

**LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO**

Kauppätieteellinen tiedekunta

Kauppätieteiden kandidaatin tutkinnon tutkielma

Laskentatoimi

**HALLITUSTYÖSKENTELY CORPORATE GOVERNANCE -  
VIITEKEHYKSESSÄ  
Board of directors according to Corporate governance  
11.5.2007**

Tekijä: Reetta Ahonen

Opponentti: Pekka Kempas

Ohjaaja: Ulla Kotonen

# SISÄLTÖ

1. JOHDANTO .....	1
1.1 Tutkimuksen tausta .....	1
1.2 Tutkimuksen tavoitteet .....	2
1.3 Tutkimusmenetelmät ja rajaukset.....	3
1.4 Tutkielman rakenne.....	3
2. CORPORATE GOVERNANCE.....	5
2.1 Corporate governancen tausta.....	5
2.2 Corporate governance määritelmiä .....	6
2.3 Erilaisia Corporate governance käytäntöjä.....	7
2.4 Corporate governancen osa-alueet.....	9
2.5 Corporate governance tutkimus .....	11
3. HALLITUSTYÖSKENTELEY OSANA CORPORATE GOVERNANCEA.....	13
3.1 Taustaa .....	13
3.2 Hallintoneuvosto.....	13
3.3 Hallitus .....	14
3.4 Hallituksen tehtävät.....	15
3.5 Hallituksen riippumattomuus .....	16
3.6 Hallituksen koko ja jäsenille asetetut vaatimukset.....	17
3.7 Palkkaus ja toimitusjohtajan palkkio .....	19
3.8 Yhteenveto .....	19
4. HYVÄN HALLITUSTYÖSKENTELEYN EDELLYTYKSET JA VAIKUTUKSET HALLITUSKOKOONPANOON .....	21
4.1 Hallituksen kokoonpano yrityksen menestykseen vaikuttavana tekijänä.....	22
4.3 Hallituksen kokoonpanoon vaikuttavat tekijät.....	24
4.2 Hallituksen ja yrityksen koon vaikutus hallitustyöskentelyyn .....	25
4.3 Omistusrakenteen vaikutus hallituskokoonpanoon .....	27
4.5 Hallituksen sisäisen hallintorakenteen vaikutus tehokkaaseen hallitustyöskentelyyn .....	30
4.6 Hallituksen rooli sidosryhmäviestinnässä .....	31
5. JOHTOPÄÄTÖKSIÄ .....	32
LÄHTEET	

# 1. JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen tausta

Tutkimukseni aiheena on hallitustyöskentely osana Corporate governance järjestelmää. Tutkin kansainvälisesti Corporate governancen eli hyvän johtamis- ja hallintojärjestelmän kehittymistä sekä muuttumista vuosien aikana. Tutkimuksen kannalta on erittäin tärkeää tuntea Corporate governancen lähtökohdat sekä selvittää ne syyt mitkä ovat vaatineet järjestelmän kehittämistä siten, että se olisi käyttökelpoisempi palvelemaan 2000-luvun yritysmaailman tarpeita. 1900-luvun alussa Yhdysvalloissa kehittynyt ajatus hyvästä johtamis- ja hallinnointi tavasta on noussut yhä ajankohtaisemmaksi haasteeksi monissa eri maissa ja organisaatioissa.

Hallitustyöskentelyn tärkeys on korostunut Corporate governancen viitekehikossa etenkin 2000-luvun alun yritysepäonnistumisien johdosta. Yritysepäonnistumistilanteissa hallitukset ovat usein toimineet yrityksen johtoa tehottomammin ja näin ollen epäonnistuneet yhdessä hallituksen tärkeimmistä tehtävissä kaikkien osakkeenomistajien etujen valvojana. Yritysepäonnistumiset ovat kuitenkin olleet vain ”jäävuorenhuippu”, tarpeessa kehittää Corporate governancea ja hallitustyöskentelyä globalisaation ja yritysten toimintaympäristön asettamia vaatimuksia vastaaviksi. Hallitustyöskentelyllä ja –kokoonpanolla on vaikutusta yritysten menestyksekkyäseen omistajaohjaukseen sekä johdonvalvontaa. Tästä syystä tehokas hallitustyöskentely voidaan mielestäni nähdä yritysten tulevaisuuden menestystekijänä ja erittäin ajankohtaisena tutkimusaiheena.

Tutkimuksessani esitän myös erilaisia Corporate governance-järjestelmiä joita tarkastelen eri maiden käytäntöjen, erilaisen omistajuuden ja eri organisaatorakenteiden kautta. Tutkimusaihetta tarkastelen usein osakeyhtiönäkökulmasta, mutta siitä huolimatta tutkimuksessani ilmenevät asiat ja periaatteet ovat käyttökelpoisia myös muissa organisaatiomuodoissa kuten esimerkiksi osuuskunnissa.

## 1.2 Tutkimuksen tavoitteet

Tutkimukseni tavoitteena on perehtyä syvällisesti Corporate governance -käsitteeseen ja ymmärtää mitä sillä oikeasti tarkoitetaan. Suomessa Corporate governance tutkimus on vielä ollut vähäistä ja käsite on monelle tuntematon. Tästä syystä pyrin tutkimaan pintaa syvemmältä Corporate governancea keskittyen sen sisäiseen osa-alueeseen eli hallitustyöskentelyyn. Tutkimukseni tavoitteena on antaa vastaus kysymykseen:

1. Miten Corporate governance säätelee hallitustyöskentelyä aikaisempien tutkimusten perusteella?

Edellä esitettyä tutkimusongelmaa lähdän ratkaisemaan seuraavien alaongelmien avulla:

2. Miten Corporate governance määritellään aikaisemmissä tutkimuksissa?
3. Mitä eri osa-alueita Corporate governanceen kuuluu?
4. Mitkä tekijät ja asiat vaikuttavat hallitustyöskentelyyn ja -koonpanoon?
5. Miten erilainen omistajuus ja yritysmuoto vaikuttavat hallitustyöskentelyyn ja sen koonpanoon?
6. Millainen kokonaisuus on tehokas hallitus?

Edellä esitettyjen kysymysten avulla tavoitteenani on antaa mahdollisimman laaja kuvaus Corporate governancesta sekä hallitustyöskentelystä. Tutkimukseni tavoitteena on Corporate governance käsitteeseen tutustumisen jälkeen tutkia miten eri tekijät kuten erilainen omistajuus ja eri yritysmuodot vaikuttavat hallitustyöskentelyyn sekä hallituskoonpanoon.

### 1.3 Tutkimusmenetelmät ja rajaukset

Kiinnostus tutkimusaiheeseeni heräsi uteliaisuudesta kyseistä aihetta kohtaan. Uteliaisuus kehittyi motiiviksi tutkia ja tarkastella asiaa arkitietoa syvällisemmin tutkimusongelman kautta. Tutkimusongelman muodostamisen jälkeen valitsin tutkimusmenetelmän. Tutkimukseni pohjautuu kvalitatiiviseen eli laadulliseen tutkimukseen. Pysin testaamaan hypoteeseja, joita tuotan tutkimuksen mittaan, aineistoa kerätessä ja analysoitaessa. (Koskinen et al. 2005, s. 32, 39). Laadullisista menetelmistä valitsin fakthanäkökulman sekä kirjalliset aineistot tutkimusmenetelmäksi. Fakthanäkökulmassa ollaan kiinnostuneita: ”niistä tiedoista eli faktoista, joita käytettävät lähteet väittävät asiasta, josta niissä kerrotaan” (Koskinen et al. 2005, s.62). Tutkimukseni kirjalliset aineistot koostuu pääasiallisesti aikaisemmista tutkimuksista, osakeyhtiölaista (OYL 624/2006), osuuskuntalaista (OKL1488/2001) sekä Corporate governance -suosituksista.

Kansainvälisesti Corporate governancesta on tehty useita tutkimuksia. Tästä syystä tutkimuksen rajauksella on tärkeä merkitys tutkimuksen onnistumisen kannalta. Tutkimukseni on rajattu käsittelemään kansainvälistä aikaisempaa kirjoittelua hallitustyöskentelystä Corporate governancen -viitekehikossa. Tutkimuksessani vertaan kansainvälisen kirjoittelun esiin tuomia asioita suomalaisiin säännöksiin ja ohjeistuksiin. Säännöksissä ja suosituksissa keskityin tutkimaan hallitustyöskentelyä koskevia kohtia. Koska kansainvälistä tutkimusaineistoa oli paljon saatavilla, jaottelin kerätyn aineiston kolmeen ryhmään. Ensimmäiseen ryhmään keräsin aineistoja mitkä koskivat Corporate governanca yleisesti, toinen ryhmä koostui hallitustyöskentelyä koskevista artikkeleista ja kolmanteen ryhmään kokosin erilaisesta omistajuutta käsittelevät aineistot.

### 1.4 Tutkielman rakenne

Tutkimukseni jakaantuu viiteen osaan: johdantoon, yleiseen osaan Corporate governancesta, hallitustyöskentelyyn osana Corporate governanca, hallitustyöskentelyyn vaikuttaviin tekijöihin sekä johtopäätöksiin. Johdanto-osassa esittelen tutkimuksen lähtökohtia, tutkimusongelman sekä alaongelmat, tutkimustavoitteet, -menetelmät ja -rajaukset.

Luvussa kaksi käsittelen Corporate governancea yleisesti. Määrittelen Corporate governancen terminä, tuon esiin osa-alueita joita siihen kuulee sekä esittelen myös erilaisia Corporate governance -käytäntöjä. Luvussa kaksi tuon esiin myös aikaisempia tutkimuksia Corporate governancen osalta. Luvussa kolme keskityn Corporate governancen hallitustyöskentelyn näkökulmasta. Luku käsittelee eri lakien, ohjeiden ja suositusten asettamia vaatimuksia ja sääntelyitä hallitustyöskentelylle. Tarkastelu keskittyy hallitusjäseniin ja heidän vaatimuksiin sekä tehtäviin. Myös hallituksen kokoonpanoa ja riippumattomuutta sekä hallintoneuvoston asemaa käsitellään luvussa kolme.

Luku neljä perustuu pääsääntöisesti aikaisemmista tutkimuksista ilmenneiden tekijöiden käsittelyyn hallitustyöskentelyn näkökulmasta. Luvussa käsittelen hallituksen kokoonpanoa ja siihen vaikuttavia tekijöitä. Tuon myös esiin hallitus- ja yrityskoon sekä omistajuuden vaikutuksen hallituksen muodostumiseen. Neljännessä luvussa tulen käsittelemään myös hallituksen sisäisen hallinnon tehokkuutta tehtävien jakamisen ja sidosryhmätiedottamisen näkökulmasta. Luvussa viisi tiivistän kaikki edellä mainitut tutkimustulokset johtopäätökset osan alle sekä käsittelen mahdollisia jatkotutkimus aiheita.

## 2. CORPORATE GOVERNANCE

Corporate governance liittyy lähinnä julkisesti listattujen tai listaaviksi aikovien yritysten toimintaan. Yleisesti Corporate governancella tarkoitetaan yrityksen johdon toimintaa ja valvontaa. Seuraavissa kappaleissa tulen esittelemään Corporate governancen taustaa ja kehitystä sekä esittelen Corporate governancen määritelmiä aikaisempien tutkimusten pohjalta. Tulen myös käsittelemään Corporate governancen eri osa-alueita sekä erialaisia käytäntöjä. Luvun lopussa esittelen aikaisempia Corporate governance -tutkimuksia.

### 2.1 Corporate governancen tausta

Corporate governancen juuret ovat Yhdysvalloissa ja se on levinnyt sieltä Eurooppaan ja Suomeen. Yritysten omistusrakenteissa tapahtuneiden muutosten johdosta Corporate governancen eli omistajien ohjauksen ja valvonnan tarve on lisääntynyt merkittävästi. Suuntauksen taustalla on, että yritysten omistajuus on siirtymässä mitä enemmän ammattimaisten sijoittajien käsiin siten, että instituutiot etenkin eläkerahastot ovat tulleet pörssiyritysten suuromistajiksi. Suomessa kehitys on kulkenut samaan suuntaan ja yhä enemmän pörssiyritysten omistajina ovat ulkomaiset, enimmiltään anglosaksia, mutta myös kasvavia Suomalaisia instituutioita. (Hirvonen et. al. 2003 s.20 - 25).

