämää agenttiteoriaa voidaan yleisesti pitää lähtökohtana corporate governanceen liittyvässä tutkimuksessa (Drobetz, Schillhofer & Zimmermann, 2004), esimerkiksi tutkittaessa corporate governance -mekanismien tehokkuutta (Christensen ym., 2015). Berle ja Means (1932) käsittelevät kirjassaan omistajuuden ja johtajuuden erillisyyttä, joka luo pohjan agenttiteorialle. Teoriassa osakkeenomistajia pidetään päämiehinä ja johtoa heidän agentteinaan (Calder, 2008, s. 11). Tässä agenttisuhteessa päämiehet pyytävät agentteja tekemään jotakin heidän puolestaan ja käytännössä luovuttavat heille päätöksentekovallan (Jensen & Meckling, 1976). Omistajuuden ja johtajuuden erillisyys aiheuttaa niin sanotun päämies-agentti-ongelman, sillä osapuolten väliset intressit voivat erota merkittävästikin (Christensen, Kent & Stewart, 2010). Yritysten johtajat saattavat esimerkiksi pyrkiä maksimoimaan omia palkkioitaan jopa suhteettoman suuriksi ja lisäämään vain omaa työtyytyväisyyttään (Laing & Weir, 1999; Calder, 2008, s. 11), kun taas omistajien merkittävimpänä intressinä on yrityksen arvon ja sitä kautta myös heidän varallisuutensa kasvattaminen (Laing & Weir, 1999). Yhtiön johtajien ja omistajien välillä vallitsee informaatioepäsymmetria, sillä johtajat ovat tietoisempia yhtiön tilasta ja toiminnasta kuin sen omistajat. Tämä herättää omistajissa epäluottamusta johtajien toimintaa kohtaan ja täten muodostuu tarve sovittaa heidän intressinsä yhteen erilaisten corporate governance -mekanismien avulla. (Fama & Jensen, 1983.)

Päämies-agentti-ongelma on hyvin yleinen ja sitä esiintyy kaikenlaisissa organisaatioissa, kaikilla johtamisen tasoilla (Jensen & Meckling, 1976). Agenttiteorian mukaan yksilöitä pidetään itsekkäinä ja opportunistisina (Rashid, 2018), jolloin molemmat agenttisuhteen osapuolet pyrkivät maksimoimaan omaa hyötyään. Näin ollen agentit eivät välttämättä toimi päämiesten etujen mukaisesti. (Jensen & Meckling, 1976; Calder, 2008, s. 11.) Riyadhin, Sukoharsonon ja Alfai-zan (2019) mukaan 2000-luvun alun yritysskandaalit saivat alkunsa juuri tällaisesta johtajien opportunistisesta käyttäytymisestä – johtajat manipuloivat

yrittäjien taloudellista informaatiota peittääkseen omien etujensa mukaista, itsestä käyttäytymistään. Täten päämies-agentti-ongelman seurauksena voidaan pitää yhtiön heikentyneitä suoriutumiskykyä (Agrawal & Knoeber, 2012). Yritysten pitäisi suoriutua sitä paremmin, mitä lievempiä agentti-ongelmat ovat (Bianco & Casavola, 1999). Agenttiteorian mukaan paremmin hallinnoidut yritykset suoriutuvat taloudellisesti paremmin ja ne myös arvostetaan korkeammalle pienempien agenttikustannusten johdosta (Azeez, 2015; Zhou, Owusu-Ansah & Maggina, 2018). Jensen ja Meckling (1976) toteavat, että agenttikustannuksia voidaan pitää osakkeenomistajien arvonmenetyksenä, johtuen intressiristiriidoista omistajien ja johdon välillä.

Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan agentti-ongelmaa tulisi pyrkiä ratkaisemaan joko yhteen sovittamalla päämiesten ja agenttien intressejä tai valvomalla agenttien käyttäytymistä, varmistaen korkeamman tuoton muodostumisen päämiehille. Myös Agrawal ja Knoeber (2012) mainitsevat nämä keinot agenttikustannusten pienentämiseksi. Päämiesten ja agenttien intressien yhteensovittamista voidaan edistää sisäisen omistajuuden lisäämisellä, eli tekemällä yhtiön johtajista myös sen osaomistajia. Täten johtajat pääsevät nauttimaan lisäeduista, eikä omistajien tarvitse valvoa johtajien toimintaa samalla tavalla. Toisaalta Agrawal ja Knoeber (2012) esittävät agentti-ongelman ratkaisemisen keinoksi johtajien valvomisen omistajien toimesta. Riippuen johtajien toiminnasta, omistajat joko palkitsevat tai rankaisevat heitä. Tämän menetelmän etuna on se, että johtajien käyttäytymisen ja mahdollisen palkinnon välinen yhteys on selkeä, jolloin kannustimista saadaan tehokkaampia ja johtajien on kannettava vähemmän riskejä. On kuitenkin huomioitava, että omistajien suorittama valvonta on kallista. (Agrawal & Knoeber, 2012.) Muita yleisesti käytettyjä mekanismeja agenttikustannusten pienentämiseen ovat riippumattomien hallituksen jäsenten läsnäolo, hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan roolin eriyttäminen sekä erilaisten hallituksen valiokuntien muodostaminen (Laing & Weir, 1999).

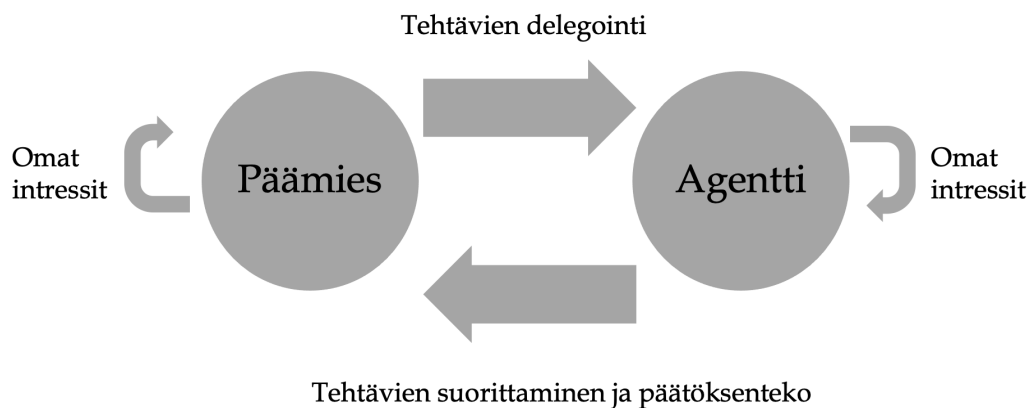
Agenttiteorian mukaan agenttikustannukset pienenevät, mikäli hallitus valvoo yrityksen toimivaa johtoa tehokkaasti. Tehokkaan valvonnan takaavat hallituksen riippumattomat jäsenet, jotka pystyvät kontrolloimaan toimivan johdon opportunistista toimintaa. (Makki & Lodhi, 2013.) Riippumattomien jäsenten uskotaan puolustavan osakkeenomistajien etuja tilanteissa, joissa sisäiset johtajat yrittävät tehdä riskialttiita päätöksiä (Jensen & Meckling, 1976). Hallituksen riippumattomuus siis tasapainottaa valtaa sisäisten ja ulkoisten johtajien välillä (Rashid, 2018). Agenttiteoria perustelee riippumattomien jäsenten lisäämistä hallitukseen myös sillä, että intressiristiriitatilanteissa he pystyvät suorittamaan ylimmän johdon valvontaa riippumattomasti (Jackling & Johl, 2009). Hallituksen riippumattomien jäsenten katsotaan toimivan siis yhtiön toimivan johdon valvojina ja he varmistavat yhtiön julkistaman taloudellisen informaation oikeellisuuden (Ben Barka & Legendre, 2017). Agenttiteoriaa voidaan pitää corporate governance -tutkimuksen tukipilarina ja sen hallitsevuus näkyy myös eri valtioiden hallinnointikoodeissa – suurimmassa osassa hallinnointikoodeja korostetaan hallituksen tehokkuuden parantamista riippumattomuuden kasvattamisella (Gaur, Bathula & Singh, 2015).

Agenttiteorian valossa tarkasteltuna toimitusjohtajan kaksoisroolin katsotaan kuvastavan huomattavaa sisäpiiriläisten valtaa yrityksessä. Teorian

mukaan tämä heikentää hallituksen kykyä valvoa johdon toimintaa ja näin ollen myös yrityksen suoriutumiskyvyn katsotaan huonontuvan. (Yu, 2023.) Voidaan siis todeta, että agenttiongelmien sekä -kustannukset ovat suurempia silloin, kun sama henkilö toimii sekä yhtiön toimitusjohtajana että hallituksen puheenjohtajana (Chen ym., 2008; Nazar, 2016). Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolin eriyttämistä pidetäänkin agenttiteorian mukaisesti merkittävänä kontrollimekanismina (Ezat & El-Masry, 2008; Kyere & Ausloos, 2021).

Lisäksi teorian mukaan hallituksen koon ja yrityksen suoriutumiskyvyn välillä on negatiivinen korrelaatio. Tätä perustellaan hallituksen koon kasvamisen myötä lisääntyvillä agenttikustannuksilla – suurempikokoisessa hallituksessa kommunikaatio ja koordinointi vaikeutuvat ja lisäksi saattaa esiintyä myös vapaamatkustajaongelmia. Pienempi hallituksen jäsenten lukumäärä mahdollistaa näiden agenttikustannusten vähentämisen ja samalla myös hallituksen tehokkuuden kasvamisen. (Yan ym., 2021.)

Kuviossa 5 havainnollistetaan päämies-agentti-suhdetta.

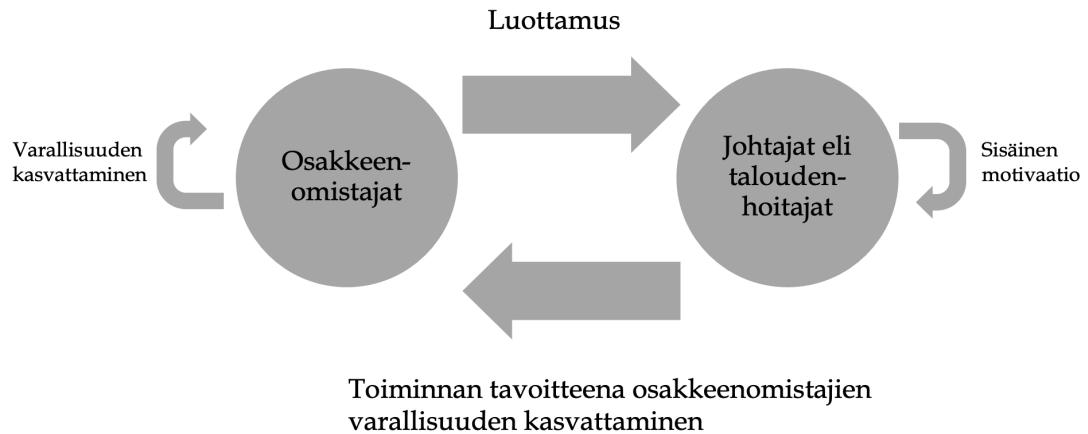


KUVIO 5 Agenttiteoria. (Mukaillen Jensen & Meckling, 1976).

## 4.2 Taloudenhoitajateoria

Toinen corporate governance -tutkimuksissa yleisesti sovellettu teoria on Donaldsonin ja Davisin (1991) esittelemä taloudenhoitajateoria (*stewardship theory*), joka juontaa juurensa organisaatiopsykologiasta ja -sosiologiasta. Taloudenhoitajateorian mukaan johtajien ja omistajien välillä ei ole intressiristiriitaa (Dulewicz & Herbert, 2004), vaan johtajat pyrkivät maksimoimaan osakkeenomistajien hyötyä oman hyötynsä sijaan, toisin kuin agenttiteoriassa väitetään (Kyere & Ausloos, 2021). Johtajia pidetään vastuullisina taloudenhoitajina, eikä agentteina (Farooq ym., 2022). Teoria perustuu siis ajatukseen siitä, että ihmisten voidaan luottaa toimivan yleisen edun – tässä tapauksessa osakkeenomistajien edun –

mukaisesti (Calder, 2008, s. 10), eikä yksilöitä pidetä itsekkäinä, vaan ennemmin-kin altruisteina. Teorian mukaan toimitusjohtajat ovat sisäisesti motivoituneita, eli heidän katsotaan motivoituvan ei-taloudellisten tekijöiden, kuten tunnustuksen, kunnioituksen ja maineen kautta, ja näin heidän uskotaan käyttävän yrityksen resursseja vastuullisesti, pyrkien parantamaan yrityksen arvoa. (Donaldson & Davis, 1991; Duru, Iyengar & Zampelli, 2016.) Tätä ajatusta havainnollistetaan kuviossa 6.



KUVIO 6 Taloudenhoitajateoria. (Mukaillen Donaldson & Davis, 1991).

Koska taloudenhoitajateorian mukaan ihmisten voidaan luottaa toimivan yhteisen hyvän mukaisesti, olisi syytä luoda sellaisia johdon rakenteita, jotka mahdollistaisivat autonomisen päätöksenteon sekä nopean reagoinnin markkinoiden tarjoamiin mahdollisuuksiin (Calder, 2008, s. 10). Toisin kuin agenttiteoriassa, taloudenhoitajateorian mukaan ylimääräinen tarkkailu ja valvonta todennäköisesti heikentäisi hallinnoinnin tehokkuutta (Christensen ym. 2015). Kun johtajat saavat toimia vapaasti oman harkintavaltansa mukaisesti, se kannustaa heitä myös työskentelemään tehokkaammin ja näin ollen myös maksimoimaan osakkeenomistajien etuja paremmin (Kyerer & Ausloos, 2021).

Taloudenhoitajateorian mukaan pienempi riippumattomien jäsenten lukumäärä hallituksessa parantaa yrityksen arvoa. Tämä perustuu siihen, että sisäisillä johtajilla on enemmän tietämystä yrityksestä ja näin ollen he pystyvät tehokkaammin edistämään yrityksen suoriutumista. Riippumattomien jäsenten roolina pidetään enemmänkin päätöksenteossa avustamista. (Farooq ym., 2022.) Lisäksi teorian mukaan yrityksen suoriutumiskyky tehostuu, mikäli hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan roolia ei eriytetä eri henkilöille. (Kyerer & Ausloos, 2021; Farooq ym., 2022). Kun sama henkilö hoitaa sekä hallituksen puheenjohtajan että toimitusjohtajan tehtäviä, päätöksenteon katsotaan nopeutuvan ja turhan byrokratian määrän yrityksen toiminnassa pienenevän, johtaen parempaan suoriutumiseen (Manna ym., 2016; Farooq ym., 2022).