Yritysten kansainvälistyminen johdosta yritysten omistajuus ja johto ovat hajaantuneet ja tämä on kasvattanut tarvetta Corporate governancen kehittämiseen. Omistusrakenteissa tapahtuneiden muutosten johdosta on syntynyt yritysten sisäisten toimijoiden välille intressi-ristiriitoja. Sheleifer ja Vichny (1997), Gillan ja Starks (2003) esittävät tutkimuksissaan, että nämä ristiriidat heijastuvat usein Agentti-ongelmasta. Gillanin ja Starksin (2003) mukaan ongelmia syntyy kahdesta syystä. Ensinnäkin johdon ja omistajien tavoitteet ja mieltymykset eroavat toisistaan sekä tieto toistensa toimista, tietämyksestä sekä tavoitteista on jakautunut sisäisten toimijoiden välillä epätäydellisesti. Omistuksen ja johtajuuden hajaantumisen myötä Corporate governance -ajattelussa yhdeksi keskeisimmästä kysymyksistä on noussut: miksi sijoittajat antaisivat osan rahoistaan yrityksille, kun teorian ja evidenssin mukaan johtajilla on merkittävä päätösval-

ta rahojen käytöstä ja usein myös mahdollisuus lunastaa rahoista suurin osa? (Shleifer & Vishny 1997 s. 18).

Tätä ongelmaa voidaan pohtia agenttiteorian kautta. Agenttiteoriassa päämiehen eli omistajan tulisi saada agentti eli johto toimimaan siten, että se toisi lisäarvoa omistajille. Jotta omistajien ja johdon intressit saadaan yhtenäiseksi, tulee omistajien kehittää johdolle kannustinjärjestelmä toimimaan yhteisen edun mukaisesti. (Hirvonen et. al. 2003 s. 29 - 32). Shleifer ja Vinchy (1997) esittävät tutkimuksessaan, että lain tuoma suoja sijoittajille ja keskitetty omistajuus ovat hyvän Corporate governancen keinoja houkutella sijoittajia sijoittamaan yrityksiin.

2000-luvulle tultaessa Corporate governance -keskustelu on käynyt vilkkaana. Tarvetta ohjauksen ja valvonnan kehittämiseen ovat nostaneet USA:ssa ja Euroopassa tapahtuneet yritysskandaalit, merkittävimpänä Enronin ja italialaisen elintarvikejätti Parmalatin tapaukset (Marnet 2007). Yritysskandaalien takia omistajien luottamus yritysjohtoon on heikentynyt niin USA:ssa, Euroopassa kuin muuallakin maailmassa. IT-kuplan puhkeaminen 2000-luvun alussa ja siitä seurannut pörssikurssien raju romahtaminen ovat myös omalta osaltaan kiihdyttäneet Corporate governance keskustelua ja asettaneet omistajat vaatimaan entistä enemmän kontrolloitua tietoa ja valvontaa. (Hirvonen et. al. 2003 s.26).

## **2.2 Corporate governance määritelmiä**

Corporate governance on terminä tuttu jo 1930-luvulla käydyistä keskusteluissa, mutta yleisemmin termiä on alettu käyttää yritysmaailmassa 1980-luvulta. Corporate governancen määritelmien kirjo on laaja, mutta eri määritelmistä löytyy myös kaikille yhteisiä piirteitä. Isossa-Britanniassa vuonna 1992 annetussa Cadburyn raportissa todetaan, että "Corporate governance on järjestelmä, jolla yhtiötä johdetaan ja valvotaan" (Cadbury Committee, 1992). OECD (2004) on painottanut määritelmässään suhteiden merkitystä erisidosryhmien välillä. OECD:n mukaan "Corporate governance on kokonaisuus suhteita yhtiön johdon, sen hallituksen, sen osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien välillä. Corporate governance tarjoaa myös rakenteen, jonka avulla asetetaan

yhtiön tavoitteet sekä määrittellään keinot niiden saavuttamiseksi ja suorituksen valvomiseksi”.

Shleifer ja Vishny (1997) määrittelevät Corporate governancen keinona missä yhtiöiden rahoittajat varmistivat saavansa korvauksen sijoitukselleen. Gillan ja Starks (1998) laajensivat Corporate governance määritelmää todeten sen olevan ”järjestelmä mikä koostuu laista, säännöistä ja tekijöistä jotka valvovat yrityksen toimintoja”. Heidän mukaansa yrityksen johtamistapa muodostuu rakenteesta, joka asettaa rajat yrityksen toiminnoille. Tämän rakenteen muodostavat osallistujat yrityksen toimintoihin kuten johto, työntekijät ja rahoittajat. Rakenteeseen kuuluu myös heille maksettu korvaus sekä sopimukset jotka on tehty yrityksen toimijoiden kanssa.

Zingales (1998) pohtii Corporate governancen merkitystä käsitellen termiä erillisinä sanoina. Governancea hän pitää synonyyminä auktoriteetin, johtamisen ja valvonnan harjoittamiselle. Corporate governancen Zingales määrittää olevan monimutkainen joukko pakotteita joiden muoto kehittyy eri toimijoiden yhteistyön aikana yrityksissä.

Yhteenvetona edellisistä määritelmistä sekä omana mielipiteenäni Corporate governance muodostuu markkinoiden ja organisaatioiden omien pakotteiden ja järjestelmien kokonaisuutena. Lait, suositukset ja sopimukset valtioiden, alan ammattilaisten sekä organisaatioiden sidosryhmien taholta muodostavat osan Corporate governancea. Toisen puolen määritelmään tuo organisaation yrityskulttuuri sekä sisäiset valvonta- ja ohjausjärjestelmät kattaen kaikki toimijat ja toiminnot organisaation sisällä.

### **2.3 Erilaisia Corporate governance käytäntöjä**

Monet erilaiset markkinavoimat vaikuttavat Corporate governance – järjestelmiin ja niiden on todettu yhdenmukaistavan eri valtioiden ja yritysten käyttämiä järjestelmiä. Aikaisemmat tutkimukset kuitenkin osoittavat, että markkinavoimista huolimatta yksilölliset valtiot ja yritykset kehittävät juuri omalle valtiolle ja yritykselle sopivia Corporate governance -järjestelmiä (esim. Sheleifer ja Vichny 1997, Bushman ja Smith 2001). OECD:n (2004) raportin mukaan on kuitenkin löydettävissä myös yhtenäisiä piirteitä eri maiden harjoittamissa Corporate governance käytännöissä. Sheleifer ja Vichny (1997

s. 49) määrittävät tutkimuksessaan USA:n ja Iso-Britannian Corporate governancien olevan laajasti riippuvaisia sijoittajien laillisesta suojelusta. Kun taas Manner-Euroopassa ja Japanissa Corporate governance säädöksiä ohjaa riippuvuus suurista investoijista ja pankeista. Tutkimuksesta käy myös ilmi, että USA:ssa suuria osakkeenomistajia ja etenkin enemmistöosakkaita on yritysten omistajina vähemmän kuin Euroopassa yleensä. Tämä johtuu siitä, että USA:ssa laki rajoittaa korkeaa omistusosuutta yrityksissä. Yleensä Euroopassa, kuten Suomessa, Italiassa ja Ruotsissa yrityksissä on tyypillisesti suuromistajia, jotka ovat useimmiten yritysten perustajia tai heidän perheenjäseniä (Sheleifer ja Vichny 1997 s.27).

OECD, Euroopan unioni sekä useat yksittäiset maat ovat 2000-luvun aikana laatineet uusia ohjeita ja suosituksia Corporate governancea koskien. EU:n julkaisema Winter-raportti, Compined Code Isossa-Britanniassa, Vienot Ranskassa, KonTraG Sakassa, Blue Ribbon ja Sarbanes-Oxley USA:ssa, King Report Etelä-Afrikassa sekä OECD:n julkistamat hyvän hallintotavan periaatteet ovat esimerkkejä eri tahojen antamista normeista ja sääntökokonaisuuksista. Lainsäädäntö on koettu monessa maassa liian jäykäksi ja hitaaksi ratkaisuksi estämään lisääntyviä yritysepäonnistumisia etenkin palkkio-, optio- ja kirjanpitojärjestelmissä. Tästä syystä ohjeistukset ja suositukset hyvään Corporate governanceen ovat kasvattaneet merkittävyttään eri maiden lainsäädäntöjen rinnalla. Iso-Britannia on ollut suosituksien esimerkkimaa. Ensimmäinen Corporate governance ohjeistus siellä annettiin vuonna 1992 ja siitä eteenpäin suosituksia on uudistettu säännöllisesti. Saksassa lainsäädännöllä on pyritty korvaamaan suositukset ja vasta vuonna 2002 Saksa antoi ensimmäisen ohjeistuksen hyvään Corporate governanceen. Suositusten noudattamisessa on myös eroja erimaiden välillä. Ohjeistusta ei katsota laiksi, mutta niiden noudattamisessa käytetään usein comply or explain eli noudata ohjeita tai selitä – periaatetta. Saksassa yritys voi kieltäytyä ohjeistuksen noudattamisesta eikä syytä tarvitse selittää, mutta kieltäytymisellä on huomattu olevan negatiivinen vaikutus sijoittajien käyttäytymiseen. (Kimpanpää, 2003, Komission tiedonanto neuvostolle ja Euroopan parlamentille, 2003, Halla et al. 2003, s. 21)

Yhdysvalloissa 2000-luvun alussa tapahtuneisiin yritysskandaaleihin vastattiin Sarbanes-Oxley – lailla. Tästä voi päätellä, että Yhdysvalloissa suositukset eivät ole niin käytettyjä ja merkittäviä keinoja parantaa Corporate governancea kuin esimerkiksi Euroopassa. (Kimpanpää, 2003, Komission tiedonanto neuvostolle ja Euroopan parla-

mentille, 2003). Euroopassa on myös laadittu erilaisia ohjeistuksia ja lakeja USA:n mallin mukaan, jottei vastaavanlaisia skandaaleja tulevaisuudessa tapahtuisi. (Marnet 2007). Suomessa keskeiset Corporate governancea koskevat normistot muodostavat osakeyhtiölaki, tilintarkastuslaki, arvopaperimarkkinalaki ja sen nojalla annettu normitus Helsingin Arvopaperipörssin ohjesääntö. Keskeisimmät Corporate governance -suositukset ovat Keskuskauppakamarin ja Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliiton 2003 joulukuussa julkaistun suosituksen hyvästä hallinnointi tavasta suomalaisille pörssiyrityksille sekä 2006 tammikuussa julkaistussa suosituksessa ei-listatuille yrityksille. Kansainvälistymisen myötä Suomalaisten yritysten on myös otettava huomioon USA:n the Sarbanes–Oxley Act 2002, jolla on tärkeä rooli USA:n markkinoilla toimivien yritysten toimintaan ja Corporate governanceen. (Gillan 2006)

## 2.4 Corporate governancen osa-alueet

Corporate governance voidaan jaotella eri osa-alueisiin monella tapaa. Suomessa KPMG on jaotellut Corporate governancen yhdeksään eri osaan. KPMG:n mallissa hyvän johtamis- ja hallintojärjestelmän perustan luovat omistajat, sisäinen ja ulkoinen tarkastus, johdon palkitseminen, sisäinen valvonta, yrityskulttuuri, henkilöstö, lait ja viranomaisohjeet, organisaatio ja yhteiskuntavastuu (2003, s.12)

Kansainvälisissä tutkimuksissa käytetyin tapa on jakaa Corporate governance sisäiseen ja ulkoiseen johtamis- ja hallintojärjestelmään. Ulkoinen pitää sisällään osakemarkkinoiden käyttäytymisen yhtiöön päin ja sisäinen yrityksen toiminnan yhtiökokousten välillä ja omistajien vaikutuksen yrityksen johtamistapaan niin, että omistajien tavoitteen toteutuvat yrityksen strategiassa ja operatiivisessa toiminnassa (Hirvonen et al 2003, s.28). Corporate governancen tärkeimmäksi tehtäväksi voidaan määrittää Agentti-ongelman ratkaisu. Randøy et al. (2003) mukaan sisäinen Corporate governance järjestelmä voi tuoda ratkaisun tähän ongelmaan esimerkiksi siten, että johto on omistajana yrityksissä sekä kehittämällä johdon palkitsemisjärjestelmiä. Ulkoisen järjestelmän keinoina ratkaista agentti-ongelma voidaan pitää vähemmistöosakkaiden suojelemista lakien avulla, aktiivisten instituutiosijoittajien harjoittaman valvonnan tai hyvin toimivien markkinoiden yritysvalvonnan kautta. Randøy et al. (2003) tutkimuksesta käy myös ilmi, että eri maissa keskitytään eri tavalla Corporate governancen osa-alueisiin. Karke-

asti jaotellussa voidaan todeta, että Skandinaavia ja Manner-Eurooppa keskittyvät sisäisiin hallinnointijärjestelmiin ja Anglo-Amerikka on keskittynyt enemmän ulkoisiin hallinnointijärjestelmiin.

Tarkemman jaottelun sisäiseen ja ulkoiseen Corporate governanceen tarjoaa Gillan (2003). Hänen mukaansa sisäinen ja ulkoinen järjestelmä kattavat molemmat viisi eri osa-aluetta. Sisäinen johtamis- ja hallintojärjestelmä käsittää:

- 1) Hallituksen ja sen rakenteen
- 2) johdon kannustinjärjestelmät
- 3) pääoma rakenteen
- 4) yhtiöjärjestyksen ja perustamiskirjan sekä
- 5) sisäiset valvontajärjestelmät.

Ulkoinen johtamis- ja hallintojärjestelmä pitää sisällään:

- 1) lait ja säädökset
- 2) markkinat 1, sisältäen pääomamarkkinat, työntekijäin- ja tuotemarkkinat sekä markkinavalvonnan
- 3) markkinat 2, korostaa pääomamarkkinoiden tiedon tuottajia, kuten eri analyytikkoja
- 4) markkinat 3, ulkoinen tarkastus sekä vakuutuslaitosten ja pankkien ohjeet
- 5) ulkopuolisen tarkkailun yksityiset lähteet, kuten median.

Esimerkiksi näiden eri osa-alueiden kautta ja niitä eritavalla painottamalla eri toimialan yritykset voivat löytää keinon hyvään Corporate governanceen sekä agentti-ongelman ratkaisuun. Omassa tutkimuksessani tulen keskittymään sisäiseen governanceen ja etenkin hallituksen rooliin siinä. Viitaten Gillanin (2003) esittämää mallia sisäisestä corporate governancesta, korostan tutkimuksessani hallituksen tärkeyttä ja vastuuta kokonaisvaltaisessa johtamis- ja hallinnointijärjestelmässä. Pyrin tuomaan myös esiin miten erilainen omistajuus, yrityksen koko, yritysmuoto sekä toimiala vaikuttavat hallituksen kokoonpanoon sekä sen työskentelyyn.

## 2.5 Corporate governance tutkimus

Corporate governance tutkimus on ollut kattavaa ja kansainvälisiä tutkimuksia on tehty paljon. Kansainväliseen kirjoon nähden Corporate governance -tutkimuksia on Suomessa tehty suhteellisen vähän. Etenkin aiheeseen liittyvää kirjallisuutta on niukasti tarjolla. Kirjoittelu on Suomessa jäänyt suurimmassa määrin alan ammattilaisten varaan. Muutamia gradu- ja kandidaattitutkimuksia on Suomen yliopistoissa tuotettu. Kiinnostus Corporate governance -tutkimukseen on kuitenkin kasvamassa myös yliopistotasolla. Lappeenrannan teknillisessä korkeakoulussa, Oulun yliopistossa sekä ruotsinkielisessä kauppakorkeakoulu Hankenissa on väitöskirjoja Corporate governancesta työn alla.

Kansainvälisesti yhtenä merkittävimpänä Corporate governance tutkimuksena voidaan pitää Shleiferin ja Vishnyn (1997) tekemää survey-tutkimusta. Tutkimus keskittyy erityisesti tutkimaan sijoittajien laillisen suojelun ja omistajuuden keskittämisen tärkeyttä Corporate governance järjestelmissä ympäri maailman. Shleiferin ja Vishnyn tekemään tutkimukseen on viitattu muissa Corporate governance tutkimuksissa lähes poikkeuksetta. Gillan ja Starks (1998) tutkivat institutionaalisten ja yksityisten sijoittajien sijoitusaktivismia. He tutkivat miten osakkeenomistajien aktivismi eli se miten sijoittajan pyrkimys muuttaa yrityksessä vallitsevaa tilaa saamansa ”äänen” avulla ilman, että muuttaa yrityksen valvontarakennetta vaikuttaa Corporate governanceen. Tutkimuksessa esitetään myös teoreettisen ja empiirisen tutkimuksen kautta osakkeenomistajien aktivismin motivaatiotekijät ja siitä seuraava lopputulos. Gillan ja Starks (2003) tekemässä tutkimuksessa puolestaan pyritään osoittamaan yhteys Corporate governancen ja yritysten omistajuusrakenteen välillä, keskittyen institutionaalisiin sijoittajiin. La Porta (1998) on tutkimuksessaan pyrkinyt selittämään empiirisesti kuinka 49 eri maassa valtioiden asettamat lait suojelevat eri tavoin sijoittajia. Tutkimuksessa vertaillaan lakien valvonnan laatujen vaihtelevuutta eri maissa sekä vaikuttavatko nämä vaihtelut yritysten omistusrakenteisiin ympäri maailman. Zingales (1998) teoreettinen kirjoitus Corporate governancesta perustuu aikaisempiin tutkimuksiin. Zingales pyrkii tuomaan kirjoituksessaan esiin tärkeän yhteyden Corporate governancen ja yritysten teorioiden välillä. Zingalesin tarkoituksena on luoda yleinen Corporate governancen viitekehikko.

Corporate governance järjestelmiä ja käytäntöjä on tutkittu myös erimaissa. Mishra, Randøy ja Jenssen (2001) vertailivat Norjan perheyriityksiä ja ei-perheyriityksiä toisiinsa. He keskittyivät tutkimuksessaan siihen lisääkö perheomistus yrityksen arvoa ja käyttävätkö perheomistuksessa olevat yritykset ainutlaatuisia Corporate governance järjestelmiä mitkä selittäisivät sitä että, perheyriitykset olisivat arvokkaampia kuin ei-perheyriitykset. He ottivat tutkimuksessaan huomioon myös Corporate governancen osaluista hallituksen koon, riippumattomuuden ja yrityksen iän. Klapper et al. (2006) tutkivat Itä-Euroopan maissa miten Corporate governancen kahdella provisiojärjestelmällä, kumulatiivisella äänestyksellä eli osakkeenomistajat voivat antaa kaikki äännet yhdelle ehdokkaalle hallitusjäsenten valitsemisvaaleissa ja etä-äänestyksellä eli käyttämällä sähköisiä menetelmiä tai postiäänestystä voidaan parantaa enemmistöosakkeenomistajien oikeuksien suoja.

Corporate governance tutkimuksia on tehty myös eri toimialoilla ja yritysmuodoissa. Randøy et al. (2003) tutkivat Corporate governacea Norjan ja Ruotsin telakkateollisuudessa. Alves, ja Barbot (2007) tekivät kvantitatiivisen tutkimuksen halpalentoyhtiöiden käyttämistä Corporate governance malleista ja verranneet niitä täydenpalvelun lentoyhtiöiden Corporate governance rakenteisiin. Gorton ja Schmid (1999) tutkivat osuuskuntien omistuksessa olevia pankkeja Australiassa ja niiden omistusrakenteen vaikutusta Corporate governance rakenteeseen. Corporate governance käytännöissä on edellisten tutkimusten mukaan eroja eri yritysmuotojen ja toimialojen välillä.

### **3. HALLITUSTYÖSKENTELY OSANA CORPORATE GOVERNANCEA**

Hallitustyöskentely on yksi keskeisimmistä tekijöistä Corporate governancessa. Hallitustyöskentelyn merkittävyys Corporate governancen viitekehikossa on kasvattanut tarpeesta suojella tasapuolisesti yritysten kaikkia omistajia. Seuraavissa kappaleissa tulen käsittelemään hallitustyöskentelyä koskevia säädöksiä ja suosituksia tarkemmin. Lähestyn asiaa suomalaisten säännösten pohjalta ja vertaan niitä kansainväliseen ohjeistukseen ja kirjoitteluun.

#### **3.1 Taustaa**

2000-luvun yritysepäonnistumiset ja pörssikurssien romahtaminen ovat lisänneet kansainvälistä keskustelua hallitustyöskentelyn tarpeellisuudesta, sääntelystä ja kehittämisestä. Hallitustyöskentelyä koskevasta laista on säädetty eri yhtiö- ja yhteisölaissa. Useissa maissa näitä lakeja täydentämään on laadittu Corporate Governance -suosituksia ja -ohjeistuksia. Esimerkiksi Suomessa keskuskauppakamarin (2003) antaman suosituksen listayhtiöiden hallinnointi- ja valvontajärjestelmästä tavoitteena on listayhtiöiden toimintatapojen yhtenäistäminen, toiminnan läpinäkyvyyden parantaminen, sijoittajille ja osakkeenomistajille annettavan tiedon yhtenäistäminen sekä tiedonkulun tehostaminen. Hallitustyöskentelyn osalta lakisäännökset koskevat pääasiallisesti yleisiä asioita hallitukseen liittyen. Esimerkiksi osakeyhtiölaissa (624/2006) määritellään hallitusjäsenten yleisistä tehtävistä, toimikaudesta, kelpoisuudesta ja erottamisesta. Suositukset ja ohjeistukset pyrkivät täydentämään lakeja esimerkiksi sääntelemällä yrityksen hallinnon muodostumista, hallitustenkokoonpanoa sekä hallitusjäsenten riippumattomuutta, tehtäviä ja vaatimuksia.

#### **3.2 Hallintoneuvosto**

Osakeyhtiö on niin Suomessa kuin kansainvälisestikin merkittävin yritysmuoto. Yhteisölainsäädäntö on keskeinen laki mitä yhtiöt noudattavat. Yhtiölainsäädännöt voivat poiketa toisistaan jonkin verran maittain. Eri yhtiö- ja yhteisömuodoille kuten osuuskunnille ja säätiöille on säädetty myös omat lait, jotka määräävät organisaatioiden toimintaa esi-

merkiksi hallinnoinnin osalta. Oikeudellisesti yhtiön johdon muodostavat hallitus, toimitusjohtaja ja mahdollinen hallintoneuvosto. (Hirvonen et al. 2003, s. 87-101, Osuuskuntalaki 1488/2001, Säätiölaki 1930/109 )

Suomessa hallintoneuvostoja voidaan perustaa vapaaehtoisesti niin osakeyhtiöihin kuin muihinkin organisaatioihin. Esimerkiksi Osuuskunnissa hallintoneuvostot ovat keskeisiä toimielimiä. Hallintoneuvoston keskeisenä tehtävänä on hallituksen ja toimitusjohtajan hallinnon valvonta. Hallintoneuvoston tehtävät on kuitenkin rajattu niin, että hallintoneuvosto ei osallistu liiketaloudelliseen johtamiseen. Hallintoneuvosto ohjeistaa hallitusta yhtiöjärjestyksen tai muun yhteisölain määräämällä tavalla. (Hirvonen et al. 2003, s. 87-101, Osakeyhtiölaki 8:1 1a. 1§ Osuuskuntalaki 5:12-13 §).

OECD:n (2004) antaman ohjeistuksen mukaan, jos yhtiössä on hallintoneuvosto, tulee sen valtuutus, kokoonpano ja toimintatehtävät määrittää ja antaa tiedoksi hallituksen toimesta. Anglosaksiset maat vierastavat hallintoneuvosten käyttämistä, kun taas Manner-Euroopassa hallintoneuvostoja suositaan yhtiöissä. Kansainvälistymisen myötä hallintoneuvostojen rooli suomalaisissa yrityksissä on vähenemässä ja kehityssuunnan odotetaan jatkuvan samana myös tulevaisuudessa. (Hirvonen et al. 2003, s. 87-101).