## 5 AIEMMAT TUTKIMUKSET JA HYPOTEESIEN MUODOSTAMINEN

### 5.1 Aiempaa tutkimusta hallituksen koon ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä

Hallituksen koon ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välinen yhteys on kiistelty tutkimusaihe hyvän hallinnointikäytännön tutkimuksen alalla (Kyere & Ausloos, 2021). Useissa tutkimuksissa on havaittu, että hallituksen koon ja yrityksen suoriutumiskyvyn välillä on negatiivinen yhteys. Guest (2009) toteaa, että hallituksen koon kasvamisella on merkittävä negatiivinen vaikutus niin yrityksen kannattavuuteen, Tobinin Q -arvoon kuin osaketuottoihin. Hänen tutkimuksestaan selviää myös, että negatiivinen vaikutus on vahvimmillaan suurissa yrityksissä, joissa tyypillisesti onkin suurempikokoiset hallitukset. Guestin (2009) väitettä tukee myös O'Connellin ja Cramerin (2010) tutkimus, jonka mukaan hallituksen koon ja yrityksen suoriutumiskyvyn välinen negatiivinen korrelaatio on merkittävästi vähemmän negatiivinen pieniä yrityksiä tarkastellessa. Eisenberg ym. (1998) tutkivat hallituksen koon ja yritysten suoriutumiskyvyn välistä yhteyttä pienissä suomalaisissa yrityksissä, ja myös he löysivät näyttöä niiden välisestä negatiivisesta yhteydestä. Myös Merendino ja Melville (2019) havaitsivat tutkimuksessaan hallituksen koon ja yrityksen suoriutumiskyvyn välisen negatiivisen yhteyden, mutta syyksi tälle he korostavat sitä, että hallituksen koon kasvaessa kasvaa myös todennäköisyys sille, että jäsenet ovat myös toisten yritysten hallitusten jäseniä. Näin ollen heidän panoksensa yritykseen ei välttämättä ole yhtä tehokas, eivätkä he edistä yrityksen suoriutumiskyvyn parantamista (Merendino & Melville, 2019).

Toisaalta eräissä tutkimuksissa on havaittu, että hallituksen koon ja yrityksen suoriutumiskyvyn välillä on positiivinen yhteys. Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020) osoittavat, että suurempikokoisilla hallituksilla on positiivisia vaikutuksia yritysten suoriutumiskykyyn sekä yrityksen arvoon, kansainvälisesti tarkasteltuna. Heidän mukaansa suuri joukko hallituksen jäseniä

mahdollistaa henkisen ja sosiaalisen pääoman kasvattamisen hallituksessa. Mitä suurempi määrä jäseniä hallituksessa, sitä todennäköisemmin heillä on monipuolista kokemusta ja osaamista, mikä puolestaan edistää esimerkiksi hallituksen päätöksentekoprosessia. (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020.) Myös Kyereboah-Coleman ja Biekpe (2006) korostavat suurikokoisten hallitusten asiantuntemusta sekä toisaalta myös kyvykkyyttä estää toimitusjohtajan liiallista hallitsevuutta. Rossi, Nerino ja Capasso (2015) tutkivat italialaisten listayhtiöiden hallitusten koon yhteyttä niiden taloudelliseen suoriutumiseen ja havaitsivat tilastollisesti merkitsevän positiivisen korrelaation näiden tekijöiden välillä. Zhoun ym. (2018) tutkimus kreikkalaisten listayhtiöiden kontekstissa tuotti vastaavanlaisia tuloksia. Myös Kyeren ja Ausloosin (2021) tutkimustulokset osoittavat hallituksen koolla olevan tilastollisesti merkitsevä positiivinen korrelaatio niin Tobinin Q -arvon kuin kokonaispääoman tuottoasteen kanssa, vastoin yleistä näkemystä hallituksen koon negatiivisista seurauksista yritysten suoriutumiskykyyn. Manna ym. (2016) tarkastelevat tutkimuksessaan intialaisia yhtiöitä ja todistavat, että hallituksen jäsenten lukumäärän kasvaessa myös yrityksen suoriutumiskyky paranee. Apochi, Mohammed, Onyabe ja Yahaya (2022) sekä Kalantonis ym. (2023) osoittavat suurempikokoisten hallitusten vaikuttavan positiivisesti kokonaispääoman tuottoasteeseen, kun taas Tobinin Q -arvolla mitattuna he eivät löydä tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Myös Beinerin ym. (2004) tutkimuksessa havaitaan, ettei sveitsiläisten listayhtiöiden kontekstissa hallituksen koolla ole vaikutusta Tobinin Q -arvoon.

Arslan ym. (2010) löytävät tutkimuksessaan mielenkiintoisen havainnon hallituksen koon ja yrityksen suoriutumisen välisestä yhteydestä: yleisesti voidaan todeta, että hallituksen koon ja yrityksen taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä on positiivinen yhteys, mutta kriisikauden aikana tämä yhteys on negatiivinen.

Yermack (1996), Mehrotra (2016), Salem (2019) sekä Yan ym. (2021) ovat tutkineet hallituksen koon ja yritysten taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä Yhdysvalloissa. Muissa paitsi Mehrotran (2016) tutkimuksissa havaitaan näiden tekijöiden välinen negatiivinen korrelaatio – Mehrotran (2016) mukaan hallituksen koon ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välillä ei ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Yermackin (1996) mukaan suurikokoisista hallituksista aiheutuvat haitat ovat merkittävämpiä kuin niistä mahdollisesti seuraavat hyödyt. Myös Yan ym. (2021) painottavat, että pienempikokoisilla hallituksilla päätöksentekokyky tehostuu, mikä puolestaan parantaa yritysten suoriutumiskykyä.

Taulukkoon 1 on koottu kattavasti tutkimustuloksia hallituksen koon ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä.

TAULUKKO 1 Aiempaa tutkimusta hallituksen koon ja yritysten taloudellisen suorituksen välisestä yhteydestä

Tutkijat	Kohdevaltio(t)	Aikaperiodi	Suorituskykyä kuvaava mittari	Tutkimustulos
Eisenberg ym. (1998)	Suomi	1992–1994	ROA	Negatiivinen korrelaatio
Guest (2009)	UK	1981–2002	ROA ja Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
O’Connell & Cramer (2010)	Irlanti	2001	ROA ja Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
Afrifa & Taurin-gana (2015)	UK	2004–2013	Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
Merendino & Melville (2019)	Italia	2003–2015	ROA	Negatiivinen korrelaatio
Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez (2020)	34 valtiota maailmanlaajuisesti	2004–2015	Tobinin Q	Positiivinen korrelaatio
Kyereboah-Coleman & Biekpe (2006)	Ghana	1990–2001	ROA ja Tobinin Q	Positiivinen korrelaatio
Rossi ym. (2015)	Italia	2012	ROA	Positiivinen korrelaatio
Zhou ym. (2018)	Kreikka	2008–2012	ROA	Positiivinen korrelaatio
Kyere & Ausloos (2021)	UK	2014	ROA ja Tobinin Q	Positiivinen korrelaatio
Manna ym. (2016)	Intia	2009–2013	Tobinin Q	Positiivinen korrelaatio
Apochi ym. (2022)	49 valtiota Itä-, Länsi- ja Etelä-Afrikan pörseistä	2012–2021	ROA ja Tobinin Q	ROA: ei vaikutusta Tobinin Q: positiivinen korrelaatio
Kalantonis ym. (2023)	Kreikka	2008–2016	ROA ja Tobinin Q	ROA: ei vaikutusta Tobinin Q: positiivinen korrelaatio
Beiner ym. (2004)	Sveitsi	2001	Tobinin Q	Ei vaikutusta
Yermack (1996)	Yhdysvallat	1984–1991	Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
Mehrotra (2016)	Yhdysvallat	2008–2013	ROA	Ei vaikutusta
Salem (2019)	Yhdysvallat	2012–2017	Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
Yan ym. (2021)	Yhdysvallat	2013–2017	ROA ja Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio



Aiemmat tutkimukset osoittavat, että hallituksen koon ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä voi olla tilastollisesti merkitsevä positiivinen tai negatiivinen yhteys. Toisaalta joissakin tutkimuksissa on havaittu viitteitä myös siitä, ettei näiden tekijöiden välillä olisi tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Nojaten suureen osaan aikaisempaa tutkimusta ensimmäiseksi hypoteesiksi esitetään seuraavaa:

H1: Hallituksen koon ja yhdysvaltalaisten listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä on tilastollisesti merkitsevä yhteys.

## **5.2 Aiempaa tutkimusta hallituksen riippumattomuuden ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä**

Myöskään hallituksen riippumattomuuden ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä ei ole saatu yksimielisiä tutkimustuloksia. O'Connell ja Cramer (2010), Liu ym. (2015), Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020) sekä Manna ym. (2016) osoittavat hallituksen riippumattomuuden edistävän yrityksen suoriutumista. Liu ym. (2015) esittävät tälle yhdeksi syyksi riippumattomien jäsenten kyvyn estää sisäpiiriläisten omien etujen tavoittelemisen domiinantia. Myös Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020) toteavat, että hallituksen riippumattomilla jäsenillä on tärkeä rooli osakkeenomistajien etujen turvaamisessa – he kykenevät pienentämään sisäisten johtajien sekä toimitusjohtajan valtaa ja tarvittaessa puuttumaan heidän toimintaansa. Mannan ym. (2016) mukaan riippumattomilla jäsenillä on välttämätöntä tietotaitoa, joka auttaa kehittämään yhteistyötä eri sidosryhmien kanssa.

Toisaalta Apochin ym. (2022) mukaan hallituksen riippumattomuus vaikuttaa negatiivisesti yritysten suoriutumiskykyyn. He perustelevat näiden tekijöiden välistä negatiivista yhteyttä riippumattomien jäsenten puutteellisella tietotaidolla, jonka johdosta he eivät kykene kasvattamaan yrityksen tuottavuutta. Cavacon ym. (2016) mukaan hallituksen riippumattomuudesta voi seurata sekä hyötyjä että haittoja. Selkeänä hyötynä he mainitsevat intressiristiriitojen vähyyden, kun taas haittana niin sanotun informaatiovajeen, eli riippumattomien jäsenten puutteellisen tietämyksen yritystä koskevista tärkeistä asioista. Heidän tutkimustuloksensa osoittavat, että ranskalaisia yhtiöitä tarkasteltaessa riippumattomuudesta aiheutuvat haitat ovat merkittävämpiä kuin siitä seuraavat hyödyt. Zhou ym. (2018) tutkivat hallituksen riippumattomuuden ja kreikkalaisten listayhtiöiden suoriutumisen välistä yhteyttä ja havaitsivat negatiivisen korrelaation näiden tekijöiden välillä. Tämän perusteella he toteavat, että kehittyvillä markkinoilla hallitusten neuvontafunktio on merkittävämmässä roolissa kuin niiden valvontafunktio. Myös Christensen ym. (2010) osoittavat, että hallituksen riippumattomuuden ja yritysten suoriutumiskyvyn välillä on negatiivinen korrelaatio. He puolestaan korostavat, ettei hallituksen jäseniä valittaessa tule huomioida ainoastaan heidän kykyään riippumattomaan johdon valvontaan, vaan ennemminkin valita sellaisia jäseniä, jotka aidosti pystyvät luomaan arvoa

yriykselle. Lisäksi Naimah ja Hamidah (2017) sekä Shan (2019) havaitsivat näiden tekijöiden välisen negatiivisen yhteyden. Kalantonis ym. (2023) löytävät tutkimuksessaan negatiivisen korrelaation kokonaispääoman tuottoasteen ja hallituksen riippumattomuuden välillä, kun taas Tobinin Q -arvoon riippumattomuudella ei ole vaikutusta.

Bhagat ja Black (2002) sekä Afrifa ja Tauringana (2015) toteavat tutkimuksissaan, ettei hallituksen riippumattomuudella ole vaikutusta yritysten suoriutumiskykyyn. Vaikka Bhagat ja Black (2002) tunnistavatkin hallitusten, joissa on enemmistö riippumattomia jäseniä, suoriutuvan paremmin tietyissä tehtävissä, heidän mielestään sisäisten johtajien merkitystä ei voida väheksyä heidän arvokkaan tietämyksensä vuoksi. Puni ja Anlesinya (2020) puolestaan väittävät, että sekä ulkoisten että sisäisten johtajien läsnäolo hallituksessa vaikuttaa positiivisesti yrityksen suoriutumiseen.

Agrawal ja Knoeber (1996), Jermias ja Gani (2014), Mehrotra (2016) sekä Salem (2019) ovat tutkineet hallituksen riippumattomuuden ja yritysten taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä yhdysvaltalaisien yritysten kontekstissa. Jermias ja Gani (2014) sekä Salem (2019) havaitsivat näiden tekijöiden välillä positiivisen yhteyden. Toisaalta Agrawalin ja Knoeberin (1996) mukaan riippumattomilla johtajilla ei ole vaadittavaa pätevyyttä valvoa johtoa tehokkaasti, ja he väittävätkin hallituksen riippumattomuuden vaikuttavan negatiivisesti yritysten suoriutumiskykyyn. Mehrotra (2016) puolestaan havaitsee, ettei näiden tekijöiden välillä ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä.

Taulukossa 2 esitetään aikaisempia tutkimustuloksia hallituksen riippumattomuuden ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä.

TAULUKKO 2 Aiempaa tutkimusta hallituksen riippumattomuuden ja yritysten taloudellisen suoriutumisen välisestä yhteydestä

Tutkijat	Kohdevaltio(t)	Aikaperiodi	Suorituskykyä kuvaava mittari	Tutkimustulos
O'Connell & Cramer (2010)	Irlanti	2001	ROA ja Tobinin Q	ROA: positiivinen korrelaatio Tobinin Q: ei vaikutusta
Liu ym. (2015)	Kiina	1999–2012	ROA	Positiivinen korrelaatio
Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez (2020)	34 valtiota maailmanlaajuisesti	2004–2015	Tobinin Q	Positiivinen korrelaatio
Manna ym. (2016)	Intia	2009–2013	Tobinin Q	Positiivinen korrelaatio
Apochi ym. (2022)	49 valtiota Itä-, Länsi- ja Etelä-Afrikan pörsseistä	2012–2021	ROA ja Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
Cavaco ym. (2016)	Ranska	2003–2011	ROA	Negatiivinen korrelaatio
Zhou ym. (2018)	Kreikka	2008–2012	ROA	Negatiivinen korrelaatio
Christensen ym. (2010)	Australia	2004	ROA ja Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
Naimah & Hamidah (2017)	Indonesia	2005–2014	ROA	Negatiivinen korrelaatio
Shan (2019)	Australia	2005–2015	Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
Kalantonis ym. (2023)	Kreikka	2008–2016	ROA ja Tobinin Q	ROA: negatiivinen korrelaatio Tobinin Q: ei vaikutusta
Afrifa & Tauringana (2015)	UK	2004–2013	Tobinin Q	Ei vaikutusta
Puni & Anlesinya (2020)	Ghana	2006–2018	ROA ja Tobinin Q	Positiivinen vaikutus sekä ulkopuolisilla että sisäisillä johtajilla
Bhagat & Black (2002)	Yhdysvallat	1985–1995	ROA ja Tobinin Q	Ei vaikutusta
Agrawal & Knoeber (1996)	Yhdysvallat	1987	Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
Jermias ja Gani (2014)	Yhdysvallat	1997–2004	Tobinin Q	Positiivinen korrelaatio
Salem (2019)	Yhdysvallat	2012–2017	Tobinin Q	Positiivinen korrelaatio
Mehrotra (2016)	Yhdysvallat	2008–2013	ROA	Ei vaikutusta

Aikaisemmissa tutkimuksissa myös hallituksen riippumattomuuden ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä on havaittu sekä positiivinen että negatiivinen yhteys. Toisaalta osassa tutkimuksista ei havaita hallituksen riippumattomuudella olevan tilastollisesti merkitsevää yhteyttä yritysten taloudelliseen suoriutumiskykyyn. Useissa aikaisemmissa tutkimuksissa kuitenkin havaitaan yhteys näiden tekijöiden välillä, joten toiseksi hypoteesiksi esitetään seuraavaa:

H2: Hallituksen riippumattomuuden ja yhdysvaltalaisen listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä on tilastollisesti merkitsevä yhteys.

### **5.3 Aiempaa tutkimusta toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä**

Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolin jakamisella oletetaan olevan merkittäviä vaikutuksia yritysten suoriutumiskykyyn (Baliga, Moyer & Rao, 1996), ja sitä onkin tutkittu laajasti. Ehikioya (2009) osoittaa, että toimitusjohtajan kaksoisrooli vaikuttaa negatiivisesti yritysten suoriutumiskykyyn. Hänen mukaansa toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolien eriyttäminen tehostaa päätöksentekoprosessia. Eriyttämisen avulla voidaan myös varmistua siitä, ettei toimitusjohtaja/puheenjohtaja syyllisty opportunistiseen käytökseen. (Ehikioya, 2009.) Myös Rahmanin ja Haniffan (2005) tutkimustulokset puoltavat näkemystä siitä, että näiden roolien eriyttämisellä voidaan varmistaa, ettei liikaa valtaa keskity yksin käsiin, mikä on olennaista myös yrityksen tuloksen osalta. Kyereboah-Colemanin ja Biekpen (2006) mukaan johtajuusroolien eriyttäminen eri henkilöille minimoi yrityksen toimivaan johtoon kuuluvien henkilöiden ja hallituksen jäsenten välistä jännitettä, mikä osaltaan vaikuttaa positiivisesti yrityksen suoriutumiseen. Nazar (2016) toteaa tutkimuksessaan, että sekä toimitusjohtajan että hallituksen puheenjohtajan tehtäviä samanaikaisesti hoitava henkilö voi tehdä päätöksiä osakkeenomistajien etujen kustannuksella, mikä vaikuttaa negatiivisesti yrityksen suoriutumiskykyyn. Myös Dogan, Elitas, Agca sekä Ögel (2013) tutkivat toimitusjohtajan kaksoisroolin vaikutuksia yritysten suoriutumiseen Turkissa ja he havaitsivat näiden tekijöiden välisen negatiivisen korrelaation, kuten myös Rossi ym. (2015) italialaisten listayhtiöiden kontekstissa. Lisäksi Assengan ym. (2018) tutkimustulokset tukevat agenttiteoriaa, jonka mukaan kaksoisjohtajuuden ja yrityksen suoriutumiskyvyn välillä on negatiivinen yhteys.

Toisaalta Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020), Kalantonis ym. (2023) sekä APOCHI ym. (2022) osoittavat, että toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yrityksen suoriutumiskyvyn välillä on tilastollisesti merkitsevä positiivinen korrelaatio. Pucheta-Martínez ja Gallego-Álvarez (2020) eivät odottaneet löytävänsä positiivista yhteyttä näiden tekijöiden välillä, sillä he olettivat agenttiteorian mukaisesti toimitusjohtajien ajavan omia etujaan osakkeenomistajien kustannuksella. Kuitenkin havaittuaan päinvastaisen korrelaation, he selittävät toimitusjohtajan kaksoisroolin positiivista vaikutusta sillä, että toimitusjohtajat pyrkivät parantamaan yrityksen arvoa, koska sillä voi olla positiivisia vaikutuksia heidän

menestykseensä, uskottavuuteensa sekä maineeseensa. Apochin ym. (2022) mukaan kaksoisroolilla on merkittävä positiivinen vaikutus yrityksen tulokseen. He toteavat, että tällainen johtamisrakenne mahdollistaa yrityksen varojen optimaalisen hyödyntämisen.

Puni ja Anlesinya (2020) puolestaan näyttävät, ettei toimitusjohtajan kaksoisroolilla ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta mihinkään tutkimuksessa käytettyyn taloudellisen suoriutumiskyvyn mittariin. Tätä tukevat myös Anum Mohd Ghazalin (2010), Sehrawatin ym. (2020) sekä Kyeren ja Ausloosin (2021) tutkimukset, joiden mukaan kaksoisroolilla ei ole vaikutusta yritysten suoriutumiskykyyn. Chen ym. (2008) huomauttavat, että heikon suoriutumisen johdosta yritykset saattavat eriyttää hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan roolit tai jopa päinvastoin, mutta tällä johtamisrakenteen muutoksella ei kuitenkaan ole havaittu olevan vaikutusta yritysten suoriutumiseen.

Jermias ja Gani (2014), Peni (2014) ja Salem (2019) ovat tutkineet toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yritysten taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä yhdysvaltalaisen yritysten kontekstissa. Sekä Jermias ja Gani (2014) että Salem (2019) havaitsevat näiden tekijöiden välillä negatiivisen korrelaation. Toisaalta Penin (2014) mukaan toimitusjohtajan kaksoisrooli vaikuttaa positiivisesti yritysten taloudelliseen suoriutumiseen. Hän perustelee tätä siten, että johtaja saattaa pitää yrityksensä taloudellista suoriutumista henkilökohtaisena haasteena ja näin ollen panostaa toimintaansa entistä enemmän.

Taulukkoon 3 on koottu aikaisempien tutkimusten tuloksia toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä.

TAULUKKO 3 Aiempaa tutkimusta toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä

Tutkijat	Kohdevaltio(t)	Aikaperiodi	Suorituskykyä kuvaava mittari	Tutkimustulos
Ehikioya (2009)	Nigeria	1998–2002	ROA ja Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
Kyereboah-Coleman & Biekpe (2006)	Ghana	1990–2001	Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
Nazar (2016)	Sri Lanka	2013	ROA	Negatiivinen korrelaatio
Dogan ym. (2013)	Turkki	2009–2010	ROA ja Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
Rossi ym. (2015)	Italia	2012	Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
Assenga ym. (2018)	Tansania	2006–2013	ROA	Negatiivinen korrelaatio
Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez (2020)	34 valtiota maailmanlaajuisesti	2004–2015	Tobinin Q	Positiivinen korrelaatio
Kalantonis ym. (2023)	Kreikka	2008–2016	ROA ja Tobinin Q	Positiivinen korrelaatio
Apochi ym. (2022)	49 valtiota Itä-, Länsi- ja Etelä-Afrikan pörseistä	2012–2021	ROA ja Tobinin Q	Positiivinen korrelaatio
Puni & Anlesinya (2020)	Ghana	2006–2018	ROA ja Tobinin Q	Ei vaikutusta
Anum Mohd Ghazali (2010)	Malesia	2001	Tobinin Q	Ei vaikutusta
Sehrawat ym. (2020)	Intia	2010–2019	ROA ja Tobinin Q	Ei vaikutusta
Kyere & Ausloos (2021)	UK	2014	ROA ja Tobinin Q	Ei vaikutusta
Chen ym. (2008)	Yhdysvallat	1999–2003	Tobinin Q	Ei vaikutusta
Jermias & Gani (2014)	Yhdysvallat	1997–2004	Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio
Peni (2014)	Yhdysvallat	2006–2010	ROA ja Tobinin Q	Positiivinen korrelaatio
Salem (2019)	Yhdysvallat	2012–2017	Tobinin Q	Negatiivinen korrelaatio

Kuten voidaan havaita, tutkimustulokset näiden tekijöiden välillä ovat ristiriitaisia. Useissa valtioissa on suositeltavaa ja osassa jopa pakollista, että hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan tehtäviä hoitavat eri henkilöt. Suuressa osassa

tutkimuksia näiden tekijöiden välillä havaitaan tilastollisesti merkitsevä yhteys, joten kolmanneksi hypoteesiksi esitetään seuraavaa:

H3: Toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yhdysvaltaisten listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä on tilastollisesti merkitsevä yhteys.

## 6 METODOLOGIA

Tässä luvussa esitellään sekä aineistonhankinta- että tutkimusmenetelmät. Luvussa kuvaillaan myös, miten tutkimus on käytännössä toteutettu ja miten kerättyä aineistoa on analysoitu.

Tutkimus toteutetaan kvantitatiivisena eli määrällisenä tutkimuksena. Creswell (2014, s. 19) kuvailee kvantitatiivista tutkimusprosessia seuraavasti: tutkimuksessa testataan jotakin teoriaa laatimalla hypoteeseja ja keräämällä dataa joko hypoteesien tueksi tai niiden kumoamiseksi, minkä jälkeen kerättyä dataa analysoidaan tilastollisia menetelmiä käyttäen. Määrällisessä tutkimuksessa informaatiota havainnoidaan ja mitataan numeerisesti (Creswell, 2014, s. 18). Keskeistä tälle tutkimustyyppille ovat muun muassa aiemmista tutkimuksista tehdyt johtopäätökset, aiemmat teoriat, hypoteesien laatiminen, tärkeimpien käsitteiden määrittelyminen, aineistonkeruun huolellinen suunnittelu ja kerätyn aineiston muuntaminen tilastollisesti käsiteltävään muotoon sekä johtopäätösten tekeminen tilastollisen analysoinnin perusteella (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2004, s. 131).

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, onko erilaisten corporate governance -muuttujien ja yhdysvaltalaisien listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä yhteyttä, joten tutkimusta voidaan pitää tarkoitukseltaan selittävänä tutkimuksena. Hirsjärven ym. (2004, s. 129) mukaan selittävän tutkimuksen avulla pyritään löytämään tietyille tilanteille selitystä, tyypillisesti syy-seuraus-suhteiden muodossa.

### 6.1 Aineisto

Tutkimuksen kohteeksi on valittu joukko suuria yhdysvaltalaisia listayhtiöitä S&P 500 -indeksistä. Aihetta on mielekästä tutkia suurten yhtiöiden kontekstissa, sillä kuten edellä on mainittu, suurilla yhtiöillä on enemmän resursseja käytettävissä corporate governancen toimeenpanoon kuin pienillä yhtiöillä. Aineisto on



kerätty Refinitiv Eikon -tietokannasta ja se sijoittuu vuosien 2016–2019 välille. Useamman vuoden kattava aikaperiodi lisää tutkimustulosten yleistettävyyttä ja luotettavuutta. Vuosien 2016–2019 aikana Yhdysvaltojen talous oli vahvasti kasvussa. Aikaperiodia voidaan luonnehtia hyvillä työmarkkinaolosuhteilla, alhaisella työttömyysasteella ja bruttokansantuotteen kasvulla. (Born, Müller, Schularick & Sedláček, 2021.) Tämän tutkimuksen tavoitteena oli saada ajankohtaista tutkimusdataa, mutta vuonna 2020 alkaneen koronapandemian mahdolliset vaikutukset tutkimustuloksiin haluttiin sulkea pois. Koronapandemian seuraukset talouteen ovat olleet dramaattisia ympäri maailmaa. Esimerkiksi vuonna 2020 tammi-heinäkuun välisenä aikana Yhdysvalloissa työttömyysaste nousi 3,6 %:sta 10,1 %:iin, teollisuustuotanto laski 9 % ja työllisyys maatalouden ulkopuolella väheni jopa 12,5 miljoonalla ihmisellä (Thorbecke, 2020). Aiemman tutkimuksen mukaisesti tutkimusaineistosta on rajattu pois finanssialan yhtiöt, jotta analysoitavat yhtiöt olisivat mahdollisimman vertailukelpoisia keskenään. Finanssialan yhtiöt toimivat erilaisessa sääntely-ympäristössä ja niillä on myös omalaatuiset pääomarakenteet. (Afrifa & Taurigana, 2015; Al-Saidi, 2021.) Aineistoa ei muutoin rajattu toimialan osalta, vaan edustettuna oli kaikki muut S&P 500 -indeksiin sisältyvät toimialat.

Alkuperäisessä aineistossa oli yhteensä 503 yhtiötä. Finanssialan yhtiöiden poisrajaamisen jälkeen jäljellä olevien yhtiöiden määrä väheni 431:een. Aineistosta rajattiin pois vielä sellaiset yhtiöt, joiden osalta tietokannasta ei saatu kaikkia tarvittavia tietoja. Puuttuvien havaintojen poistamisen jälkeen aineistossa oli 1517 havaintoa yhteensä 369 yhtiöstä. Tämän jälkeen aineistoa tarkasteltiin tarkemmin ja siitä poistettiin outlierit, eli hyvin poikkeavat havainnot, jotka mahdollisesti vääristäisivät tutkimustuloksia. Poikkeavien havaintojen jäljittämiseksi hyödynnettiin aineiston graafista tarkastelua normaalijakauman perusteella sekä muuttujien saamia Z-arvoja. Havainto poistettiin aineistosta, mikäli sen Z-arvo oli suurempi kuin 3 tai pienempi kuin -3. Poikkeavien havaintojen poistamisen jälkeen ensimmäiseen regressioanalyysiin jäi jäljelle havaintoja 1340 kappaletta ja toiseen 1346 kappaletta. Vaikka aineiston koko pieneni alkuperäisestä, voidaan tutkimus silti toteuttaa luotettavasti tämän kokoisella aineistolla.

## 6.2 Menetelmä

Tämän pro gradu -tutkielman tutkimusmenetelmänä käytetään useiden aikaisempien tutkimusten tapaan regressioanalyysiä tutkimaan corporate governance -muuttujien ja yritysten taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä. Menetelmän avulla voidaan selittää tietyn riippuvan muuttujan vaihtelua riippumattomien muuttujien avulla, eli eri muuttujien välisiä syy-seuraus-suhteita (Jokivuori & Hietala, 2015, 3. luku).

Regressioanalyysi on niin sanottu monimuuttujamenetelmä, jolla voidaan tutkia useiden muuttujien selittävyttä samanaikaisesti (Metsämuuronen, 2005, s. 658, 661). Regressioanalyysi on hyödyllinen menetelmä tutkimuksissa, joissa tarkoituksena on tunnistaa sellaisia tekijöitä, jotka pystyvät selittämään jotakin

tiettyä jatkuvaa muuttujaa. Menetelmää käytetään usein myös testaamaan jo aikaisemmin merkittäviksi todettujen muuttujien osuutta selittävinä tekijöinä. Toisaalta regressioanalyysia voidaan hyödyntää myös selittävien muuttujien keskinäiseen vertaamiseen. (Metsämuuronen, 2005, s. 660–661.)

Regressioanalyysi on perusmenetelmä, jonka avulla voidaan tutkia, millä muuttujilla ja miten voidaan selittää tietyn kriteerimuuttujan, selitettävän muuttujan, vaihtelua (Metsämuuronen, 2005, s. 658). Selittävä muuttuja on syy, ja selitettävä muuttuja seuraus (Jokivuori & Hietala, 2015, 3. luku). Creswellin (2014, s. 52) mukaan selittävät eli riippumattomat muuttujat ovat tekijöitä, jotka mahdollisesti aiheuttavat tietynlaisia lopputuloksia tai vaikuttavat niihin jollakin tavalla, ja selitettävät muuttujat eli riippuvat muuttujat ovat tekijöitä, jotka riippuvat selittävästä muuttujasta eli ne ovat selittävästä muuttujasta seuranneita lopputuloksia.

Yksinkertaisimmillaan regressiomalli tutkii vain kahden muuttujan välistä lineaarista yhteyttä (Nummenmaa, Holopainen, Pulkkinen & Kimpimäki, 2019, s. 237). Kuten edellä on mainittu, regressioanalyysi on kuitenkin monimuuttujamenetelmä, jolloin useiden muuttujien vaikuttavuutta voidaan tutkia samanlaisesti. Usean muuttujan mallissa jokainen muuttuja saa painokertoimen  $\beta$ . Regressioanalyysin peruskaava on seuraavanlainen:

$$Y = A + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_i X_i + \varepsilon$$

jossa

$Y$  = selitettävä muuttuja (*dependent variable*)

$A$  = vakiotermi

$\beta_1 - \beta_i$  = muuttujien painokertoimet

$X_1 - X_i$  = selittävät muuttujat (*independent variables*)

$\varepsilon$  = virhetermi

(Metsämuuronen, 2005, s. 663.)