### 3.3 Hallitus

Hallituksia muodostetaan erilaisissa yritys- ja yhteisömuodoissa niin yksityisellä kuin julkisellakin sektorilla<sup>1</sup>. Tämän tutkimuksen osalta on kuitenkin olennaisempaa keskittyä yksityisen sektorin toimijoihin. Esimerkiksi osakeyhtiölaki (OYL 624/2006) sekä osuuskuntalaki (OKL 1488/2001) määräävät, että näihin yhtiö- ja yhteisömuotoihin on perustettava hallitus. Corporate governancen kannalta on tärkeää miettiä miksi hallituksia on olemassa, mitä ne tekevät ja miten niiden kokoonpanoa ja toimintaa voidaan parantaa? (Hermalin ja Weisbach, 2003). OECD:n (2004) julkaisemassa raportissa todetaan, ”että Corporate governance viitekehikon tulisi taata yrityksen strateginen opastus, hallituksen tehokas yritysjohton valvominen sekä hallituksen tilivelvollisuus yritykselle

---

<sup>1</sup> Julkisella sektorilla Corporate governancesta käytetään termiä Good governance.

ja osakkeenomistajille”. Ward (2006) on julkaisussaan esittänyt kymmenen asiaa, jotka jokaisen hallitusjäsenen tulisi hallita. Wardin (2006) mukaan huolimatta siitä, että eri valtioiden lait ja yritysorganisaatioiden rakenteet eroavat toisistaan, on löydettävissä muutamia yhtäläisiä hallituksen ja johtamisen perussääntöjä. Wardin (2006) esittämät asiat ja perussäännöt koskevat hallitusten kokoonpanoa, riippumattomuutta, tehtäviä ja ohjeita siitä kuinka eri tilanteissa jäsenen tulisi toimia esimerkiksi toimitusjohtajan palkkaamisessa ja erottamisessa. Näitä asioita tulen käsittelemään seuraavissa kappaleissa tarkemmin.

### **3.4 Hallituksen tehtävät**

Osakeyhtiöissä hallituksen tehtäviin kuuluu sisäisen hallinnon ja valvonnan lisäksi myös yhtiön edustaminen. Hallitus on erittäin keskeisessä asemassa yhtiöissä, koska osakeyhtiölain mukaan hallitukselle kuuluu kaikki ne tehtävät, joita ei ole määrätty yhtiön toisille toimielimille lain tai yhtiöjärjestyksen puitteissa. Keskeisimpänä hallituksen tehtävänä voidaan pitää toimitusjohtajan ohjeistamista sekä toimitusjohtajan ja tämän alaisten valvontaa. Hallituksen roolin merkittävyys yhtiön päätöksenteossa on kasvatanut hallituksen vastuuta tekemistään päätöksistä. Hallitus on tilivelvollinen yrityksen omistajille ja yrityksen johto on tilivelvollinen hallitukselle. Hallitus muodostaakin sillan näiden kahden sidosryhmän välille. Osakeyhtiölain määrittelemiä hallituksen tehtäviä voidaan yleistää myös muihin organisaatiomuotoihin. Esimerkiksi Osuuskuntalain (1488/2001) mukaan hallituksen tehtävät ovat hyvin samankaltaiset kuin osakeyhtiöissä. Cadbury Comitteen (1992) raportin mukaan hallituksen tärkeimmät tehtävät ovat yhtiön toiminnan tarkoituksen määrittely, strategioiden, politiikkojen ja niiden toteuttamissuunnitelmien hyväksyminen, toimitusjohtajan valinta, ylimmän johdon toiminnan valvonta ja arviointi sekä oman toiminnan arviointi. Koska hallitus on omistajien valitsema, tulee hallituksen valvoa yrityksen etua, varmistamalla mahdollisimman hyvä tuotto omistajien sijoittamille varoille. (Hirvonen et al. 2003, s. 102 – 103, 208 – 210, OECD 2004, Ward 2006)

### 3.5 Hallituksen riippumattomuus

Hallituksen rakenne on yksi keskeisempiä kiistakysymyksiä kansainvälisessä Corporate governance -keskustelussa. Keskusteluista käy ilmi, että hallitukset voivat muodostua joko sisäisesti tai ulkoisesti. Toimiva johtaja ja hallituksen puheenjohtajana toimiva toimitusjohtaja muodostavat sisäisen hallituksen. Ja vastaavasti ulkoisen hallituksen jäseninä on sivutoimisia, omistajia edustavia asiantuntijoita ja toimivasta johdosta korkeintaan toimitusjohtaja. (Hirvonen et al. 2003, s. 185 – 186) Riippumattomalla hallituksella tarkoitetaan sellaista hallitusta jolla ei ole lainkaan sidosryhmäsuhdetta yritykseen. Suomessa keskuskauppakamarin antaman suosituksen mukaan (2003) hallitusjäsenten enemmistön tulisi olla riippumattomia jäseniä.

Wardin (2006) mukaan yrityksen on rakennettava ja pidettävä yllä tehokasta hallitusrakennetta. Tämä onnistuu siten, että yritys määrittää yhtiöjärjestykseen tai muuhun organisaation sääntökirjaan hallituksen jäsenten maksimi- ja minimimäärän, jäsenten valitsemis- ja nimityssäännöt sekä mahdolliset hallintoneuvostot. OECD:n (2004) raportin mukaan yritysten tulisi nimetä riittävästi ei-yritysjohdosta kuuluvia hallitusjäseniä, koska he voivat toimia riippumattomina arvioijina mahdollisissa ristiriitatilanteissa. Suurimpana ongelmana keskustelussa on noussut esiin juuri hallituksen riippumattomuus. Riippumattomuudella tarkoitetaan, että hallituksen jäsen ei saa ajaa vierasta intressiä yrityksessä esimerkiksi olemalla jonkin toisen yrityksen toimitusjohtaja eikä hallituksen jäsenen suhde toimitusjohtajaan saa olla riippumattomuuden esteenä. Sisäisissä hallituksissa riippumattomuusongelma on selvä, koska toimivan johdon valvonta ja ohjauksen järjestäminen on vaikeaa. Riippumattomuuden parantamiseksi anglosaksisissa maissa on käytössä sekahallituksia joissa on niin ulkopuolisia kuin toimivaan johtoon kuuluvia jäseniä. Sekahallituksia on kritisoitu siitä, että ulkopuoliset jäsenet voivat jäädä yritysten sisäisten jäsenten varjoon päätöksentekotilanteissa. Euroopan suuntaamalla tiellä kohti ulkopuolisia hallituksia myös USA:ssa on kehitys lähtenyt menemään samaan suuntaan etenkin Enronin ja muiden yritysskandaalien jälkeen. (Hirvonen et al. 2003, s. 185 - 186,194).

Useita kansainvälisiä tutkimuksia on tehty hallitusjäsenten riippumattomuudesta ja tutkimustulokset ovat olleet ristiriitaisia. Tutkijat ovat osoittaneet usein ulkopuolisten halli-

tusjäsenten määrän ja johtajien omistajuuden tärkeyden yrityksen suorituskyvyn kannalta. Esimerkiksi Weisbach (1988), Byrd ja Hickman (1992) ja Brickley, Coles ja Terry (1994), Rosenstein ja Wyatt (1990) löysivät positiivisia sijoittaja reaktioita ulkopuolisten jäsenten nimittämisestä. Eri tutkimuksissa on kuitenkin pystytty esittämään teorian ja evidenssin avulla kritiikkiä ulkopuolisten ja riippumattomien jäsenten vaikutukseen yrityksen menestykseen. Hermalin ja Weichbach (1991), Bhagat ja Black (1999) tutkimukset eivät tukeneet edellisten tutkijoiden tuloksia. He eivät pystyneet osoittamaan tutkimuksessaan merkittävää yhteyttä yrityksen suorituskyvyn ja ulkopuolisten hallitusjäsenten osuuden välillä.

### **3.6 Hallituksen koko ja jäsenille asetetut vaatimukset**

Hallituksen jäsenten lukumäärä on keskeinen kohta Corporate governancea. Monia tutkimuksia on tehty siitä miten hallituksen koko vaikuttaa yrityksen menestymiseen ja tehokkaaseen hallitustyöskentelyyn (Esimerkiksi Yermack, 1996 ja Eisenberg et al. 1998). USA:ssa yritysten hallitukset ovat yleensä suurempia kuin Euroopassa. Suomessa sopivana ohjelukuna hallituksen koosta on pidetty 4-9 jäsentä. Keskuskauppa-kamarin antaman ohjeistuksen mukaan (2003) hallitukseen tulisi valita vähintään viisi jäsentä. Suosituksen mukaan pienissä yhtiöissä voi olla myös kolmijäsenin hallitus. Osuuskuntalaki (OKL 1488/2001) määrää hallitukseen minimi jäsenmääräksi 3 ja enimmäismääräksi 7 jäsentä, jollei säännöissä toisin määrätä.

Hallituksen koko pitäisi muodostaa yrityksen oman tarpeen mukaan. Liian pieni hallitus ei ole hyvä hallitusten jäsenten välisen valvonnan puutteen takia, kun taas liian suuri hallitus on tehoton eikä suurissa kokouksissa pystytä paneutumaan keskeisiin asioihin yrityksen johtamisen kannalta. Kehitys suuntana voidaan odottaa, että hallitusten koot pienenevät myös USA:ssa sen myötä, kun yrityksiä seka hallitukset muuttuvat enemmän ulkopuolisiksi hallituksiksi. (Hirvonen et al. 2003, s. 186 - 187).

Hallituksen kokoonpanoon vaikuttaa merkittävästi hallituksen jäsenille asetetut vaatimukset. Yritysepäonnistumisen myötä Corporate governance -ajattelussa hallitusten rooli yritysten menestystekijänä on kasvanut merkittävästi. Tämä suuntaus on asettanut hallitusjäsenten valintaprosessille uudet vaatimukset. Suomessa keskuskauppa-

kamarin antama suositus (2003) vaatii hallitusjäseneltä tehtävään edellytettävää pätevyyttä sekä aikaa tehtävän hoitamiseen. Ward (2006) toteaa julkaisussaan, että yrityksen tulisi rakentaa ja panna käytäntöön henkilökohtaiset säännöt jäsenten vaatimuksista ja riippumattomuudesta. Corporate governance -ajattelun pohjalta hallitusjäsenten tulisi omata yhteenlaskettuna riittävät tiedot ja taidot tehtävän menestykselliseen hoitamiseen. Hallitusjäsenten tulisi omata kokemusta, osaamista sekä taitoa kyseenalaisia asioita. Jäsenen tulisi myös omata tarpeeksi neuvotteluvoimaa suhteessa toimitusjohtajaan ja myös taitoa perustella omia asia-argumentteja. Hallitusjäsenellä tulisi olla myös tuntemusta laskentatoimesta, riskien hallinnasta, johtamisesta sekä toimialasta. Jäsenen riippumattomuus on kuitenkin kaikkein keskeisin mittari hyvässä hallituskoonpanossa. Hallituksen puheenjohtaja on hallituksen tärkein jäsen ja siksi hänen valitsemiseen on käytettävä erityistä tarkkuutta. (Hirvonen et al. 2003, s. 186 – 202, OECD 2004).

Hallituksen puheenjohtajaksi tulisi valita sellainen henkilö, joka omaa laajaa luottamusta osakkeenomistajilta ja on täysin riippumaton yhtiöstä ja sen johdosta (Ward 2006). Toimitusjohtajan siirtyminen hallituksen puheenjohtajaksi herättää ristiriitaisia tunteita. Toimitusjohtaja omaa valmiiksi tietoa yrityksestä ja hänellä on jo vahva asema hallituksessa, mutta ongelmana on kuitenkin se, että toimitusjohtaja ei voi toimia riippumattomasti hallituksen puheenjohtajana. Kansainvälisessä keskustelussa toimitusjohtajaa ei pidetä riippumattomana puheenjohtajan tehtävään. Yhdysvalloissa 80 % pörssiyhtiöistä CEO (Chief Executive Officer) toimii omien tehtävien ohessa hallituksen puheenjohtajana. Osakeyhtiölain toimitusjohtajan tehtäviä koskevat säännökset ovat hyvin yhdenmukaiset CEO:n tehtävien kanssa. CEO:n toimiminen myös puheenjohtajana mahdollistuu sillä, että yrityksessä on myös hallintoneuvosto. Euroopassa suuntaus on kuitenkin mennyt siihen suuntaan, että CEO:n ja hallituksen puheenjohtajan tehtäviä hoitaa eri henkilöt. Myös Sir Andrian Cadbury Iso-Britannian keskeisten Corporate governance -säädösten isä on sitä mieltä, että tehtävät tulisi eriyttää. USA:ssa voidaan kehityksen odottaa menevän samaan suuntaan kuin Euroopassa. (Hirvonen et al. 2003, s. 186 - 202)

### 3.7 Palkkaus ja toimitusjohtajan palkkio

Hallituksen jäsenten palkkaus on osa hyvää Corporate governancea. Keskuskauppa-kamarin julkaisemassa suosituksessa (2003) otetaan kantaa listayhtiöiden hallitusten palkkaukseen. Suosituksessa ohjeistetaan, että muille kuin yhtiöön nähden ulkopuolisille jäsenille olisi suotavaa maksaa osa palkkiosta yhtiön osakkeina. Kansainvälisessä keskustelussa on herännyt kysymyksiä siitä kuinka paljon hallituksen jäsenen palkkion suuruuteen tulisi vaikuttaa jäsenen vastuu hallituksessa. Koska hallituksen rooli yrityksenmenestystekijänä on kasvanut, on se asettanut myös jäsenet merkittävämpään taloudelliseen vastuuseen epäonnistumisistaan. Yhdysvalloissa sekä yleistyvänä käytäntönä myös Suomessa hallitusten jäsenten palkkioista osa maksetaan usein yhtiön osakkeina, koska se herättää sijoittajissa positiivisia tunteita yritystä kohtaan. Hallituksen jäsenille on myös joissakin yhtiöissä mahdollisuus hankkia yhtiön osakkeeseen sidottuja optioita. (Hirvonen et al. 2003, s. 203 – 206). Toimitusjohtajan palkkion määrittää hallitus. Hyvän Corporate governancen mukaan johto tulee palkita siten, että se ajaa osakkeen omistajien intressejä omien intressien sijaan. Toimitusjohtajien palkkiot on usein sidottu yritysten osakekehitykseen. Toimitusjohtajan palkkausta koskevissa tutkimuksissa on myös todettu, että omistajuudella ja hallituskoolla on vaikutusta toimitusjohtajan saaman palkkion suuruuteen. (Ozkan, 2006).

### 3.8 Yhteenveto

Hallitustyöskentelyn säännöstely on selvästi kiristynyt vuosien aikana. Monet maat ovat antaneet suosituksia jotka täydentävät eri maiden lainsäädäntöjä. Tavoitteena näyttää olevan mahdollisimman yhtenäiset etenkin listayhtiöiden hallinnointijärjestelmät niin maiden sisällä kuin kansainvälisestikin. Hallitustyöskentelyä yleisesti säännellään eri maiden yhtiö- ja yhteisölakien avulla. Lait sääntelevät muun muassa hallitusten järjestäytymistä, kokouksia, jäsenten tehtäviä ja vaatimuksia jäseneksi. Lakien tulkitseminen jättää kuitenkin yrityksille huomattavasti "pelivaraa" hallitustyöskentelyn sekä hallituskokoonpanon muodostamisessa. Onkin perusteltua, että suosituksilla pyritään säätelemään lakia yksityiskohtaisemmin yritysten hallinnoinnin muodostumista. Suositukset

säätelevät hallitustyöskentelyä esimerkiksi hallituskoon, -kokoonpanon, jäsenten ominaisuuksien ja riippumattomuuden sekä palkkioiden maksamisen kautta.

#### 4. HYVÄN HALLITUSTYÖSKENTELYN EDELLYTYKSET JA VAIKUTUKSET HALLITUSKOKOONPANOON

Hallitusten olemassa ololle voittoa ja ei-voittoa tavoittelevissa organisaatioissa voidaan antaa kaksi selitystä. Usein ne ovat monien lakien säättämiä, mutta toisaalta hallituksia voidaan pitää myös markkinoiden tuottamana ratkaisuna yrityksissä valitseviin agentti-ongelmiin. Agentti-teoria on erittäin hyödyllinen selittämään yritysten hallitusten kokoonpanon muodostumista sekä toimintaa. (Hermalin ja Weibach 2003). Agentti-teorian näkökulmasta ajateltuna tehokas hallituskokoonpano ja -työskentely pienentävät agenttikustannusta valvomalla ja palkitsemalla yritysjohtoa. Näin toimimalla hallitus varmistaa osakkeenomistajien arvon maksimoinnin. (Bozec ja Dia, 2007). Yhtä virallista teoriaa hyvälle hallitustyöskentelylle ei ole aikaisemmissa tutkimuksissa esitetty. Usein tutkimuksia selitetään juuri agentti-teorian avulla. Virallisen teorian puuttumista voidaan korvata lukuisilla empiirisillä tutkimuksilla joita hallitustyöskentelystä on tehty. (Hermalin ja Weibach, 2003).

Hallitustyöskentelyä on tutkittu laajasti kansainvälisissä Corporate governance tutkimuksissa. Tutkimukset ovat keskittyneet etsimään yhteyttä yritysten suorituskyvyn ja hallituksen koon sekä kokoonpanon välillä. Tutkimuksia on tehty myös tekijöistä, jotka vaikuttavat yritysten kokoonpanoon ja niiden muuttumiseen ajan kuluessa.

Corporate governance tutkimuksissa hallituksen kokoonpanon vaikutusta yrityksen menestymiseen on tutkittu kahdesta eri näkökulmasta. Ensinnäkin siitä miten hallituksen kokoonpano vaikuttaa hallituksen käyttäytymiseen sen tärkeissä tehtävissä kuten yritysostotilanteissa tai toimitusjohtajan erottamisessa. Toiseksi hallituksen kokoonpanon vaikutusta on tutkittu suoraan yrityksen menestykseen vaikuttavana tekijänä. (Bhagat, ja Black, 1999). Hallituksen ja yrityksen koko ovat olleet myös keskeisiä tekijöitä hyvän hallituskokoonpanon muodostamisessa. On myös tutkittu miten erilainen omistajuusrakenne kuten keskitettyomistajuus esimerkiksi valtion, perheen, johdon tai instituution taholta vaikuttaa eri yritysten Corporate governance käytäntöihin sekä hallitusten kokoonpanoihin. Seuraavissa kappaleissa tulen käsittelemään edellä esitettyjä asioita tarkemmin. Tarkastelen aluksi hallitustenkokoonpanoja ja niiden muodostumiseen vaikuttavia tekijöitä. Seuraavaksi tuon esille yritys- ja hallituskoon sekä omistus-

rakenteen vaikutuksen hallitustyöskentelyyn. Luvun lopussa käsittelen hallituksen sisäistä hallintorakennetta ja hallituksen roolia sidosryhmäviestinnässä, tehokkaan hallitustyöskentelyn näkökulmasta.

#### **4.1 Hallituksen kokoonpano yrityksen menestykseen vaikuttavana tekijänä**

Aikaisemmassa kirjoittelussa on käynyt ilmi, että hallitusten kokoonpano muodostuu joko sisäisistä, ulkopuolisista tai täysin riippumattomista jäsenistä. Sisäiset jäsenet ovat työsuhteessa yritykseen ja usein yritysjohtoon kuuluvia henkilöitä. Ulkopuolisilla jäsenillä ei ole työsuhdetta yritykseen, mutta heillä on usein muita liiketoimintasuhteita yritykseen esimerkiksi rahoittajan roolissa. Riippumattomat jäsenet ovat ulkopuolisia jäseniä joilla ei ole sidosta yritykseen. Keskustelua ja väittelyä on syntynyt paljon siitä miten hallituksen kokoonpano tulisi muodostaa. Tutkimuksissa on pystytty todistamaan, että ulkopuolisilla jäsenillä on yrityksen menestymiseen vaikutusta (esimerkiksi Weisbach 1988, Byrd ja Hickman 1992 ja Brickley, Coles ja Terry 1994, Rosenstein ja Wyatt 1990), mutta todisteita on myös siitä, että sisäiset jäsenet tuovat yritykselle korvaamatonta arvoa. Täysin riippumattomista jäsenistä muodostuvan hallituksen on todistettu jopa heikentävän yrityksen suorituskykyä. (Bhagat ja Black 1999).

Ulkopuolisten jäsenten paremmuutta hallituksen kokoonpanossa on puolusteltu sillä, että ulkopuoliset jäsenet mahdollistavat yritysjohtoon tarkemman valvonnan ja näin ollen pystyvät vaikuttamaan enemmän yrityksen asioihin. Ulkopuolisia jäsenten tehokkuutta hallituksissa on perusteltu sillä, että he haluavat yrityksen menestyvän mahdollisimman hyvin, jotta heidän oma maine säilyisi työntekijämarkkinoilla. Ulkopuoliset hallitusjäsenet toimivat usein myös asiantuntijoina hallituksissa ja näin ollen avustavat toimitusjohtajaa hänen työssään. Myös sijoittajien kiinnostus yritykseen on huomattu kasvavan ulkopuolisten hallitusjäsenten määrän lisääntyessä. Sisäisten jäsenten osuutta hallituksissa on kuitenkin pidetty hyvänä asiana. Tätä näkökulmaa on perusteltu sillä, että sisäisillä jäsenillä kuten yritysjohtolla on sellaisia tietoja taitoja joita ulkopuolisilla jäsenillä ei ole sekä sisäisten jäsenien keskuudesta on mahdollista tarpeen tullen valmentaa yritykselle uusi toimitusjohtaja. On selvää, että ulkopuolisten jäsenten määrä hallituksissa lisää hallituksen riippumattomuutta, mutta todisteet siitä, onko täysin riippumaton hallitus oikea strategia yrityksen menestykseen, ovat ristiriitaisia. Tut-

kimustuloksien eroja selitetäänkin sillä, että toisissa tutkimuksissa riippumaton hallitus koostuu vähintään 50 %:sta riippumattomia jäseniä, kun toisissa tutkimuksissa voidaan käyttää vähimmäisvaatimuksena 60 %:a. Harvoissa tutkimuksissa kuitenkin on käytetty yli 70 %:a riippumattomien jäsenten määränä. (Hermalin ja Weibach, 1988, 2003, Bhagat ja Black 1999, Raheja 2005).

Oma mielipiteeni on se, että yrityksen hallitusten tulisi muodostua siten, että ulkopuolisia, sisäisiä ja riippumattomia jäseniä olisi hallituksessa oikeassa suhteessa. Yrityksen ei tulisi hakea mallia muiden yritysten hallituksista vaan muodostaa oma hallitus mahdollisimman tehokkaalla ja yrityksen toimialaan, rakenteeseen ja kulttuuriin sopivalla tavalla. Tätä näkemystä tukee Rahejan (2005) empiirinen tutkimus hallitusten kokoonpanon muodostamisesta. Raheja esittää mallin, jonka avulla voidaan löytää optimaalinen kokonaisuus sisäisistä ja ulkoisista hallitusjäsenistä. Raheja kehitti mallinsa tilanteen avulla, jossa toimitusjohtaja toteuttaa joko hyvän tai huonon investoinnin. Hallituksen tulisi muodostua siten, että he pystyisivät mahdollisimman tehokkaasti hylkäämään huonot investoinnit. Tähän vaikuttaa se, että yleensä sisäisillä jäsenillä on enemmän tietoa toimitusjohtajan ajamista investoinneista ja taas ulkopuoliset jäsenet ovat tehokkaampia hylkäämään huonot investoinnit, jos he vain pystyvät todistamaan investoinnit huonoiksi. Rahejan (2005) mallin mukaan sisäisten jäseniä tulee hallituksessa olla sen verran, että ulkopuolisten jäsenten tarvitsema ”todistuskustannus” voidaan minimoida sisäisten jäsenten tietämyksen avulla.