Mallissa  $Y$  viittaa selitettävään muuttujaan ja  $X_1 - X_i$  ovat selittäviä muuttujia, joita on  $i$ -kappaletta. Usean selittävän tekijän tilanteessa vakiotermi  $A$  tarkoittaa tilannetta, jossa yksikään muuttuja ei selitä mallia.  $\beta_1 - \beta_i$  kuvastavat muuttujien painokertoimia, joita on saman verran kuin selitettäviä muuttujia. (Metsämuuronen, 2005, s. 663.) Virhetermi  $\varepsilon$  eli residuaali kuvastaa mallissa esiintyvää virheen suuruutta. Mallin avulla ei voida täydellisesti selittää tutkittavaa ilmiötä, vaan siinä esiintyy aina virhettä. (Metsämuuronen, 2005, s. 663; Heikkilä, 2014, s. 223.)

Tutkimuksessa käytetyt regressiokaavat ovat seuraavat:

KAAVA 1: Regressiokaava, jossa selittävänä muuttujana ROA

$$(1) ROA = A + \beta_1 HK_{i,t} + \beta_2 HR_{i,t} + \beta_3 TK_{i,t} + \beta_4 VA_{i,t} + \beta_5 YK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

KAAVA 2: Regressiokaava, jossa selittävänä muuttujana Tobinin Q

$$(2) \text{ Tobinin } Q = A + \beta_1 HK_{i,t} + \beta_2 HR_{i,t} + \beta_3 TK_{i,t} + \beta_4 VA_{i,t} + \beta_5 YK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

joissa

Y = selitettävä muuttuja eli ROA tai Tobinin Q

i = yritykset

t = aikasarjan ajankohta

A = vakiokerroin

$\beta_1 - \beta_5$  = selittävien muuttujien painokertoimet

$HK_{i,t}$  = hallituksen koko

$HR_{i,t}$  = hallituksen riippumattomuus

$TK_{i,t}$  = toimitusjohtajan kaksoisrooli

$VA_{i,t}$  = kontrollimuuttuja velkaantumisaste

$YK_{i,t}$  = kontrollimuuttuja yrityksen koko

$\varepsilon_{i,t}$  = virhetermi

Tässä tutkielmassa selittäviä muuttujia ovat hallituksen koko, hallituksen riippumattomuus sekä toimitusjohtajan kaksoisrooli. Hallituksen koolla tarkoitetaan yrityksen hallituksen jäsenten kokonaislukumäärää. Hallituksen riippumattomuutta kuvataan jakamalla hallituksen riippumattomien jäsenten lukumäärä hallituksen kaikkien jäsenten lukumäärällä. Toimitusjohtajan kaksoisroolia kuvataan joko arvolla 0 tai 1. Mikäli muuttuja saa arvon 0, yhtiön toimitusjohtaja ei toimi hallituksen puheenjohtajana ja arvon ollessa 1 sama henkilö toimii molemmissa rooleissa. Tätä niin sanottua dummy-muuttujaa käsitellään tarkemmin luvussa 7.1.

Yritysten taloudellista suoriutumiskykyä voidaan mitata kirjanpito- tai markkinaperusteisten tunnuslukujen avulla. Kirjanpitoperusteisia tunnuslukuja ovat muun muassa kokonaispääoman tuottoaste (ROA) sekä oman pääoman tuottoaste (ROE). Markkinaperusteisia tunnuslukuja puolestaan ovat esimerkiksi Tobinin Q tai osinkotuotto. Voidaan todeta, että taloudelliseen informaatioon perustuvat tunnusluvut kuvastavat yrityksen lyhyen aikavälin suoriutumista, kun taas markkinaperusteiset tunnusluvut pitkän aikavälin suoriutumista. Tutkimuksissa onkin hyödyllistä käyttää sekä lyhyen että pitkän aikavälin suoriutumista kuvaavia tunnuslukuja, jotta yrityksen taloudellisesta suoriutumisesta saadaan mahdollisimman todenmukainen käsitys. (Al-Matari, Al-Swidi & Fadzil, 2014.) Tästä syystä tässä pro gradu -tutkielmassa suoriutumiskykyä kuvaavina mittareina käytetään kokonaispääoman tuottoastetta (ROA) sekä Tobinin Q -arvoa. Molempia tunnuslukuja käytetään yleisesti corporate governance -tutkimuksissa, mutta on huomioitava, ettei niillä mitata samoja asioita (Carter, D'Souza, Simkins & Simpson, 2010).

ROA on yleisesti käytetty tunnusluku yrityksen kannattavuuden mittaamisessa (Ahmed & Hamdan, 2015). ROA saadaan jakamalla yrityksen nettotulos taseen loppusummalla (Hassan ym., 2023).

$$ROA = \frac{\text{nettotulos}}{\text{taseen loppusumma}}$$

Tobinin Q -arvon avulla sijoittajat voivat arvioida yritykseen sijoittamisen kannattavuutta. Arvon ollessa yli 1 yritys nähdään hyvänä sijoituskohteena, kun taas arvon ollessa alle 1 sijoittajien kiinnostus vähenee. Näin ollen Tobinin Q on mittari, joka tarjoaa tietoa siitä, onko yritys yli- vai aliarvostettu markkinoilla. Yrityksen arvostus markkinoilla olisi tasapainossa, mikäli se saisi Tobinin Q -arvon 1. (Wolfe & Sauaia, 2005.) Tobinin Q lasketaan jakamalla yrityksen markkina-arvo taseen loppusummalla (Hassan ym., 2023).

$$\text{Tobinin } Q = \frac{\text{markkina} - \text{arvo}}{\text{taseen loppusumma}}$$

Tutkimukseen valitaan myös kontrollimuuttujia, jotta tulosten luotettavuutta voitaisiin arvioida luotettavasti. Kontrollimuuttujien avulla voidaan selvittää, millä muilla tekijöillä on vaikutusta tutkiessa corporate governance -tekijöiden sekä yritysten taloudellisen suoriutumiskyvyn välistä yhteyttä. Kontrollimuuttujiksi tähän tutkimukseen on valittu yrityksen koko sekä velkaantumisaste. Myös Ehikioya (2009), Christensen ym. (2010) sekä Kyere ja Ausloos (2021) ovat valinneet nämä kontrollimuuttujat tutkimuksiinsa. Christensenin ym. (2010) mukaan yrityksen koon valitseminen kontrollimuuttujaksi on perusteltua, sillä suuremmilla yrityksillä on oletettavasti myös suuremmat agentuuriongelmat ja näin ollen niiden odotetaan hyödyntävän tiukempia hallinnon mekanismeja. Toisaalta pienemmillä yrityksillä on käytettävissä vähemmän resursseja hallintojärjestelmiin.

Velkaantumisasteen noustessa myös yrityksen pääomakustannukset saattavat nousta, mikä voi vaikuttaa yritysten taloudelliseen suoriutumiskykyyn. Korkea velkaantumisaste voi myös vähentää hallintojärjestelmiin käytettävissä olevia resursseja. Näin ollen velkaantumisasteen valitseminen kontrollimuuttujaksi on perusteltua. (Christensen ym., 2010.)

Kyeren ja Ausloosin (2021) tutkimuksen tapaan yrityksen kokoa kuvataan luonnollisella logaritmilla yhtiön taseen loppusummasta ja velkaantumisaste saadaan jakamalla taseen loppusumma yhtiön omalla pääomalla.

## 7 TUTKIMUKSEN TULOKSET

Tässä luvussa esitellään ja analysoidaan tutkimuksen tuloksia. Tutkimus suoritettiin käyttämällä lineaarista regressioanalyysia, joka toteutettiin SPSS-ohjelmistolla. Luku alkaa yhteenvedolla tutkimukseen valituista muuttujista, jonka jälkeen esitellään muuttujien tilastollisia lukuja. Tätä seuraa regressioanalyysin taustaoletusten tarkastelu sekä varsinaisen regressioanalyysin tulosten esittely. Lopuksi tutkimustuloksia peilataan aikaisempaan tutkimukseen.

### 7.1 Muuttujien kuvailevat tiedot

Taulukossa 4 esitetään yhteenvedo tutkimukseen valituista muuttujista sekä niiden mittaustavoista. Taulukko sisältää niin tutkimuksen selittävät, selitettävät kuin kontrollimuuttujat.

TAULUKKO 4 Yhteenvedo muuttujista

Lyhenne	Selite	Mittaustapa
HK	Hallituksen koko	Hallituksen jäsenten lukumäärä
HR	Hallituksen riippumattomuus	Hallituksen riippumattomien jäsenten lukumäärä / Hallituksen kaikkien jäsenten lukumäärä
TK	Toimitusjohtajan kaksoisrooli	0 = Ei toimitusjohtajan kaksoisroolia 1 = Toimitusjohtajan kaksoisrooli
ROA	ROA	Nettotulos / Taseen loppusumma
TQ	Tobinin Q	Markkina-arvo / Taseen loppusumma
VA	Velkaantumisaste	Taseen loppusumma / Oma pääoma
YK	Yrityksen koko	$\ln(\text{Taseen loppusumma})$

Toimitusjohtajan kaksoisroolia kuvaavasta muuttujasta luotiin niin sanottu dummy-muuttuja. Dummy-muuttuja voi saada arvot 0 tai 1 ja se yleensä kuvastaa johonkin ryhmään kuulumista tai kuulumatta jäämistä, eli on käytännössä luokittelumuuttuja. (Metsämuuronen, 2005, s. 1176.) Tässä tutkimuksessa toimitusjohtajan kaksoisroolia kuvaava dummy-muuttuja voi siis saada joko arvon 0, jolloin yhtiön toimitusjohtaja ei toimi hallituksen puheenjohtajana, tai arvon 1, jolloin toimitusjohtaja toimii myös yhtiön hallituksen puheenjohtajana.

Taulukossa 5 esitellään tutkimukseen valittujen muuttujien keskeisiä tunnuslukuja.

TAULUKKO 5 Muuttujien tilastolliset luvut

	Hallituksen koko	Hallituksen riippumattomuus	ROA	Tobinin Q	Velkaantumisaste	Yrityksen koko
<b>Lukumäärä (N)</b>	1517	1517	1517	1517	1517	1517
<b>Keskiarvo</b>	10,76	83,92 %	8,83 %	2,27	2,90	23,55
<b>Mediaani</b>	11,00	85,71 %	7,75 %	1,41	2,55	23,57
<b>Keskihajonta</b>	2,02	8,99	6,25	3,77	28,40	1,22
<b>Minimi</b>	5	37,5 %	-18,88 %	,07	-508,43	19,44
<b>Maksimi</b>	17	95,00 %	43,51 %	66,38	713,12	27,04

Kuten aiemmin on mainittu, tyypillisesti yhdysvaltalaisten listayhtiöiden hallituksen jäsenistä yli 50 % tulisi olla riippumattomia. Tämän voi havaita myös tutkimusaineiston tilastollisia lukuja kuvaavasta taulukosta. Kuitenkin taulukosta huomataan, että hallituksen riippumattomuuden minimiarvo on 37,5 %. Kuten teorialuvussa mainittiin, 50 %:n riippumattomuusvaatimus ei koske yhtiöitä, joiden äänivallasta johtajien valinnassa yli 50 % on keskittynyt yhdelle henkilölle. Alle 50 %:n riippumattomuus ei siis ole tavatonta Yhdysvalloissa. Muuttujista eniten vaihtelua havaitaan velkaantumisasteen arvoissa, kuten keskihajonnasta voidaan todeta. Velkaantumisasteen tilastollisia lukuja tarkastellessa voidaan myös huomata, että havaintoihin sisältyy selkeästi poikkeavia havaintoja, jotka täytyy poistaa aineistosta. Myös Tobinin Q:n sekä ROA:n osalta voidaan suoraan todeta, että aineistossa on hyvin poikkeavia havaintoja. Poikkeavien havaintojen poistamista aineistosta käsiteltiin tarkemmin luvussa 6.1. Yrityksen koon arvoissa on vähiten vaihtelua, mikä on luonnollista, sillä tutkimuksen yritykset on valittu S&P 500 -indeksistä, eli Yhdysvaltojen suurimpien yritysten indeksistä. Kuten edellä on mainittu, aiemmassa tutkimuksessa (mm. Lipton & Lorsch, 1992; Guest, 2009) on todettu, että hallitukset toimivat tehokkaimmin, kun niissä on alle 10 jäsentä. Tutkimusaineistosta havaitaan, että hallituksen koon keskiarvo ja

mediaani ovat noin 11. On kuitenkin huomioitava, että tutkimusaineisto koostuu suurista yrityksistä, jotka harjoittavat monipuolista liiketoimintaa ja näin ollen suurempikokoiset hallitukset ovat perusteltuja (Christensen ym., 2015). Hallituksen koon keskiarvo 10,76, keskihajonta 2,02 sekä minimiarvo 5 ja maksimiarvo 17 osoittavat, että tutkimukseen valittujen yhtiöiden hallitusten koot ovat melko samansuuruisia.

Taulukossa 6 esitetään toimitusjohtajan kaksoisrooli -muuttujan frekvenssitaulukko.

TAULUKKO 6 Dummy-muuttujan frekvenssitaulukko

	<b>Frekvenssi</b>	<b>Prosentti</b>
<b>0 = Ei toimitusjohtajan kaksoisroolia</b>	771	50,8 %
<b>1 = Toimitusjohtajan kaksoisrooli</b>	746	49,2 %
<b>Yhteensä</b>	1517	100 %

49,2 %:ssa aineiston havaintoja esiintyy toimitusjohtajan kaksoisroolia, kun taas roolien eriyttämistä havaitaan aineistossa vain hieman enemmän. Tämä osoittaa, miksi toimitusjohtajan kaksoisroolin yhteyttä yhtiön taloudelliseen suoriutumiskykyyn on mielenkiintoista tutkia juuri Yhdysvalloissa.

## 7.2 Regressioanalyysin taustaoletukset

Metsämuurosen (2005, s. 661–662) mukaan regressioanalyysiin liittyy tiettyjä oletuksia, jotka on otettava huomioon analyysia suorittaessa. Analyysin onnistumisen kannalta on olennaista, että havaintoja saadaan riittävästi suhteessa malliin valittujen muuttujien lukumäärään. Lisäksi regressioanalyysia suorittaessa tulee tarkastella muuttujien välistä korrelaatiota sekä residuaalien normalisuutta ja homoskedastisuutta. (Metsämuuronen, 2005, s. 661–662.)

Tässä tutkimuksessa regressioanalyysin taustaoletusten tarkasteleminen aloitetaan tutkimalla tutkimukseen valittujen muuttujien keskinäistä korrelaatiota. Regressioanalyysi pohjautuu käsitykseen siitä, että selittävät tekijät korreloivat selitettävän tekijän kanssa, mutta selittävät tekijät eivät välttämättä korreloi suuresti keskenään (Metsämuuronen, 2005, s. 659). Analyysin kannalta optimaalisin tilanne on sellainen, jossa selittävät tekijät ovat keskenään riippumattomia (Jokivuori & Hietala, 2015, 3. luku). Mikäli selittävät tekijät korreloivat keskenään liian voimakkaasti, on mahdollista, että malliin tulee harhaa. Tätä ilmiötä kutsutaan multikollineaarisuudeksi. Tällaisessa tilanteessa voimakkaasti keskenään korreloivat muuttujat otetaan mukaan malliin, mutta vain toinen niistä lisää selityksastetta ja toinen on tutkimuksen kannalta turha. Ilmiö voi mahdollisesti hankaloittaa tilastollista käsittelyä. (Metsämuuronen, 2005, s. 594, 662.)