Bhagat ja Black (1999) keskittyivät tutkimaan miten hallituskokoonpano vaikuttaa hallituksen työskentelyyn. Tutkimus osoittaa, että hallituksen kokoonpanolla ei ole merkittävää vaikutusta hallituksen tärkeiden tehtävien hoitamisen kannalta. Voidaan todeta, että riippumattomat jäsenet voivat toimia joissakin tehtävissä kuten toimitusjohtajan erotamisessa paremmin kuin sisäiset jäsenet. Toisaalta on myös todisteita siitä, että riippumattomat jäsenet toimivat toisissa tehtävissä huonommin kuin sisäiset jäsenet esimerkiksi toimitusjohtajan nimittämisessä ja yrityksen strategisten suuntien määrittelyssä. Siksi onkin perusteltua, että täysin riippumaton hallitus missä on vain yksi tai kaksi sisäistä jäsentä ei ole keino parantaa hallituksen toimintaa.

### 4.3 Hallituksen kokoonpanoon vaikuttavat tekijät

Hermalin ja Weisbach (1988) ovat todistaneet, että hallituksen kokoonpanoon vaikuttaa monet asiat. Tutkimuksessaan he antavat empiiristä tukea seuraaville kokoonpanoon vaikuttaville tekijöille; yrityksen sisäinen ylenemismahdollisuus ja toimitusjohtajan valintaprosessi, huono yrityksen menestyminen sekä yrityksen osallistuminen lukuisille tuotemarkkinoille. Tutkimuksen mukaan sisäisten hallitusjäsenten määrä vähenee juuri ennen ja jälkeen toimitusjohtajan vaihtumisen. Hyvissä ajoin ennen toimitusjohtajan vaihtumista sisäisten hallitusjäsenten määrä hallituksissa kasvaa ja näistä uusista sekä vanhoista sisäisistä jäsenistä valmennetaan toimitusjohtajalle mahdollista jatkajaa. Uuden toimitusjohtajan valinnan jälkeen sisäisiä jäseniä usein lähtee hallituksista, koska uusi toimitusjohtaja ei ole vielä valmis aloittamaan uutta valmennusprosessia tai toimitusjohtaja tarvitsee enemmän ulkopuolisten jäsenten asiantuntemusta työssään.

Hermalin ja Weisbach (1988), Bhagat ja Black (1999) löysivät myös riippuvuutta yrityksen huonon menestymisen sekä ulkopuolisten jäsenten hallitukseen lisäämisen välillä. Hermalin ja Weisbach (1988) löysivät samanlaisia viitteitä myös siitä, kun yritykset joutuvat poistumaan tuotemarkkinoilta huonon menestymisen johdosta. Heidän mukaan yrityksen huono menestyminen markkinoilla johtuu huonosta johtamisesta ja tällöin johdon valvontaa on lisättävä ulkopuolisten hallitusjäsenten avulla. Tästä johtuen sisäisten jäsenten määrää on vähennettävä, jotta ulkopuolisia jäseniä voidaan nimetä lisää. Uudella toimitusjohtajalla ei tutkimuksen mukaan ole vielä työuransa alkuvaiheessa niin paljon neuvotteluvoimaa määrätä ketä hallituksen nimitetään. Tällöin osakkeenomistajat usein haluavat tuoda hallitukseen lisää ulkopuolisia jäseniä valvomaan uuden toimitusjohtajan toimintoja. Näille väitteille Hermalin ja Weisbach (1988) löysivät viitteitä riippuvuussuhteesta, mutta esimerkiksi Klein (1998) tutkimuksessaan ei löytänyt viitteitä sille, että yrityksen huono menestyminen vaikuttaisi hallituksen kokoonpanoon.

Hallitusten kokoonpanoon muodostumista ja hallitusrakenteen muuntumista ajan kuluessa on selitetty tilanteilla joihin yritykset joutuvat toimiessaan markkinoilla. Esimerkiksi kurinpidolliset ja ei-kurinpidolliset yritysvaltauksset ovat tekijöitä joita on esitetty selittämään hallitusten kokoonpanoa ja sen muuntumista. Kurinpidolliselta yritysvaltaukselta tarkoitetaan tilannetta jossa toimitusjohtaja korvataan uudella toimitusjohtajalla. Kini et

al. (1995) ja Weisbach (1988) todistivat tutkimuksissaan, että yritysvaltaus voi toimia mahdollisena yritysjohton valvonnan apuvälineenä ja täten ulkopuolisten hallitusjäsenten korvaajana. Kini et al. (1995) osoittaa, että yritysvaltaustilanteessa hallituksen aikaisempi rakenne määrittää sen miten yritysvaltaus vaikuttaa hallituksen kokoonpanoon ja toimitusjohtajan mahdolliseen erottamiseen. Jos hallitus on ollut ennen yritysvaltausta sisäisten jäsenten dominoiva, silloin sisäisten jäsenien määrä laskee ja ulkopuolisten pysyy samana. Huomattavaa on myös, että toimitusjohtajan vaihtuvuus on suurempi sisäisten jäsenten dominoivassa hallituksessa yritysvaltaustilanteissa. Ulkopuolisten hallitusjäsenten dominoivissa hallituksissa, ulkopuolisten jäsenten määrä laskee ja sisäisten jäsenten määrä pysyy saman. Toimitusjohtajan vaihtuvuus ei ole todennäköistä yritysvaltauksissa missä hallitus koostuu ulkopuolisista jäsenistä. Näkemys perustuu siihen, että tilanteissa joissa yritysvaltauksen uhka on heikko, on yrityksen sisäisen valvonnan tärkeys suurempi ja tästä syystä vaaditaan enemmän ulkopuolisia hallitusjäseniä. Toisaalta, jos yritysvaltauksen uhka on suuri, niin silloin yrityksen sisäisen valvonnan tarve on pienempi ja sisäisten hallitusjäsenten määrä voi olla suurempi. Tutkimus osoittaa myös sen, että kurinpidollisissa yritysvaltauksissa molempien hallitusjäsenten sisäisten ja ulkoisten vaihtuvuus on merkittävä ja hallituksen koko myös pienenee.

## **4.2 Hallituksen ja yrityksen koon vaikutus hallitustyöskentelyyn**

Hallituksen koon merkitystä hyvään hallitustyöskentelyyn voidaan pohtia agentti-teorian kautta. Aikaisemmissa tutkimuksissa on tuotu esiin, että agentti-ongelma kasvaa, kun jäsenten määrää hallituksessa lisätään. Hallituksen mahdollisuus valvoa yritysjohton toimintoja vähenee, kun hallitusjäsenten määrä kasvaa. Toisaalta toisissa tutkimuksissa todetaan että, mitä enemmän hallituksessa on jäseniä, sitä paremmin johtajien toimia voidaan valvoa. Yleisesti on kuitenkin todettu, että liian suurissa hallituksissa kommunikointi ja koordinointi ongelmat heikentävät kokonaisvaltaisen johdon valvontaa. Myös toimitusjohtajan suorituskyvyn kannustimet; hallituksen myöntämä palkkio ja uhka erottamisesta, ovat tehottomampia keinoja isoissa kuin pienissä hallituksissa. (Eisenberg et al., 1998; Yermack, 1996, Bozec ja Dia, 2007).

Eisenberg et al. (1998) tutki Suomalaisia pieniä ja keskisuuria enemmistöltään ei-listattuja osakeyhtiöitä. Tutkijat löysivät samanlaisen negatiiviseen riippuvuuden hallituskoon ja yrityksen arvon välillä, kuin Yermack (1996) löysi tutkiessaan USA:n 500 suurta teollisuusyritystä. Eisenbergin et al. (1998) tutkimuksen otos käsitti kuitenkin merkittävästi pienikokoisempia yrityksiä kuin Yermackin (1996). Täysin päinvastaiseen tulokseen päätyivät Mak ja Kusnadi (2005). He eivät löytäneet negatiivista riippuvuutta yrityskoon ja yrityksen menestymisen välillä mitaten menestystä Tobinin Q:lla Singaporen ja Malesian yrityksissä. He selittävät saamaansa tulosta erilaisten Corporate governance järjestelmien avulla. Yleisesti tutkimuksista voidaan todeta, että hallituskoko ja yrityksen suorituskyky ovat negatiivisesti riippuvaisia toisistaan (Hermalin ja Weisbach 2003).

Tutkimuksessaan Eisenberg et al. (1998) korostavat sitä, että pienissä yrityksissä ja suurissa yrityksissä on eri tekijöitä mitkä vaikuttavat hallitusten kokoon ja rakentamiseen. Esimerkiksi pienet yritykset, jotka ovat usein sisäisesti omistettuja, on agentti-ongelma johdon ja omistajien välillä merkitsemättömämpi kuin suurissa yrityksissä, jossa omistajuus ja johto ovat eriytyneet. Tästä syystä suurissa yrityksissä suuria hallituksia selitetään sillä, että johtoa voidaan valvoa paremmin. Se ei ole yhtä vakuuttava selitys pienten yritysten suurille hallituksille. Toisaalta agentti-ongelman puuttuminen pienissä yrityksissä joissa johto on usein myös omistaja, antaa johdolle mahdollisuuden ajaa omia etujaan yrityksen menestymisen kustannuksella. Tästä johtuen Eisenberg et al. (1998) löysivät negatiivisen riippuvuuden hallituskoon ja yrityksen menestymisen väliltä myös yrityksissä joissa johdon ja omistajien intressit ovat yhtäläiset. Eisenberg et al. (1998) mukaan pienissä ja läheisesti omistetuissa yrityksissä hallituskoko selittyy yksinomaan kommunikointi ja koordinointi ongelmalla ja siksi pienten yritysten omistajat muodostavat optimikokoa pienempiä hallituksia. Tutkimuksessa käy myös ilmi se, että pienten yritysten omistajat saattavat muodostaa myös optimikokoa suuremman hallituksen, jos se pienentää esimerkiksi yrityksen kohtaamia riskejä. Tällöin pienet yritykset lisäävät ulkopuolisten jäsenten määrää hallituksissa ja hallitusten koko suurenee.

Mielestäni edellisten tutkimusten perusteella voi päätellä, että yrityksissä hallitusten koko on täysin tilanne sekä organisaatio riippuvainen. En usko, että yritykset ovat valmiita käyttämään suositusten mukaisia hallituskokoja, jos ne eivät muuten palvele yrityksen

tarpeita tai rakennetta. Luulen, että hallitusten kokoon yrityksissä vaikuttaa yrityksen toimiala, yritysmuoto, vallitseva markkinatilanne ja merkittävimpänä omistajien intressit.

### 4.3 Omistusrakenteen vaikutus hallituskokoonpanoon

Omistusrakenne on yksi merkittävimmistä tekijöistä mikä vaikuttaa Corporate governanceen ja sen keskeiseen mekanismiin hallitukseen. Omistusrakenteeseen on kiinnitetty viimeaikoina entistä enemmän huomiota siinä tapahtuneen muutoksen vuoksi. La Porta et al. (1999) tutkivat eri omistusrakenteita ympäri maailmaa suurissa julkisesti listatuissa yrityksissä. Tutkimuksesta käy ilmi, että niissä maissa joissa osakkeenomistajien etuja suojellaan hyvin, ovat yritykset useammin laajasti omistettuja. Kun taas maissa joissa osakkeenomistajien suojelu on heikkoa, ovat yritykset useammin perheiden tai valtioiden omistuksessa. Tutkimuksessa kerrotaan, että omistus on 36 %:ssa yrityksissä laajaa, 30 % on perheyrityksiä ja 18 % valtioiden omistamia yrityksiä sekä 15 %:ssa on jokin muu omistusmuoto esimerkiksi osuuskunta. Faccion ja Langin (2002) tutkimuksen mukaan julkisesti noteeratut yritykset ovat Itä-Euroopassa joko laajasti omistettuja (36,97 %) tai perheomistuksessa (44,29 %). Tutkimus osoittaa, että perheomistuksessa olevat yritykset ovat tyypillisimpiä manner Euroopassa ja laajasti omistetut yritykset tyypillisiä Iso-Britanniassa ja Irlannissa. Yrityksen koolla on myös merkitystä omistukseen siten, että usein pienet ja ei-rahoitukselliset yritykset ovat perheyrityksiä ja suuret ja rahoitukselliset yritykset ovat laajasti omistettuja. Instituutiosijoittajien omistus on kasvanut eri markkinoilla merkittävästi 2000-luvulle tultaessa. USA:ssa instituutioiden omistusosuus kasvoi vuonna 2002 50 %:a ja Euroopan unionissa instituutioiden omistus yrityksistä kasvoi vuosien 1992 - 1999 aikana 150 %:a (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2003, Conference Board, 2002, Gillan ja Starks 1998).