Multikollinearisuutta voidaan tarkastella korrelaatiomatriisin avulla. Ennen varsinaista regressioanalyysia muuttujille suoritettiin korrelaatioanalyysi laskemalla niille Pearsonin korrelaatiokerroimet. Korrelaatioanalyysin tarkoituksena on kuvata muuttujien välistä keskinäistä korrelaatiota eli riippuvuutta. Korrelaatiokerroin voi saada arvon väliltä -1-1; arvo -1 kuvastaa muuttujien välistä täydellistä negatiivista korrelaatiota, kun taas arvo 1 kuvastaa muuttujien välistä täydellistä positiivista korrelaatiota. (Nummenmaa ym. 2019, 215.) Mikäli muuttujien välinen korrelaatio ylittäisi arvon 0,8 tai 0,9, aineistossa esiintyisi multikollinearisuutta (Senaviratna & Cooray, 2019). Korrelaatioanalyysi muodostettiin SPSS-ohjelmistolla ja taulukossa 7 esitetään analyysin korrelaatiomatriisi ja Pearsonin korrelaatiokerroimet.

TAULUKKO 7 Korrelaatiomatriisi

	HK	HR	TK-0	TK-1	ROA	TQ	VA	YK
HK	1							
HR	0,136**	1						
TK-0	-0,067**	-0,187**	1					
TK-1	0,067**	0,187**	(-1**)	1				
ROA	-0,162**	-0,108**	0,024	-0,024	1			
TQ	-0,265**	-0,108**	-0,006	0,006	0,725**	1		
VA	0,235**	0,156**	-0,126**	0,126**	-0,227**	-0,269**	1	
YK	0,474**	0,143**	-0,134**	0,134**	-0,338**	-0,476**	0,198**	1

\*\*  $p < 0,01$  eli korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä 1 %:n merkitsevyystasolla (tilastollisesti merkitsevä)

Taloudellista suoriutumiskykyä mittaavilla muuttujilla ROA:lla ja Tobinin Q -arvolla havaitaan tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota kaikkien muiden tutkimukseen valittujen muuttujien, paitsi toimitusjohtajan kaksoisroolin kanssa. Kuten taulukosta voidaan havaita, hallituksen riippumattomuus korreloi vahviten suoriutumiskyky muuttujien kanssa. Myös hallituksen koon ja ROA:n välillä on vahva tilastollisesti merkitsevä negatiivinen korrelaatio ja sama negatiivinen vaikutus havaitaan myös Tobinin Q -arvon kohdalla. Selkeää tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota havaitaan myös hallituksen riippumattomuuden ja hallituksen koon välillä.

Taulukon 7 perusteella voidaan todeta, ettei aineistossa esiinny multikollinearisuutta, koska yksikään muuttujien välinen korrelaatiokerroin ei ylitä arvoa 0,8 tai 0,9. Multikollinearisuuden riskin poistamiseksi voidaan muuttujille laskea kuitenkin vielä myös VIF-arvot (*variance inflation factor*) (Metsämuuronen, 2005, s. 672). VIF-arvon kasvaessa multikollinearisuus lisääntyy. VIF-indeksin arvo voi vaihdella yhdestä äärettömään ja kun sen arvo ylittää 4:n, kyseessä on jo suuri multikollinearisuus. (Jokivuori & Hietala, 2015, 3. luku.) Ensimmäisen regressiomallin kohdalla VIF-arvot vaihtelivat välillä 1,06-1,33 ja toisen mallin

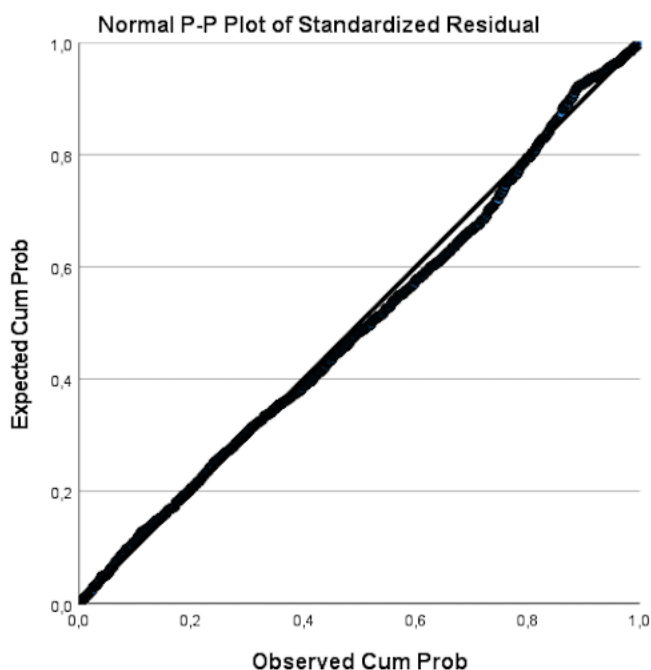


kohdalla 1,06–1,3. Näin ollen voidaan todeta, ettei tutkimusaineistossa esiinny multikollinearisuutta.

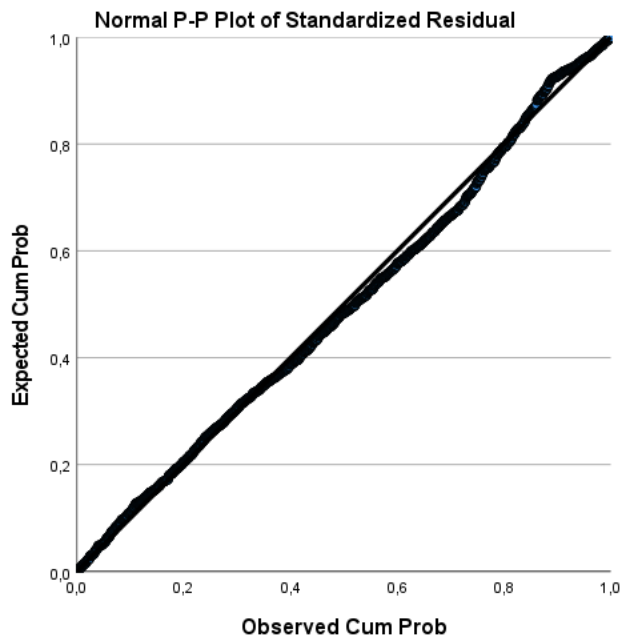
Regressioanalyysin perusoletuksena on myös residuaalien eli virhetermien normaalijakautuneisuus ja homoskedastisuus. Mikäli regressiomallin residuaalit eivät ole normaalijakautuneita tai homoskedastisesti hajaantuneita, ongelmallisille muuttujille voidaan tehdä muunnoksia. Tyypillisiä muuttujille tehtäviä muunnoksia ovat logaritointi, neliöjuuren otto sekä muuttujan käänteisarvo. (Metsämuuronen, 2005, s. 674.) Tässä tutkimuksessa käytettiin kahta muuttujamuunnosta parantamaan regressiomallin luotettavuutta: ROA:sta tehtiin neliöjuurimuunnos ja Tobinin Q -muuttujasta logaritmuunnos. Edellä mainittujen muutosten jälkeen jakauma vastasi paremmin regressioanalyysin oletettua normaalijakaumaa.

Residuaalien normaalijakautuneisuutta tutkitaan tyypillisesti SPSS-ohjelmistolla muodostetun *normal probability plot* -kuvion avulla. Residuaalien voidaan sanoa olevan normaalisti jakautuneita, mikäli ne asettuvat riittävän lähelle janaa ja näin ollen noudattavat tarpeeksi suoraa linjaa. (Metsämuuronen, 2005, s. 672–673.) Kuvioissa 7 ja 8 esitetään molempien regressiomallien normaalijakautuneisuus muuttujamuunnosten jälkeen.

KUVIO 7 Ensimmäisen regressiomallin (ROA) normaalijakautuneisuus



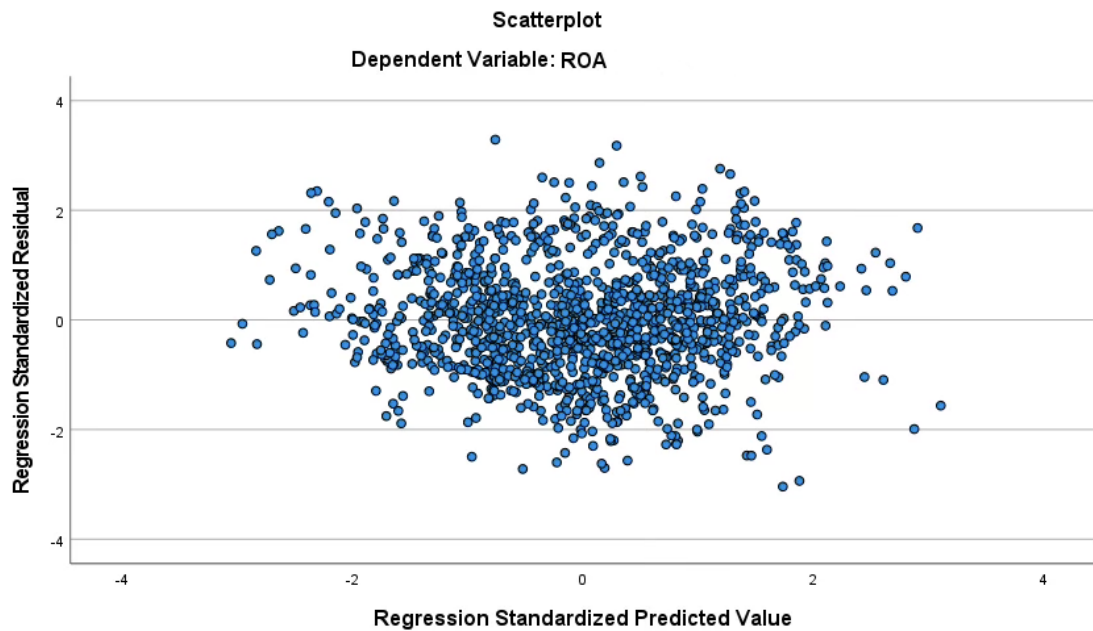
KUVIO 8 Toisen regressiomallin (Tobinin Q) normaalijakautuneisuus



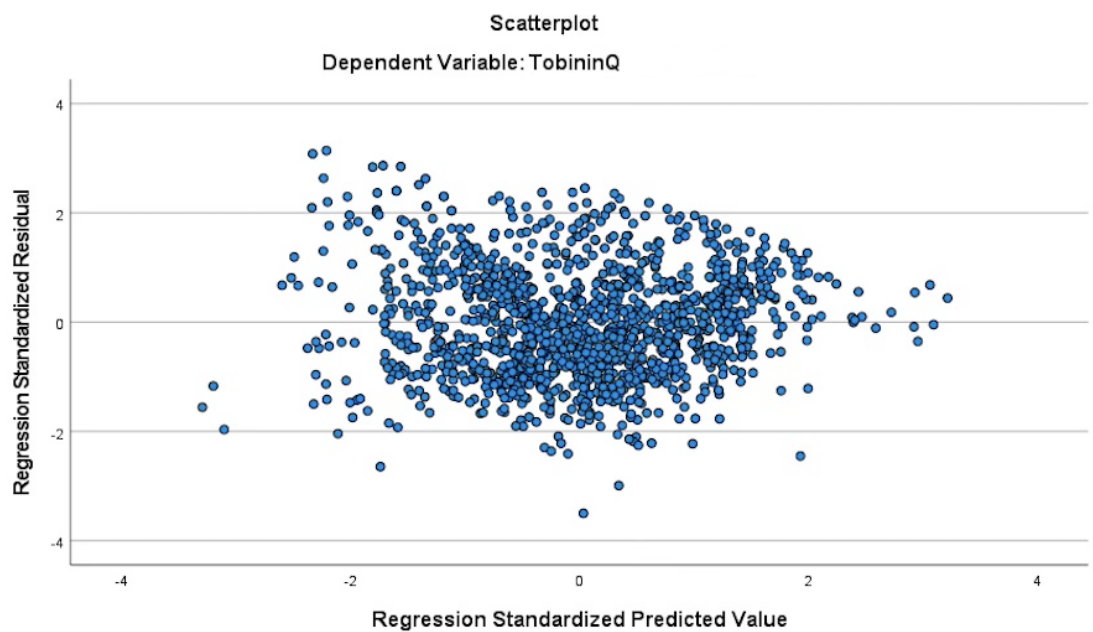
Kuvioista 7 ja 8 voidaan havaita, että kummankin regressiomallin residuaalit ovat pääosin normaalisti jakautuneita. Kuvioissa on hieman poikkeamia, mutta pisteet sijoittuvat pääosin janan läheisyyteen, joten voidaan todeta, että normaalijakautuneisuuden oletus täyttyy molempien mallien osalta.

Regressioanalyysin taustaoletuksena on myös residuaalien hajonnan tasaisuus eli homoskedastisuus (Metsämuuronen, 2005, s. 662). Residuaalien homoskedastisuutta voidaan tarkastella pisteparvikuvion avulla. Jotta residuaalien voidaan sanoa olevan homoskedastisia, tulisi pisteiden hajaantua kuviossa tasaisesti. Muussa tapauksessa residuaalit ovat heteroskedastisia, mitä on syytä välttää regressioanalyysissä sen mahdollisen tuloksia vääristävän vaikutuksen vuoksi. (Metsämuuronen, 2005, s. 673.)

KUVIO 9 Ensimmäisen regressiomallin (ROA) homoskedastisuus



KUVIO 10 Toisen regressiomallin (Tobinin Q) homoskedastisuus



Kuviot 9 ja 10 kuvaavat regressiomallien residuaalien homoskedastisuutta eli säilymistä vakiona. Kuvioista voidaan havaita, että pisteet ovat hajaantuneet melko tasaisesti ja näin ollen voidaan todeta, että homoskedastisuuden oletus täyttyy molempien mallien osalta.

Metsämuuronen (2005, s. 674) huomauttaa, että regressioanalyysin onnistuminen edellyttää, ettei aineistossa ole outlierieita eli hyvin poikkeavia

havaintoja, jotka aiheuttavat harhaisia tuloksia. Aineistossa oli jonkin verran poikkeavia havaintoja ja niiden poistamista käsiteltiin luvussa 6.1.

Voidaan todeta, että regressioanalyysin taustaoletukset täyttyvät molempien mallien osalta. Taustaoletusten tutkimisen jälkeen voidaan suorittaa varsinainen regressioanalyysi.

### 7.3 Regressioanalyysin tulokset

Taulukossa 8 esitellään regressioanalyysin tulokset ensimmäisen mallin osalta, jossa selittävänä muuttujana on ROA.

TAULUKKO 8 Regressioanalyysi (selittävänä muuttujana ROA)

Muuttuja	Regressiokerroin	Estimaatin keskivirhe	t-arvo	p-arvo
Vakiotermi	9,338	,510	18,317	<,001***
HK	,003	,013	,204	,838
HR	-,007	,003	-2,425	,015*
TK-1	,030	,048	,622	,534
VA	-,105	,018	-5,883	<,001***
YK	-,241	,022	-10,818	<,001***
Selityssaste	,389			
Korjattu selityssaste	,152			
F-arvo	47,678			
F-testin p-arvo	<,001			
Durbin-Watson	1,906			
Havainnot	1340			

\*\*\* $p < 0,001$  eli kerroin on tilastollisesti merkitsevä 0,1 % merkitsevyystasolla (tilastollisesti erittäin merkitsevä)

\*\* $p < 0,01$  eli kerroin on tilastollisesti merkitsevä 1 % merkitsevyystasolla (tilastollisesti merkitsevä)

\* $p < 0,05$  eli kerroin on tilastollisesti merkitsevä 5 % merkitsevyystasolla (tilastollisesti melkein merkitsevä)

(Heikkilä, 2014, s. 184–185)

Regressiomallin hyvyttä voidaan arvioida esimerkiksi  $R^2$ -arvon eli selitysasteen sekä korjatun  $R^2$ -arvon eli korjatun selitysasteen avulla.  $R^2$ -arvo eli multippelikorrelaatiokertoimen neliö kuvastaa, kuinka monta prosenttia selitettävän muuttujan arvojen vaihtelusta voidaan selittää selittävän muuttujan avulla. Korjattu  $R^2$ -arvo huomioi myös otoskoon sekä selittäjien määrän, ja sitä käytetäänkin tyypillisemmin tutkimuksissa regressiomallin hyvyyden arvioinnissa. (Metsämuuronen, 2005, s. 680–681.) Ensimmäinen regressiomalli sai selitysasteen arvoksi 38,9 %, mutta korjatun selitysasteen arvoksi 15,2 %, mikä tarkoittaa sitä, että malli selittää vain 15,2 prosenttia ROA:n vaihtelusta. Aikaisemmasta tutkimuksesta voidaan havaita vastaavanlaisia tuloksia; O'Connellin ja Cramerin (2010) tutkimuksessa saman tyyppinen regressiomalli saa korjatun selitysasteen arvoksi 16 % ja Kyeren ja Ausloosin (2021) tutkimuksessa vastaava arvo on 12 %.