Tutkimuksista on käynyt ilmi, että yrityksen omistajuus ja hallitusrakenne ovat erottomasti yhteydessä toisiinsa. Mak ja Li (2001) tutkivat Singaporen sekä Donnelly ja Kelly (2005) Irlannin listattujen yritysten omistus- ja hallitusrakenteita. Molemmissa tutkimuksissa todetaan, että johdon omistamissa yrityksissä on hallituksissa vähemmän ulkopuolisia jäseniä. Tutkimusten mukaan johdonomistus sekä ulkopuolisten jäsenten määrä hallituksissa voivat toimia toistensa korvaajina tekijöinä valvontajärjestelmässä. Italian yrityksissä tehdyn tutkimuksen mukaan keskitetty omistajuus, perheomistajuus, ra-

joitettu institutionaalisten sijoittajien omistusmahdollisuus sekä pankkien valvontamahdollisuuksien puute ovat tuloksena siitä, että hallitukset ovat sisäisten jäsenten dominoivia. (Brunello, Graziano, ja Parigi, 2003). Mak ja Li (2001) osoittavat myös, että hallitukset jotka koostuvat enemmistöltään ulkopuolisista jäsenistä ovat kooltaan pienempiä kuin sisäisistä jäsenistä muodostuvat hallitukset. Jenssenin (1993) mukaan ulkopuolisista jäsenistä koostuvat ja pienet hallitukset ovat vahvempia valvontatyössään. Makin ja Liin (2001) tutkimuksesta ilmenee myös, että yritysten suuromistajat vaikuttavat yrityksen hallituskokoonpanoon erottamalla toimitusjohtajan ja puheenjohtajan tehtävät toisistaan, parantaakseen hallitusten riippumattomuutta. Kun taas johdon omistamisessa yrityksissä, toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan tehtäviä hoitaa usein sama henkilö.

Perheomistuksella on tutkimusten mukaan vaikutusta hallitusten kokoonpanoon. Yermacin (1996) mukaan pienten hallitusten ja yrityksen menestymisen välillä on käänteinen riippuvuus. Monia tutkimuksia on tehty siitä, että perheyrietykset olisivat menestyvämpiä kuin ei-perheyrietykset (esimerkiksi McConaughy et al.1998). Tutkimukset puoltavat Misharan et al. (2001) ajatusta siitä, että perheyrietyksissä hallitusten koot ovat pienempiä kuin ei-perheyrietyksissä. Tämä vaikuttaa myös hallituksen työskentelyyn siten, että perheyrietyksissä ja pienissä hallituksissa päätökset voidaan tehdä nopeammin ja hallitusjäsenten valvonta on helpommin järjestettävissä. Mishra et al. (2001) toteavat tutkimuksessaan, että perheyrietysten valvontajärjestelmät ovat ainutlaatuisia ja sen takia ulkopuolisten jäsenten määrällä hallituksissa ei ole suurta vaikutusta hallituksen tehokkaaseen toimimiseen. Tästä johtuen perheyrietysten hallituksissa on vähemmän ulkopuolisia jäseniä. Tutkimuksessa todetaan myös, että hallitusjäsenet omistavat enemmän yrityksen osakkeita perheyrietyksissä kuin muissa yrityksissä sekä toimitusjohtajan hallintaoikeus on myös laajempi. Mielestäni perheyrietyksissä Corporate governance ja hallitusrakenne toimivat hyvin, koska yrityksen tavoitteet ovat selvästi asetettu ja kaikki eri toimijat haluavat saavuttaa nämä tavoitteet Tästä syystä agentti-ongelman tuomat intressiristiriidat eivät ole niin keskeisiä tekijöitä hallitustenkokoonpanojen muodostamisessa. Tästä voi päätellä, että perheyrietyksissä on oma ja täysin erilainen valvontajärjestelmä kuin muissa yritysmuodoissa ja tämä uniikki valvontajärjestelmä mahdollistaa erilaisen hallituskokoonpanon sekä ulkopuolistenjäsenten korvaamisen.

Valtioiden omistamissa yrityksissä hallitusten kokoonpanoissa on vähemmän ulkopuolisia kuin sisäisiä jäseniä (esimerkiksi Mak ja Li, 2001). Tästä hyvänä esimerkkinä voidaan pitää Suomen valtion omistamaa Finnair lentoyhtiötä, jonka hallitukseen Suomen valtio on ollut vastahakoinen nimittämään ulkopuolista islantilaista merkittävää osakkeenomistajaa. Valtioiden omistamissa yrityksissä agentti-ongelmalla ei ole merkittävää vaikutusta hallintoon. Tämä johtuu siitä, että valtion omistamissa yrityksissä vastuu taloudellisesta menestymisestä on heikompi, rahoituksen järjestäminen on helpompaa, markkinoiden valvonta on puutteellista sekä osakkeenomistajien toteuttama valvonta on heikkoa. (Mak ja Li, 2001).

Markkinoilla vallitsevan trendin johdosta omistajuus on hajaantunut hyvin pieniin osiin etenkin pörssiyrityksissä. Laajasti omistetut yritykset kohtaavat monnimutkaisia ongelmia omistajaohjauksen järjestettävyydessä. Piensijoittajilla yksilöinä ei ole kannustinta eikä mahdollisuutta valvoa yritysjohtoa tehokkaasti, koska valvonnasta syntyvä kustannus on liian suuri yhden piensijoittajan kannettavaksi. Tästä johtuen yritysten suuromistajille tärkeimpänä instituutioille on siirtynyt vastuu johdon valvonnasta sekä piensijoittajien oikeuksien turvaamisesta. Institutionaalisista sijoittajista esimerkiksi vakuutusyhtiöistä sekä pankeista on tullutkin entistä merkittävämpi omistajaryhmiä etenkin pörssiyrityksissä ympäri maailman. Institutionaaliset sijoittajat vaikuttavat suoraan yrityksen johtamiseen omistuksensa kautta sekä epäsuoraan käymällä kauppaa yritysten osakkeilla. Institutionaalisten sijoittajien avulla pyritään korjaamaan vallitseva agentti-ongelma yritysjohtoon ja omistajien välillä. Tutkimuksissa on ollut viitteitä siitä, että institutionaaliset sijoittajat muuttaisivat hallitustenkokoonpanoa entistä riippumattomaksi (Esimerkiksi John & Senbet 1998). Tutkimuksissa kuitenkin todetaan, että on hyvin vaikea todistaa sitä, että vaikutus hallituksen kokoonpanoon on juuri instituutio-omistuksen aikaan saamaa. (Gillan & Starks, 1998, 2003). Gillan ja Starks (1998) kuitenkin toteaa, että instituutiosijoittajat parantavat Corporate governancea ja johdonvalvomista. Hallitus on hyvin keskeinen tekijä niin Corporate governancessa kuin johdon valvonnassa, joten minusta on oletettavaa, että institutionaaliset sijoittajat muuttavat hallituskokoonpanoa sekä hallitustyöskentelyä niin, että se palvelee tehokkaammin osakkeenomistajien intressejä.

Myös muissa yritysmuodoissa kuin osakeyhtiöissä omistusrakenteella on vaikutusta yrityksen hallinnointi rakenteeseen. Gorton ja Schmid (1999) tutkivat Australian osuus-

kuntien omistuksessa olevien pankkien omistusrakenteen vaikutusta Corporate governance rakenteeseen. Tutkimuksen mukaan mitä enemmän osuuskunnassa on jäseniä sitä suuremmaksi agentti-kustannus kasvaa. Tämä johtuu siitä, että osuuskuntien omistamissa pankeissa omistajuus on hajaantunut pieniin osuuksiin ja näin ollen omistajuus ja johto ovat eriytyneet toisistaan. Läppänen (2004) Pellervo Seurasta kommentoi tätä ongelmaa siten, että osuuskuntien kokouksessa jäsenillä eli omistajilla on tavallisesti ääni per jäsen ja tästä johtuen äänivalta on jakaantunut tasaisesti suurelle joukolle. Äänivallan hajaantuminen johtaa heikkoon omistajavalvonnan käyttöön ja siirtää valtaa johdolle. Gorton ja Schmid (1999) mukaan osuuskunnissa ongelma ratkaistaan siten, että jäsenet eli omistajat maksavat johdolle suurempaa palkkaa, mikä voidaan nähdä agentti-kustannuksen kasvuna, jotta johdon ja omistajien intressit osuuskunnassa saadaan yhtenäisiksi. Suomessa osuuskuntalaki mahdollistaa myös jäsenen äänivallan porrastamisen, mikä tasoittaa intressi-ristiriitoja.

#### **4.5 Hallituksen sisäisen hallintorakenteen vaikutus tehokkaaseen hallitustyöskentelyyn**

Hallitustyöskentelyn tehokkuuteen vaikuttaa hallituksen kokoonpanon, omistuksen ja koon lisäksi myös hallituksen sisäinen hallintorakenne. Tällä tarkoitetaan sitä miten hallituksen tehtävät on jaettu esimerkiksi erilaisille hallintoneuvostoille. Klein (1995) esittää tutkimuksessaan miten hallitusten hallintoneuvostojen rakenne ja hallitusjäsenten roolit neuvostoissa vaikuttavat hallituksen tehokkaaseen työskentelyyn. Klein mukaan hallintoneuvoston tulisi erikoistua joko valvontaan tai tuottavuuteen ja hallintoneuvostojen kokoonpano tulisi muodostaa hallituksen jäsenistä erikoistumisen mukaan. Tutkimuksessa osoitetaan, että hallitukset käyttävät neuvostorakennetta johdon suorituskyvyn valvontaan sekä helpottaakseen, arvioidakseen ja vahvistaakseen tulevaisuuden investointi päätösten tekemistä. Tutkimuksen mukaan hallitustyöskentely on tehokasta silloin, kun tuottavuuteen erikoistuneet hallintoneuvostot koostuvat pääosin sisäisistä jäsenistä ja valvontaan erikoistuneet hallitukset pääosin ulkopuolisista hallitusjäsenistä. (Klein 1995 ja John & Senbet, 1998). Keskuskauppakamarin (2003) antaman suosituksen mukaan hallitustyöskentelyä voidaan myös tehostaa perustamalla yhtiöön erilaisia valiokuntia kuten esimerkiksi tarkastus-, palkitsemis- tai nimitysvaliokuntia.

#### 4.6 Hallituksen rooli sidosryhmäviestinnässä

OECD: raportti sekä Wardin (2006) julkaisu korostavat sitä, että yritysten tulisi panostaa entisestään eri sidosryhmien väliseen raportointiin ja tiedottamiseen. Wardin mukaan ollakseen tehokas hallituksen jäsen tulisi jäsenen tiedottaa yrityksen asioista mahdollisimman läpinäkyvästi ja tehokkaasti. Näin investoijien mielenkiinto ja luottamus yritykseen kasvaa ja he ovat entistä halukkaampia rahoittamaan yrityksen toimintaa. Tiedottamisessa ja läpinäkyvydessä korostuu hallituksen tehtävä yrityksen edustajana. Myös keskuskauppakamarin (2003) antamassa suosituksessa listayhtiöille painotetaan tiedottamisen ja läpinäkyvyyden tärkeyttä. Suosituksen mukaan: ”yhtiön antamien tietojen perusteella osakkeenomistajat voivat arvioida yhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän toimintaa ja voivat tehdä omistustaan koskevia päätöksiä”.

Etenkin kehittyvienmarkkinoiden maissa, yritysten tulisi kehittää läpinäkyvämpiä, säännellympiä sekä tehokkaampia Corporate Governance sekä informaatiojärjestelmiä. Waheed (2004) tutkimuksen mukaan monissa Arabian ja muissa kehittyvissä maissa yritysten tulisi tiedottaa toimistaan läpinäkyvimmin, jotta ulkomaalaiset sijoittajat kiinnostuisivat ja luottaisivat enemmän kehittyvien maiden markkinoihin.