Regressiomallin hyvyttä voidaan arvioida myös F-testin avulla. Jokivuoren ja Hietalan (2015, 3. luku) mukaan testin avulla voidaan selvittää, pystytäänkö regressioanalyysiin valituilla muuttujilla selittämään selitettävän muuttujan vaihtelua. F-testissä testataan hypoteesia, jonka mukaan kaikki regressiokertoimet saivat arvokseen nollan. Tyypillisesti nollahypoteesin mukaan kahden asian välillä ei ole yhteyttä. Nollahypoteesi hylätään, mikäli regressiokerroin eroaa nolasta. Tämä viittaa siihen, että muuttujat ovat tilastollisesti merkitseviä selittäjiä. (Metsämuuronen, 2005, s. 411, 681.)

Ensimmäisen regressiomallin F-testisuure on 47,68 ja F-testin p-arvo  $< 0,001$ , eli testin p-arvoa voidaan pitää tilastollisesti merkitsevä. Näin ollen nollahypoteesi voidaan hylätä. Tässä tutkimuksessa käytettiin Durbin-Watsonin testiä mahdollisen aineistossa esiintyvän autokorrelaation tarkastelemiseen. Durbin-Watson -testisuure voi saada arvoja välillä 0–4. Mikäli testisuure saa arvon 2, residuaalien välillä ei ilmene autokorrelaatiota. Testisuureen saadessa arvon, joka on alle 2, aineistossa esiintyy positiivista korrelaatiota, ja arvon ollessa yli 2 aineistossa esiintyy negatiivista autokorrelaatiota. (Hill & Flack, 1987.) Durbin-Watson -testisuure 1,906 osoittaa, että ensimmäisessä regressiomallissa esiintyy hieman positiivista autokorrelaatiota. Arvo on kuitenkin hyvin lähellä kahta, joten autokorrelaatiota ei esiinny liikaa.

Taulukossa 8 on esitetty kunkin muuttujan p-arvot, jotka kuvastavat niiden tilastollista merkitsevyyttä. Tilastollisesti merkitsevät muuttujat on merkitty taulukkoon tähtisymbolilla. Tässä mallissa hallituksen koko ja toimitusjohtajan kaksoisrooli eivät ole tilastollisesti merkitseviä muuttujia. Hallituksen riippumattomuus, velkaantumisaste sekä yrityksen koko ovat tilastollisesti merkitseviä muuttujia, ja kukin niistä saa negatiivisen regressiokertoimen arvon. Yrityksen

koon regressiokerroin -0,241 ja erittäin pieni p-arvo <0,001 viittaavat siihen, että yhtiön suuremmalla koolla on negatiivinen yhteys sen kokonaispääoman tuottoasteeseen. Myös velkaantumisaste osoittaa samankaltaisia tuloksia regressiokerroimen arvolla -0,105 ja p-arvolla <0,001. Hallituksen riippumattomuus saa puolestaan p-arvon 0,15, joka osoittaa sen olevan tilastollisesti merkitsevä 5 % merkitsevyystasolla. Regressiokerroimen arvoksi muuttuja saa arvon -0,007. Kerroin on melko pieni, mutta tulos osoittaa suuremman hallituksen riippumattomuusasteen olevan negatiivisesti yhteydessä ROA:an.

Taulukossa 9 esitellään regressioanalyysin tulokset toisen mallin osalta, jossa selittävänä muuttujana on Tobinin Q.

TAULUKKO 9 Regressioanalyysi (selittävänä muuttujana Tobinin Q)

Muuttuja	Regressiokerroin	Estimaatin keskivirhe	t-arvo	p-arvo
Vakiotermi	3,303	,166	19,893	<,001***
HK	-,006	,004	-1,484	,138
HR	-,002	,001	-2,455	,014*
TK-1	,064	,016	4,107	<,001***
VA	-,044	,006	-7,740	<,001***
YK	-,119	,007	-16,628	<,001***
Selitysaste	,281			
Korjattu selitysaste	,279			
F-arvo	104,995			
F-testin p-arvo	<,001			
Durbin-Watson	1,901			
Havainnot	1346			

\*\*\* $p < 0,001$  eli kerroin on tilastollisesti merkitsevä 0,1 % merkitsevyystasolla (tilastollisesti erittäin merkitsevä)

\*\* $p < 0,01$  eli kerroin on tilastollisesti merkitsevä 1 % merkitsevyystasolla (tilastollisesti merkitsevä)

\* $p < 0,05$  eli kerroin on tilastollisesti merkitsevä 5 % merkitsevyystasolla (tilastollisesti melkein merkitsevä)

(Heikkilä, 2014, s. 184–185)

Toisen regressiomallin F-testisuure on 104,995 ja F-testin p-arvo  $< 0,001$ , eli testin p-arvoa voidaan pitää tilastollisesti merkitsevä. Näin ollen myös toisen regressiomallin osalta nollahypoteesi voidaan hylätä. Toinen regressiomalli saa selitystason arvoksi 28,1 % ja korjatun selitystason arvoksi 27,9 %, joka on korkeampi kuin ensimmäisessä mallissa. Toinen regressiomalli selittää siis 27,9 % Tobinin Q -arvon vaihtelusta. Myös aikaisempien tutkimusten saman tyyppisissä malleissa on saatu vastaavanlaisia korjatun selitystason arvoja: Kyeren ja Ausloosin (2021) tutkimuksessa korjattu selitystaso saa arvon 25,3 % ja O'Connellin ja Cramerin (2010) tutkimuksessa arvon 31 %. Durbin-Watson -testisuure 1,901 osoittaa, että myös toisessa regressiomallissa esiintyy hieman positiivista autokorrelaatiota, mutta arvon ollessa hyvin lähellä kahta tulos ei ole kriittinen.

Taulukossa 9 on esitetty kunkin muuttujan p-arvot, jotka kuvastavat niiden tilastollista merkitsevyyttä. Tässä mallissa kaikki muut muuttujat, paitsi hallituksen koko, ovat tilastollisesti merkitseviä. Hallituksen koon ja Tobinin Q -arvon välillä ei siis havaita tilastollisesti merkitsevää positiivista tai negatiivista yhteyttä. Ainoa muuttuja, joka osoittaa tilastollisesti merkitsevää positiivista yhteyttä Tobinin Q -arvoon, on toimitusjohtajan kaksoisrooli. Tämä viittaa siihen, että yhtiöillä, joiden toimitusjohtajat toimivat myös hallituksen puheenjohtajana, voidaan havaita korkeampi Tobinin Q -arvo. Taulukosta 9 havaitaan, että sekä velkaantumistasolla että yrityksen koolla oli tilastollisesti erittäin merkitsevä negatiivinen korrelaatio Tobinin Q -arvon kanssa. Nämä kolme edellä mainittua muuttujaa saavat kukin erittäin pienen p-arvon,  $< 0,001$ . Regressioanalyysin tulokset viittaavat myös siihen, että hallituksen riippumattomuuden ja Tobinin Q -arvon välillä olisi tilastollisesti melkein merkitsevä negatiivinen yhteys. Hallituksen riippumattomuus saa kuitenkin melko pienen regressiokertoimen arvon,  $-0,002$ .

## 7.4 Tulosten vertailu aiempaan tutkimukseen

Tuloksista voidaan havaita samankaltaisuuksia aiempaan tutkimukseen, mutta myös eroavaisuuksia ilmenee. Vertaillessa tämän tutkimuksen tuloksia aikaisempaan tutkimukseen on huomioitava tiettyjä seikkoja, kuten se, että eri liiketoimintaympäristöissä voidaan havaita eriäviä tutkimustuloksia. Myös tutkimukseen valitulla aikaperiodilla voi olla vaikutusta tutkimustuloksiin.

Useissa aikaisemmissa tutkimuksissa hallituksen koon ja taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä on havaittu tilastollisesti merkitsevä positiivinen tai negatiivinen korrelaatio, mutta tässä tutkimuksessa ei havaittu tilastollisesti merkitsevää yhteyttä näiden muuttujien välillä. Yhdysvaltalaisien yhtiöiden kontekstissa Yermack (1996), Salem (2019) ja Yan ym. (2021) havaitsevat hallituksen koon ja Tobinin Q -arvon välillä tilastollisesti merkitsevän negatiivisen korrelaation, kun taas tässä tutkimuksessa ei havaita näiden kahden muuttujan välillä tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Kussakin edellä mainitussa tutkimuksessa on tarkasteltavana useita eri toimialoja. Aineistoa on rajattu poissulkemalla ainoastaan finanssialan yhtiöt, kuten myös tässäkin tutkimuksessa. Yermackin (1996) tutkimuksen tarkasteltava ajanjakso kohdistuu vuosien 1984–1991 välille, kun taas Salemin (2019) ja Yanin (2021) tutkimuksissa tarkastellaan vuosia 2012–2017 ja 2013–2017. Kussakin edeltävässä tutkimuksessa tarkasteltavat yhtiöt ovat kooltaan suuria, kuten myös tässä tutkimuksessa.

Tulokset mukailevat Mehrotran (2016) tutkimusta, jonka mukaan yhdysvaltalaisissa yhtiöissä hallituksen koon ja ROA:n välillä ei havaita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Mehrotran (2016) tutkimuksessa on tarkastelussa 100 yritystä, joista puolet ovat kooltaan suuria ja puolet keskisuuria. Tarkasteltava aikaperiodi ajoittuu hieman ennen tämän tutkimuksen aikaperiodia, vuosiin 2008–2013, eikä aineistoa ole rajattu toimialan perusteella. Hallituksen koon ja ROA:n välisen yhteyden osalta tulokset ovat linjassa myös Apochin ym. (2022) sekä Kalantoniksen ym. (2023) tutkimusten kanssa. Useissa aikaisemmissa tutkimuksissa tarkastelu kohdistuu moniin eri toimialoihin, mutta Apochin ym. (2022) tutkimuksessa tarkastellaan ainoastaan vähittäiskaupan alan yrityksiä. Tarkasteltava ajanjakso tarjoaa melko tuoretta tutkimusdataa vuosien 2012–2021 ajalta. Kalantoniksen ym. (2023) tutkimuksessa puolestaan on edustettuna useiden eri toimialojen yhtiöitä, mutta finanssi- ja kiinteistötoimialat on suljettu pois. Tutkimukseen valittu aikaperiodi kohdistuu vuosien 2008–2016 välille.

Tutkimustulosten mukaan hallituksen koon ja Tobinin Q -arvon välillä ei havaita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Beinerin ym. (2004) tutkimuksessa havaitaan samankaltaisia tuloksia. Beinerin ym. (2004) tutkimuksessa tarkasteltavana ajanjaksona oli ainoastaan vuosi 2001. Kuten suurella osalla aikaisempia tutkimuksia, myös tässä tutkimuksessa aineistoa rajattiin toimialan osalta poissulkemalla vain finanssialan yhtiöt.

Agrawal ja Knoeber (1996) osoittavat tutkimuksessaan, että yhdysvaltalaisien yhtiöiden kontekstissa hallituksen riippumattomuuden ja Tobinin Q -arvon välillä havaitaan negatiivinen yhteys. Tässä tutkimuksessa havaitaan samanlaisia tuloksia. On kuitenkin huomioitava, että Agrawalin ja Knoeberin (1996) tutkimuksen tarkasteltava ajanjakso kohdistuu vuoteen 1987. Tarkastelussa on tämän tutkimuksen tapaan Yhdysvaltojen suurimpia yrityksiä, ilman toimialaan kohdistuvia rajoituksia.

Tulosten mukaan myös hallituksen riippumattomuuden ja ROA:n välillä on negatiivinen yhteys, kun taas Mehrotra (2016) sekä Bhagat ja Black (2002) eivät havaitse tilastollisesti merkitsevää yhteyttä näiden muuttujien välillä yhdysvaltalaisien yhtiöiden osalta. Kummassakaan edellä mainitussa tutkimuksessa aineistoa ei ole rajattu toimialan suhteen. Lisäksi Bhagatin ja Blackin (2002) tutkimuksessa tarkasteltava aikaperiodi kohdistuu vuosien 1985–1995 välille, mikä on



syitä ottaa huomioon tutkimustuloksia vertaillessa. Mehrotran (2016) tutkimus puolestaan kohdistuu vuosien 2008–2013 välille.

Tämän tutkimuksen tuloksia hallituksen riippumattomuuden osalta tukevat kuitenkin muun muassa Apochin ym. (2022), Christensenin ym. (2010), Cavacon ym. (2016) sekä Shanin (2019) tutkimustulokset. Kuten aiemmin on mainittu, Apochin ym. (2022) tutkimus kohdistuu vähittäiskaupan alan yrityksiin, mutta muissa edellä mainituissa tutkimuksissa toimialaa on rajattu ainoastaan sulkeamalla finanssialan yhtiöt tarkastelun ulkopuolelle. Christensenin ym. (2010) tutkimuksessa tarkasteltava ajanjakso kohdistuu vain vuoteen 2004, mutta Cavacon ym. (2016) ja Shanin (2019) tutkimuksiin valitut aikaperiodit 2003–2011 ja 2005–2015 muodostavat kattavan tutkimusaineiston ja tukevat tämän tutkimuksen tuloksia, vaikkakin tämän tutkimuksen tarkastelu ajoittuu viimeaikaisempaan ajankohtaan.

Peni (2014) tutki toimitusjohtajan kaksoisroolin ja Tobinin Q -arvon välistä yhteyttä yhdysvaltalaisen yhtiöiden kontekstissa ja havaitsi tilastollisesti merkitsevän positiivisen yhteyden näiden muuttujien välillä. Tämä tutkimus osoittaa vastaavia tuloksia. Penin (2014) tutkimusaineisto on hyvin samankaltainen tämän tutkimuksen kanssa; tarkasteluun on valittu S&P 500 -indeksiin kuuluvia yhtiötä, poissulkien finanssialan yhtiöt. Myös Penin (2014) tutkimuksessa tarkasteltava ajanjakso kattaa useamman vuoden, vuodet 2006–2010.

Myös Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez (2020), Apochi ym. (2022) sekä Kalantonis ym. (2023) havaitsivat toimitusjohtajan kaksoisroolin ja Tobinin Q -arvon välillä tilastollisesti merkitsevän positiivisen yhteyden. Pucheta-Martínezin ja Gallego-Álvarezin (2020) sekä Kalantoniksen ym. (2023) tutkimukset kattavat tätä tutkimusta laajemmat tarkasteluajanjaksot, 2004–2015 ja 2008–2016, ja näin ollen antavat tukea havainnolle toimitusjohtajan kaksoisroolin ja Tobinin Q -arvon välisestä positiivisesta yhteydestä. ROA:n ja toimitusjohtajan kaksoisroolin välillä ei kuitenkaan havaita tässä tutkimuksessa tilastollisesti merkitsevää positiivista tai negatiivista yhteyttä. Tämä tulos on linjassa Anum Mohd Ghazalin (2010), Punin ja Anlesinyan (2020), Sehwatin ym. (2020) sekä Kyeren ja Ausloosin (2021) tutkimustulosten kanssa. Puni ja Anlesinya (2020) tarkastelevat tutkimuksessaan kaikkia Ghanan pörssiin kuuluvia yhtiötä, kun taas muissa edellä mainituissa tutkimuksissa tarkasteltavien toimialojen ulkopuolelle on jätetty ainoastaan finanssiala. Viimeaikaisinta tutkimusdataa tarjoaa Sehwatin ym. (2020) tutkimus, jossa ROA:n ja toimitusjohtajan kaksoisroolin välistä yhteyttä on tutkittu suurten yhtiöiden kontekstissa vuosien 2010–2019 välillä.

Tämän tutkimuksen molemmissa regressiomalleissa kontrollimuuttujat velkaantumisaste sekä yrityksen koko ovat tilastollisesti merkitseviä, osoittaen negatiivista yhteyttä taloudellista suoriutumiskykyä kuvaaviin muuttujiin. Tulokset ovat osin ristiriitaisia Kyeren ja Ausloosin (2021) tutkimustulosten kanssa. Kyere ja Ausloos (2021) havaitsivat yrityksen koon ja ROA:n välillä tilastollisesti merkitsevän negatiivisen korrelaation ja toisaalta velkaantumisasteen ja ROA:n välillä tilastollisesti merkitsevän negatiivisen korrelaation. Toisessa regressiomallissa, jossa selitettävänä muuttujana on Tobinin Q, havaitaan tämän tutkimuksen mukaisesti yrityksen koon ja Tobinin Q -arvon välillä tilastollisesti merkitsevä negatiivinen yhteys, kun taas velkaantumisaste ei ole tilastollisesti merkitsevä muuttuja, toisin kuin tässä tutkimuksessa.

## 8 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän pro gradu -tutkielman tarkoituksena oli selvittää, onko hallituksen koon, sen riippumattomuuden tai toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yhdysvaltaisten pörssiyhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä yhteyttä. Taloudellista suoriutumiskykyä kuvattiin ROA:n eli kokonaispääoman tuottoasteen sekä Tobinin Q -arvon avulla. Tutkimus oli menetelmältään kvantitatiivinen tutkimus ja se toteutettiin suorittamalla regressioanalyysi SPSS-ohjelmistolla kummallekin selitettävälle muuttujalle. Tutkimusaineisto kerättiin Refinitiv Eikon -tietokannasta ja se koostui joukosta S&P 500 -indeksiin kuuluvia yhtiöitä, kohdistuen vuosiin 2016–2019. Tutkimusaineistosta rajattiin pois finanssialan yhtiöt, jotta tutkimukseen valitut yhtiöt olisivat mahdollisimman vertailukelpoisia keskenään.

### 8.1 Selittävien muuttujien ja taloudellisen suoriutumiskyvyn välinen yhteys

Tutkimustulokset hallituksen koon ja taloudellisen suoriutumiskyvyn välisestä yhteydestä ovat mielenkiintoisia, sillä tilastollisesti merkitsevää positiivista tai negatiivista yhteyttä ei havaita näiden muuttujien välillä kummassakaan regressiomallissa. Useissa aikaisemmissa tutkimuksissa (mm. Yermack, 1996; Guest, 2009; O'Connell & Cramer, 2010; Merendino & Melville, 2019; Salem, 2019; Yan ym., 2021) on osoitettu, että hallituksen koon kasvaessa yhtiön taloudellinen suoriutumiskyky heikkenee. Toisaalta joissakin aiemmissa tutkimuksissa (Kyereboah-Coleman & Biekpe, 2006; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020; Kyere & Ausloos, 2021) on osoitettu suurempikokoisten hallitusten olevan yhteydessä parempaan taloudelliseen suoriutumiseen. Tulokset eivät kuitenkaan ole täysin ristiriidassa aiemman tutkimuksen kanssa, sillä esimerkiksi Beiner ym. (2004) sekä Mehrotra (2016) eivät myöskään havaitse hallituksen koolla olevan yhteyttä yhtiöiden taloudelliseen suoriutumiseen. Voidaan siis todeta, etteivät

tutkimustulokset tue tutkimuksen ensimmäistä hypoteesia, jonka mukaan hallituksen koon ja yhdysvaltalaisen listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä on tilastollisesti merkitsevä yhteys. Tutkimustulokset hallituksen koon osalta eivät myöskään ole linjassa agenttiteorian kanssa. Agenttiteorian mukaan pienikokoiset hallitukset toimivat tehokkaammin ja näin ollen myös yhtiön taloudellinen suoriutumiskyky paranee. (Yan ym., 2021.)

Tutkimuksen toinen hypoteesi hallituksen riippumattomuuden yhteydestä yhtiöiden taloudelliseen suoriutumiskykyyn puolestaan saa tukea tutkimustuloksista. Tulokset indikoivat, että hallituksen riippumattomien jäsenten lukumäärän kasvaessa yhtiön taloudellinen suoriutumiskyky heikkenee, niin ROA:lla kuin Tobinin Q -arvolla mitattuna. Myös muun muassa Agrawal ja Knoeber (1996), Christensen ym. (2010), Cavaco ym. (2016), Shan (2019) sekä Apochi ym. (2022) ovat osoittaneet hallituksen riippumattomuuden ja yhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välisen negatiivisen yhteyden. Tutkimustulokset ovat linjassa taloudenhoitajateorian kanssa, jonka mukaan pienempi riippumattomien jäsenten lukumäärä hallituksessa tehostaa yrityksen taloudellista suoriutumista. Tämä perustuu näkemykseen siitä, että niin sanotuilla sisäisillä johtajilla on parempaa tietämystä yrityksestä, mikä puolestaan mahdollistaa päätöksenteon tehostumisen ja näin ollen myös taloudellisen suoriutumisen parantumisen. (Farooq ym., 2022.) Tulokset ovat puolestaan ristiriidassa agenttiteorian kanssa, jonka mukaan hallituksen riippumattomuus on yhteydessä yritysten parempaan taloudelliseen suoriutumiseen. Teorian mukaan riippumattomat jäsenet valvovat osakkeenomistajien etua varmistaen, etteivät sisäiset johtajat tee riskialttiita päätöksiä. Hallituksen toiminnan tehokkaan valvomisen voidaan katsoa pienentävän agenttikustannuksia ja näin ollen parantavan yritysten taloudellista suoriutumiskykyä. (Jensen & Meckling, 1976; Makki & Lodhi, 2013.)

Kolmannen hypoteesin mukaan toimitusjohtajan kaksoisroolin ja yhdysvaltalaisen listayhtiöiden taloudellisen suoriutumiskyvyn välillä on tilastollisesti merkitsevä yhteys. Hypoteesi saa osittain tukea tutkimustuloksista. Ensimmäisessä regressiomallissa, jossa selitettävänä muuttujana on ROA, ei kuitenkaan havaita tilastollista merkitsevyyttä näiden muuttujien välillä. Vastaavia tuloksia ovat havainneet myös Puni ja Anlesinya (2020), Sehwat ym. (2020) sekä Kyere ja Ausloos (2021). Toisen regressiomallin, jossa selitettävänä muuttujana on Tobinin Q, tulokset puolestaan osoittavat toimitusjohtajan kaksoisroolin olevan positiivisesti yhteydessä yritysten taloudelliseen suoriutumiskykyyn. Tämä viittaa siihen, että yritykset, joiden toimitusjohtaja toimii myös hallituksen puheenjohtajana, näyttävät suoriutuvan taloudellisesti paremmin kuin yritykset, joissa nämä roolit on eriytetty eri henkilöille. Tämä mukailee Penin (2014), Pucheta-Martínezin ja Gallego-Álvarezin (2020), Apochin ym. (2022) sekä Kalantoniksen ym. (2023) tutkimustuloksia. Tämä tulos on linjassa myös taloudenhoitajateorian kanssa, jonka mukaan saman henkilön hoitaessa sekä hallituksen puheenjohtajan että toimitusjohtajan tehtäviä, päätöksenteko tehostuu, joka johtaa yritysten parempaan taloudelliseen suoriutumiseen (Manna ym., 2016; Farooq ym., 2022).

Vertaillen tutkimustuloksia aiempaan tutkimukseen on kuitenkin huomioitava eroavaisuudet tutkimusaineistoissa. Vaikka tämän tutkimuksen tuloksia vertaillaan myös tutkimuksiin, joissa tarkastellaan yhdysvaltalaisia yhtiöitä,

tutkimuksiin valitut aikaperiodit eroavat toisistaan. Tämä voi osaltaan vaikuttaa tutkimustulosten eriävyyteen. Lisäksi osassa tutkimuksia on tehty erilaisia rajauksia tarkasteluun valittujen toimialojen suhteen, vaikkakin suurimmassa osassa aiempaa tutkimusta tarkasteltavien toimialojen ulkopuolelle on jätetty ainoastaan finanssiala.

## 8.2 Tutkimuksen validiteetti, reliabiliteetti sekä jatkotutkimusaiheet

Tässä luvussa pohditaan tutkimuksen validiteettia ja reliabiliteettia sekä esitetään joitakin mielenkiintoisia jatkotutkimusaiheita. Sekä validiteetti että reliabiliteetti kuvastavat tutkimuksen luotettavuutta, mutta hieman eri näkökulmista. Validiteetilla tarkoitetaan sitä, että tutkimuksessa onnistutaan mittaamaan asiaa, jota on tarkoituskin mitata (Metsämuuronen, 2005, s. 57). Tämän tutkimuksen validiteettia voidaan pitää melko hyvänä. Tutkimusmenetelmä ja analysoitavat muuttujat valittiin mukailen aikaisempaa tutkimusta, minkä tarkoituksena oli lisätä vertailukelpoisuutta aiempiin tutkimustuloksiin. Tutkimusaineisto on kerätty Refinitiv Eikon -tietokannasta, joka on tunnettu ja yleisesti tutkimuksissa käytetty tietokanta. Näin ollen voidaan todeta, että aineisto on kerätty hyvin luotettavasta lähteestä, mutta on toki olemassa myös riski sille, että tietokannan tunnusluvuissa olisi virheitä. Tutkimusaineistoa on myös muokattu, pyrkien parantamaan sen validiteettia. Aineistoa muokattiin tarkastellessa regressioanalyysin taustaoletusten täyttymistä, esimerkiksi poistamalla hyvin poikkeavat havainnot eli outlierit. Kuten edellä on mainittu, regressiomallin taustaoletusten voidaan sanoa täytyvän molempien mallien osalta, mikä puolestaan lisää tutkimuksen validiteettia. Regressioanalyysin onnistumisen kannalta on myös olennaista, että havaintoja on riittävä määrä. Ensimmäisessä regressioanalyysissä havaintoja oli yhteensä 1340 kappaletta ja toisessa 1346 kappaletta. Näin ollen voidaan todeta, että havaintoja on ollut mielekäs määrä, vaikka suurempi määrä havaintoja luonnollisesti lisäisi tutkimuksen yleistettävyyttä. Kuitenkin tämän suuruisella aineistolla voidaan saada aikaan luotettavia tutkimustuloksia. Aineisto kattoi dataa yhteensä neljältä vuodelta, mikä poissulkee yksittäisten poikkeuksellisten vuosien vaikutukset. On kuitenkin huomioitava, että vielä pidemmän ajanjakson tutkiminen voisi antaa entistä tarkempaa tietoa tutkittavasta aiheesta.

Reliabiliteetti puolestaan kuvaa tutkimuksen luotettavuutta sen toistettavuuden näkökulmasta – saataisiinko samanlaisia tuloksia, mikäli samaa asiaa mitattaisiin useita kertoja samalla mittarilla? (Metsämuuronen, 2005, s. 64–65.) Tutkimusmenetelmäksi valittiin lineaarinen regressioanalyysi, joka on hyvin tyypillisesti käytetty menetelmä vastaavissa tutkimuksissa. Tutkimusmenetelmää on siis käytetty laajalti aikaisemmassa tutkimuksessa ja se on myös helposti toistettavissa, mikä viittaa menetelmän korkeaan reliabiliteettiin. Tutkimuksen reliabiliteettia arvioidessa on kuitenkin huomioitava, että vaikka eri

tutkimuksissa käytettäisiinkin samaa tutkimusmenetelmää, tutkijat saattavat tulkita tuloksia eri tavalla.

Vaikka corporate governancen ja taloudellisen suoriutumiskyvyn välistä yhteyttä on tutkittu melko laajalti, aihepiiriin liittyy edelleen mielenkiintoisia jatkotutkimusaiheita. Tämän tutkimuksen aikaperiodiksi valittiin 2016–2019, sillä koronapandemian mahdolliset vaikutukset tutkimustuloksiin haluttiin sulkea pois. Jatkotutkimus voisi lähestyä aihetta vertailevan näkökulman kautta – olisi mielenkiintoista tutkia corporate governance -muuttujien yhteyttä yritysten taloudelliseen suoriutumiskykyyn ennen koronapandemiaa ja myös sen aikana ja tarkastella, onko kriisijalla vaikutusta tuloksiin. Toinen jatkotutkimusaihe voisi liittyä toimialojen välisten erojen tarkastelemiseen. Tässä tutkimuksessa rajattiin pois ainoastaan finanssialan yhtiöt, mutta muuta rajausta tai vertailua ei toimialoihin liittyen tehty. Olisi mielenkiintoista tutkia, havaittaisiinko eriäviä tutkimustuloksia eri toimialoilla toimivien yritysten välillä.

## LÄHTEET

- Adebayo, M., Ibrahim, A. B., Yusuf, B., & Omah, I. (2014). Good corporate governance and organisational performance: An empirical analysis. *International Journal of Humanities and Social Science*, 4(7), 170–178.
- Afrifa, G. A., & Tauringana, V. (2015). Corporate governance and performance of UK listed small and medium enterprises. *Corporate Governance (Bradford)*, 15(5), 719–733.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377–397.
- Agrawal, A. & Knoeber, C. (2012). Corporate Governance and Firm Performance. Teoksessa C. R. Thomas & W. F. Shughart II (toim.), *Oxford handbook in managerial economics* (s. 491–509). New York, NY: Oxford University Press.
- Ahmed, E., & Hamdan, A. (2015). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence From Bahrain Bourse. *International Management Review*, 11(2), 21–37.
- Alabdullah, T. T. Y., Ahmed, E. R., & Kanaan-Jebna, A. (2022). Corporate governance system and firm financial performance. *Acta Scientific Computer Sciences Volume*, 4(6), 97–103.
- Al-Matari, E. M., Al-Swidi, A. K., & Fadzil, F. H. B. (2014). The measurements of firm performance's dimensions. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(1), 24–49.
- Al-Saidi, M. (2021). Board independence and firm performance: Evidence from Kuwait. *International Journal of Law and Management*, 63(2), 251–262.
- Amba, S. M. (2014). Corporate governance and firms' financial performance. *Journal of Academic and Business Ethics*, 8(1), 1–11.
- Anum Mohd Ghazali, N. (2010). Ownership structure, corporate governance and corporate performance in Malaysia. *International Journal of Commerce and Management*, 20(2), 109–119.
- Apochi, J. G., Mohammed, S. G., Onyabe, J. M., & Yahaya, O. A. (2022). Does corporate governance improve financial performance? Empirical evidence from Africa listed consumer retailing companies. *Management Studies*, 12(1), 111–124.
- Arslan, O., Karan, M. B., & Ekşi, C. (2010). Board structure and corporate performance. *Managing Global Transitions*, 8(1), 3–22.
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (26.10.2023). Itsesääntely. <https://www.cgfinland.fi/tietoa-meista/itsesaantely/>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (2020). Hallinnointikoodi 2020. <https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2023/05/hallinnointikoodi-2020.pdf>
- Assenga, M. P., Aly, D., & Hussainey, K. (2018). The impact of board characteristics on the financial performance of Tanzanian firms. *Corporate Governance (Bradford)*, 18(6), 1089–1106.
- Azeez, A. (2015). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Sri Lanka. *Journal of Finance and Bank Management*, 3, 180–189.

- Azim, M. I. (2012). Corporate governance mechanisms and their impact on company performance: A structural equation model analysis. *Australian Journal of Management*, 37(3), 481–505.
- 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.
- Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5(2), 91–104.
- Ben Barka, H., & Legendre, F. (2017). Effect of the board of directors and the audit committee on firm performance: A panel data analysis. *Journal of Management and Governance*, 21(3), 737–755.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004). Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism? *Kyklos (Basel)*, 57(3), 327–356.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York, Macmillan Co.
- Bhagat, S., & Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *The Journal of Corporation Law*, 27(2), 231–274.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance (Amsterdam, Netherlands)*, 14(3), 257–273.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2019). Corporate governance and firm performance: The sequel. *Journal of Corporate Finance (Amsterdam, Netherlands)*, 58, 142–168.
- Bhatt, P. R., & Bhatt, R. R. (2017). Corporate governance and firm performance in Malaysia. *Corporate Governance (Bradford)*, 17(5), 896–912.
- Bianco, M., & Casavola, P. (1999). Italian corporate governance: Effects on financial structure and firm performance. *European Economic Review*, 43(4), 1057–1069.
- Born, B., Müller, G. J., Schularick, M., & Sedláček, P. (2021). The macroeconomic impact of Trump. *Policy Studies*, 42(5–6), 580–591.
- Business Roundtable. (2023). About us. <https://www.business-roundtable.org/about-us>
- Calder, A. (2008). Chapter 01: Corporate governance - the historical background. London: Kogan Page Ltd.
- Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2010). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396–414.
- Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., Rebérioux, A., & Roudaut, G. (2016). Board independence and operating performance: Analysis on (French) company and individual data. *Applied Economics*, 48(52), 5093–5105.
- Chen, C. W., Lin, J. B., & Yi, B. (2008). CEO duality and firm performance: An endogenous issue. *Corporate Ownership and Control*, 6(1), 58–65.

- Christensen, J., Kent, P., & Stewart, J. (2010). Corporate Governance and Company Performance in Australia. *Australian Accounting Review*, 20(4), 372–386.
- Christensen, J., Kent, P., Routledge, J., & Stewart, J. (2015). Do corporate governance recommendations improve the performance and accountability of small listed companies? *Accounting and Finance (Parkville)*, 55(1), 133–164.
- Conyon, M. J., & Peck, S. I. (1998). Board size and corporate performance: evidence from European countries. *The European Journal of Finance*, 4(3), 291–304.
- Creswell, J. W. (2014). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (4th ed.). Sage.
- De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate Boards in OECD Countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: an International Review*, 13(2), 197–210.
- de Villiers, C., & Dimes, R. (2021). Determinants, mechanisms and consequences of corporate governance reporting: A research framework. *Journal of Management and Governance*, 25(1), 7–26.
- Dogan, M., Elitas, B. L., Agca, V., & Ögel, S. (2013). The impact of CEO duality on firm performance: Evidence from Turkey. *International Journal of Business and Social Science*, 4(2), 149–155.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64.
- Dora, S. Y., & Bhanotu, V. R. (2020). A study on corporate governance practices in USA, UK & India: - a comparative analysis. *An International Bilingual Peer Reviewed Refereed Research Journal*, 10(40), 29–35.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management: the Journal of the European Financial Management Association*, 10(2), 267–293.
- Dulewicz, V., & Herbert, P. (2004). Does the Composition and Practice of Boards of Directors Bear Any Relationship to the Performance of their Companies? *Corporate Governance: an International Review*, 12(3), 263–280.
- Dunn, P., & Sainty, B. (2009). The relationship among board of director characteristics, corporate social performance and corporate financial performance. *International Journal of Managerial Finance*, 5(4), 407–423.
- Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269–4277.
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: Evidence from Nigeria. *Corporate Governance (Bradford)*, 9(3), 231–243.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54.



- Ezat, A., & El-Masry, A. (2008). The impact of corporate governance on the timeliness of corporate internet reporting by Egyptian listed companies. *Managerial Finance*, 34(12), 848-867.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
- Farooq, M., Noor, A., & Ali, S. (2022). Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance (Bradford)*, 22(1), 42-66.
- Fuzi, S. F. S., Halim, S. A. A., & Julizaerma, M. (2016). Board Independence and Firm Performance. *Procedia Economics and Finance*, 37, 460-465.
- Garg, A. K. (2007). Influence of Board Size and Independence on Firm Performance: A Study of Indian Companies. *Vikalpa*, 32(3), 39-60.
- Gaur, S. S., Bathula, H., & Singh, D. (2015). Ownership concentration, board characteristics and firm performance: A contingency framework. *Management Decision*, 53(5), 911-931.
- Germain, L., Galy, N., & Lee, W. (2014). Corporate governance reform in Malaysia: Board size, independence and monitoring. *Journal of Economics and Business*, 75, 126-162.
- Gruszczyński, M. (2006). Corporate Governance and Financial Performance of Companies in Poland. *International Advances in Economic Research*, 12(2), 251-259.
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385-404.
- Gupta, P., & Sharma, A. M. (2014). A Study of the Impact of Corporate Governance Practices on Firm Performance in Indian and South Korean Companies. *Procedia, Social and Behavioral Sciences*, 133, 4-11.
- Halimatusadiah, E., Sofianty, D., & Ermaya, H. N. (2015). Effects of the implementation of good corporate governance on profitability. *European Journal of Business and Innovation Research*, 3(4), 19-35.
- Halla, I. (2003). *Corporate governance Suomessa*. Edita.
- Hassan, M. K., Houston, R., Karim, M. S., & Sabit, A. (2023). CEO duality and firm performance during the 2020 coronavirus outbreak. *The Journal of Economic Asymmetries*, 27, 1-18.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2003). The fall of Enron. *Journal of Economic Perspectives*, 17(2), 3-26.
- Heikkilä, T. (2014). *Tilastollinen tutkimus ([9. uudistettu painos].)*. Edita.
- Hill, R. J., & Flack, H. D. (1987). The use of the Durbin-Watson d Statistic in Rietveld Analysis. *Journal of Applied Crystallography*, 20(5), 356-361.
- Hirsjärvi, S., Remes, P., & Sajavaara, P. (2004). *Tutki ja kirjoita (10. osin uud. laitos.)*. Tammi.
- Hirvonen, A., Niskakangas, H., & Steiner, M. (2003). *Corporate governance: Hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely*. WSOY.
- Jackling, B., & Juhl, S. (2009). Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate governance: an International Review*, 17(4), 492-509.

- Jaimes-Valdez, M. A., Jacobo-Hernandez, C. A., & Ochoa-Jimenez, S. (2017). Corporate Governance: International Context and Trends from 2005 to 2015. *International Journal of Business and Management*, 12(3), 158–169.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance (New York)*, 48(3), 831–880.
- Jermias, J., & Gani, L. (2014). The impact of board capital and board characteristics on firm performance. *The British Accounting Review*, 46(2), 135–153.
- Jokivuori, P., & Hietala, R. (2015). Määrällisiä tarinoita: Monimuuttujamenetelmien käyttö ja tulkinta. Docendo.
- Judge, W. Q., Naumova, I., & Koutzevol, N. (2003). Corporate governance and firm performance in Russia: An empirical study. *Journal of World Business: JWB*, 38(4), 385–396.
- Kalantonis, P., Schoina, S., & Kallandranis, C. (2023). The impact of the corporate governance on firm performance: Evidence from the Greek listed firms. *Journal of Governance and Regulation*, 12(3, special issue), 255–265.
- Kim, K. A., Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P., & Nofsinger, J. R. (2007). Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: Evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance (Amsterdam, Netherlands)*, 13(5), 859–880.
- Koufopoulos, D., Zoumbos, V., Argyropoulou, M., & Motwani, J. (2008). Top management team and corporate performance: A study of Greek firms. *Team Performance Management*, 14(7/8), 340–363.
- Kyere, M., & Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance and Economics*, 26(2), 1871–1885.
- Kyereboah-Coleman, A., & Biekpe, N. (2006). The relationship between board size, board composition, CEO duality and firm performance: Experience from Ghana. *Corporate Ownership and Control*, 4(2), 114–122.
- Laing, D., & Weir, C. M. (1999). Governance structures, size and corporate performance in UK firms. *Management Decision*, 37(5), 457–464.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, İ. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963–1008.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59–77.
- Leino, M., Airaksinen, M., Alitalo, A., Karhu, K., Nieminen, M., Pajamo, P., . . . Talma, A. (2020). Tarkastusvaliokunnan rooli ja tehtävät (2. painos.). Boardman.
- Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z., & Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance (Amsterdam, Netherlands)*, 30, 223–244.

- Maher, M., & Andersson, T. (2000). Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, Oxford University Press, Oxford, 386–420.
- Makki, M. A. M., & Lodhi, S. A. (2013). Impact of corporate governance on financial performance. *Pakistan Journal of Social Sciences*, 33(2), 265–280.
- Manna, A., Sahu, T. N., & Gupta, A. (2016). Impact of Ownership Structure and Board Composition on Corporate Performance in Indian Companies. *Indian Journal of Corporate Governance*, 9(1), 44–66.
- Mehrotra, S. (2016). The Nature of Corporate Board Structure and Its Impact on the Performance of USA Listed Firms. *IUP Journal of Corporate Governance*, 15(1), 30–45.
- Meier, H. H., & Meier, N. C. (2014). Corporate governance: An examination of US and European models. *Corporate Ownership & Control*, 11(2), 347–351.
- Merendino, A., & Melville, R. (2019). The board of directors and firm performance: Empirical evidence from listed companies. *Corporate governance (Bradford)*, 19(3), 508–551.
- Metsämuuronen, J. (2005). Tutkimuksen tekemisen perusteet ihmistieteissä (3. laitos.). *International Methelp*.
- Metushi, E., Vito, J. D., & Fradeani, A. (2016). Corporate governance practices in Europe: A descriptive study. *Corporate Ownership and Control*, 13(2), 238–249.
- Moscu, R. (2015). Study on correlation between CEO duality and corporate performance of companies listed on the Bucharest stock exchange. *Journal of Social & Economic Statistics*, 4(1), 46–53.
- Naimah, Z., & Hamidah. (2017). The Role of Corporate Governance in Firm Performance. *SHS Web of Conferences*, 34, 1–6.
- Nazar, M. C. A. (2016). Does CEO duality affect the firm performance? Evidence from Sri Lanka. *International Journal of Advances in Agriculture Sciences*, 5(2), 56–60.
- Nummenmaa, L., Holopainen, M., Pulkkinen, P., & Kimpimäki, K. (2019). *Tilastollisten menetelmien perusteet (1.–5. painos.)*. Sanoma Pro Oy.
- NYSE. (2023). NYSE Listed Company Manual. <https://nyse.wolterskluwer.cloud/listed-company-manual>
- O’Connell, V., & Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28(5), 387–399.
- OECD. (2023). *OECD Corporate Governance Factbook 2023*. OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/6d912314-en>
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 18, 185–205.
- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2020). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. *Review of Managerial Science*, 14(6), 1251–1297.
- Puni, A., & Anlesinya, A. (2020). Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country. *International Journal of Law and Management*, 62(2), 147–169.

- Rahman, R. A., & Haniffa, R. M. (2005). The effect of role duality on corporate performance in Malaysia. *Corporate Ownership and Control*, 2(2), 40–47.
- Rashid, A. (2018). Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Future Business Journal*, 4(1), 34–49.
- Ratsula, N. (2021). *Sisäinen valvonta: Käsikirja tulokselliseen organisaation ohjaukseen* (3., uudistettu painos.). Edita.
- Riyadh, H. A., Sukoharsono, E. G., & Alfaiza, S. A. (2019). The impact of corporate social responsibility disclosure and board characteristics on corporate performance. *Cogent Business & Management*, 6(1), 1–18.
- Rose, C. (2016). Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. *European Management Journal*, 34(3), 202–222.
- Rossi, M., Nerino, M., & Capasso, A. (2015). Corporate governance and financial performance of Italian listed firms. The results of an empirical research. *Corporate Ownership & Control*, 12(2–6), 628–643.
- Salem, W. F. (2019). Boards of directors' characteristics and firm value: a comparative study between Egypt and USA. *Open Access Library Journal*, 6(04), 1–33.
- Senaviratna, N. A. M. R., & A Cooray, T. M. J. (2019). Diagnosing multicollinearity of logistic regression model. *Asian Journal of Probability and Statistics*, 5(2), 1–9.
- Shan, Y. G. (2019). Managerial ownership, board independence and firm performance. *Accounting Research Journal*, 32(2), 203–220.
- Sehrawat, N. K., Singh, S., & Kumar, A. (2020). Does corporate governance affect financial performance of firms? A large sample evidence from India. *Business Strategy & Development*, 3(4), 615–625.
- Sorensen, D. P., & Miller, S. E. (2017). Financial accounting scandals and the reform of corporate governance in the United States and in Italy. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(1), 77–88.
- Thorbecke, W. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on the US economy: Evidence from the stock market. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(10), 233–264.
- Todorovic, I. (2013). Impact of Corporate Governance on Performance of Companies. *Montenegrin Journal of Economics*, 9(2), 47–53.
- Tylecote, A., & Ramirez, P. (2006). Corporate governance and innovation: The UK compared with the US and 'insider' economies. *Research Policy*, 35(1), 160–180.
- Uribe-Bohorquez, M., Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. (2018). Board independence and firm performance: The moderating effect of institutional context. *Journal of Business Research*, 88, 28–43.
- Valeria, N., Fabrizio, C., & Luisa, P. (2022). Corporate governance and sustainability: A review of the existing literature. *Journal of Management & Governance*, 26(1), 55–74.
- van Essen, M., Engelen, P., & Carney, M. (2013). Does "Good" Corporate Governance Help in a Crisis? The Impact of Country- and Firm-Level Governance Mechanisms in the European Financial Crisis. *Corporate Governance: an International Review*, 21(3), 201–224.

- Wijethilake, C., & Ekanayake, A. (2020). CEO duality and firm performance: The moderating roles of CEO informal power and board involvements. *Social Responsibility Journal*, 16(8), 1453-1474.
- Wolfe, J. & Sauaia, A. C. A. (2005). The Tobin q as a business game performance indicator. *Simulation & Gaming*, 36(2), 238-249.
- Yan, C. C., Hui, Y. Z., & Xin, L. (2021). The relationship between board size and firm performance. *E3S Web of Conferences*, 257, 1-6.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- Yu, M. (2023). CEO duality and firm performance: A systematic review and research agenda. *European Management Review*, 20(2), 347-359.
- Zabri, S. M., Ahmad, K., & Wah, K. K. (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*, 35, 287-296.
- Zhou, H., Owusu-Ansah, S., & Maggina, A. (2018). Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 31, 20-36.