Tutkimuksissa on myös todettu, että eri mailla on erilaisia käytäntöjä ja vaatimuksia yritysten tiedonantovelvollisuudessa eri yritysjärjestelytilanteissa. Lowengrub et al. (2004) vertailivat USA:n ja Saksan yritysten tiedottamiskäytäntöjä fuusiojärjestelyissä. Yritysten antamilla tiedotteilla on havaittu olevan suora vaikutus yrityksen pörssikurssin kehitykseen. Tutkimuksessa todetaan, että USA:ssa yritysten sallitaan antaa fuusiojärjestelyistään joko ”ei-kommenttia” tiedote tai sitten todellisuutta vastaava tiedote. Saksan Corporate Governance säädökset sallivat myös ”harhaanjohtavien” tiedotteiden antamisen yritysten fuusiojärjestelyistä.

## 5. JOHTOPÄÄTÖKSIÄ

Tutkimukseni tarkoituksena oli selvittää aikaisempien tutkimusten avulla miten Corporate governance säätelee hallitustyöskentelyä. Tavoitteenani oli tuoda esiin ne tekijät mitkä vaikuttavat tehokkaan hallitustyöskentelyn muodostumiseen. Yritysten liiketoimintaympäristöissä sekä omistusrakenteessa tapahtuneen muutoksen takia paineet kehittää tehokas johtamis- ja hallintojärjestelmä yrityksille on kasvattanut myös hallitustyöskentelyn tärkeyttä. Merkittäväksi ongelmaksi yrityksissä on noussut agentti-ongelma, jonka ratkaisuksi on nostettu tehokas hallitustyöskentely.

Tutkimuksestani käy ilmi, että tehokasta hallitustyöskentelyä säädellään valtioiden asettamien lakien ja niitä täydentävien ohjeistusten avulla. Nämä säännökset ja ohjeistukset pyrkivät yhdenmukaistamaan ja selkeyttämään eri yritysten hallituskäytäntöjä niin maiden sisällä kuin eri maiden välillä. Näistä säännöksistä ja ohjeistuksista aikaisemmissa tutkimuksissa on keskitetty tutkimaan etenkin hallitusten kokoonpanoa, kokoa ja niihin vaikuttavia tekijöitä kuten yritysten kokoa ja omistusrakennetta.

Hallitusten kokoonpanoa on tutkittu laajasti ja tutkimustulokset ovat olleet vaihtelevia. Tutkimuksissa on pyritty löytämään tukea väitteelle, että ulkopuolisista sekä riippumattomista hallitusjäsenistä muodostetut hallitukset vaikuttaisivat yritysten menestykseen ja hallitusten eri tehtävien hoitoon positiivisesti. Kyseiselle väitteelle on myös esitetty kritiikkiä. Aikaisempien tutkimusten perusteella johtopäätökseni on, että yritysten hallitusten kokoonpano tulisi muodostua niin sisäisistä, ulkoisista sekä riippumattomista jäsenistä siinä suhteessa mitä yrityksen toimiala, organisaatiomuoto, -rakenne sekä omistajien intressit vaativat. Olen samaa mieltä esimerkiksi keskuskauppakamarin antaman suosituksen (2004) kanssa siitä, että hallitusten tulisi muodostua enemmistöltään riippumattomista jäsenistä.

Hallitustyöskentelyn tehokkuutta on pyritty myös parantamaan asettamalla säännöksiä ja ohjeistuksia hallitusten koolle. Aikaisemmat tutkimukset ovat pääsääntöisesti esittäneet, että pienemmät hallitukset ovat tehokkaampia ja menestyvämpiä kuin suuret hallitukset. On kuitenkin todettu, että yritykset muodostavat myös optimikokoa suurempia hallituksia, jos yrityksen tila markkinoilla sitä vaatii. Johtopäätöksenä voin todeta, että

pienemmät hallitukset ovat tehokkaampia kuin suuret hallitukset, mutta yritysten on pystyttävä joustamaan asiassa ja mukautumaan toimintaympäristönsä asettamiin vaatimuksiin.

Tutkimukset ovat osoittaneet, että hallitusten kokoonpanoon sekä kokoon vaikuttaa yrityksen omistusrakenne ja yritysmuoto. Yritysten erilaisella omistusrakenteella ja yritysmuodolla voidaan selittää sitä miksi hallituskokoonpanot vaihtelevat eri yritysten välillä. Johtopäätökseni on, että esimerkiksi perheyrityksissä ja johdon omistamissa yrityksissä ulkopuolisten hallitusjäsenten määrä yritysten hallituksissa ei ole yhtä tärkeää, kun esimerkiksi instituutioiden omistamissa yrityksissä. Perheyrityksissä on myös kooltaan pienempiä hallituksia kuin muissa yrityksistä. Tähän vaikuttaa se, että yleensä perheyritykset ovat myös kooltaan pienempiä ja näin ollen hallituskoot ovat luonnollisesti suuria yrityksiä pienempiä.

Tutkimukseni tarkoituksena oli myös selvittää eri yritysmuotojen vaikutus tehokkaaseen hallitustyöskentelyyn. Aikaisemmat tutkimukset keskittyivät kuitenkin pääsääntöisesti tutkimaan asiaa listatuissa ja ei-listatuissa osakeyhtiöissä. Lisäksi löysin tutkimuksen, jossa asiaa tarkasteltiin osuuskunnissa. Ei ole yllättävää, että tutkimukset keskittyvät osakeyhtiöihin. Muissa yritysmuodoissa kuten henkilöyhtiöissä ei hallituksia muodosteta ja Corporate Governancea koskevat asiat voisivat tuntua liian raskailta kyseisissä yritysmuodoissa. Mielestäni osuuskunnissa Corporate Governance ja sen osa-alueet olisivat kuitenkin hyvä ottaa huomioon. Osuuskuntaa koskevasta tutkimuksesta johtopäätöksenä voin todeta, että osuuskunnissa ilmenee myös agentti-ongelmaa ja siksi hallitustyöskentelyä ja kokoonpanoa tulee säännellä ja mukauttaa kyseiseen yritysmuotoon sopivaksi.

Edellä esitettyjen asioiden lisäksi tehokkaaseen hallitustyöskentelyyn vaikuttaa hallitusten sisäisenhallinnon muodostuminen sekä hallitusten rooli sidosryhmäviestinnässä. Vaikka hallitus on muodostettu kokoonpanon ja koon suhteen mahdollisimman tehokkaasti pitää myös huomioida, että hallituksen sisäiset tehtävät ja vastuut on jaettu tehokkuutta tukien. Hallitusten sisäisiä rakenteita voidaan parantaa hallintoneuvoston ja erilaisten valiokuntien avulla. Hallitusten tulee myös varmistaa tehokas ja läpinäkyvä viestintä yrityksen asioista yrityksen sidosryhmille.

Jatkotutkimusaiheena voisi ajatella osuuskuntien hyvän hallitustyöskentelyn tutkimista. Tutkimukseni osoitti, että asialle olisi tarvetta, koska nykyiset tutkimukset ovat keskittyneet pääsääntöisesti tutkimaan asiaa osakeyhtiöiden kannalta. Osuuskunnista ja osakeyhtiöistä voidaan yritysmuotoina löytää yhtäläisiä piirteitä. Osuuskuntien ja osakeyhtiöiden yrityskulttuurit eroavat kuitenkin merkittävästi toisistaan. Jatkotutkimus voisikin keskittyä tutkimaan onko hallitustyöskentelyssä eroja näiden kahden eri yritysmuodon välillä. Osuuskunnissa sovelletaan osaksi listayhtiöille annettuja Corporate governance suosituksia. Minusta olisi hyvä selvittää palvelevatko nämä suositukset osuuskuntien tarkoitusta etenkin hallitustyöskentelyn osalta vai tulisiko osuuskunnille kehittää omia suosituksia. Osuuskunnallinen yritys on yksi merkittävin yritysmuoto Suomessa. Viimeaikoina osuuskuntien menestyminen markkinoilla on ollut nousujohteista, mutta myös epäonnistumisia on ollut. Edellä mainittujen seikkojen johdosta minusta olisi tärkeää tutkia osuuskuntia entistä enemmän ja etsiä niitä tekijöitä jotka erottavat ne muista yritysmuodoista sekä vaikuttavat niiden menestymiseen tai epäonnistumiseen markkinoilla.

## LÄHTEET

Alves, C.F. & Barbot, C., 2007, Do low cost carriers have different corporate governance models? *Journal of Air Transport Management* 13, 116–120.

Bhagat, S. & Black, B., 1999, The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer* 54, 921–963.

Board of Governors of the Federal Reserve System, 2000, Flow of Funds Accounts of the United States: Annual Flows and Outstandings (Washington, D.C.)

Bozec, R. & Dia, M., 2007, "Board structure and firm technical efficiency: Evidence from Canadian state-owned enterprises". *European Journal of Operational Research* 177, 1734–1750

Brickley, James A., Jeffrey L. Coles, & Rory L. Terry., 1994, Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics* 35, 371-390.

Brunello, G., Graziano, C. & Parigi, B., 2003, "CEO Turnover in Insider-dominated Boards: The Italian Case". *Journal of Banking and Finance* (Forthcoming).

Bushman, R.M. & Smith, A.J., 2001, "Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32, 237–333.

Byrd, J. J. & K. A. Hickman, 1992, "Do Outside Directors Monitor Managers?" *Journal of Financial Economics* 32, 195-221.

Cadbury Report, 1992, Report of The Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance. Chaired by Sir Adrian Cadbury. Gee, London. [Verkköjulkaisu] [Viitattu: 8.3.2007]. Saatavissa: <http://rru.worldbank.org/Documents/PapersLinks/1253.pdf>.

Donnelly, R. & Kelly, P., 2005, "Ownership and Board Structures in Irish plcs". *European Management Journal*. 23, 730–740

Eisenberg, T., Sundgren, S., & Martin, T., 1998, Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics* 48, 35-54

Faccio, M. & Lang L.H.P., 2002, "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics* 65, 365–395

Gillan, S.L., 2006, "Recent Developments in Corporate Governance: An Overview". *Journal of Corporate Finance* 12, 381–402.

Gillan, S.L. & Starks, L.T., 2003, "Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective". *Journal of Applied Finance* 13 (2), 4 –22.

Gillan, S.L. & Starks, L.T., 1998, A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence. *Forthcoming Contemporary Finance Digest* 2, 3 10-34.

Gorton, G. & Schmid F., 1999, Corporate governance, ownership dispersion and efficiency: Empirical evidence from Austrian cooperative banking. *Journal of Corporate Finance* 51, 19–140.

Halla, I., Häätinen, R., Grönfors-Kallio, A., Malm, S., Kaisanlahti, T., Kontula, L. & Väisänen, H., 2003, Corporate Governance Suomessa. *Edita Prima Oy*, Helsinki.

Hermalin, B. & Weisbach, M., 2003, "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A survey of the Economic Literature". *FRBNY Economic Policy Review (April)*, 7–26.

Hermalin, B. & Weisbach, M., 1991, The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management* 20, 101-112.

Hermaliin. B., & Weisbach, M., 1988, The Determinants of Board Composition. *Rand Journal of Economics* 19, 589-606.

Hirvonen, A., Niskakangas, H. & Steiner, M-J., 2003, Corporate governance. Hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely. *WS Bookwell Oy*, Juva.

Jensen, M.C., 1993, The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48, 831–880.

John, K. & Senbet, L.W., 1998, Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance* 22, 371-403

Keskuskauppakamari. (2003) Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä (corporate governance). [verkkajulkaisu]. [viitattu 22.2.2007]. Saatavilla:[http://www.kkk.fi/kkk/julkaisut/jalauseunnott/kannanotot/jasuosituksset/fi\\_FI/kannanotot\\_suosituksset\\_ohjeet/](http://www.kkk.fi/kkk/julkaisut/jalauseunnott/kannanotot/jasuosituksset/fi_FI/kannanotot_suosituksset_ohjeet/).

Kimpanpää, M. (2003). 28.10.2003. Operaatio palauttaa luottamus. [Verkkajulkaisu]. [Viitattu: 16.3.2007] Saatavissa: [http://www.talouselama.fi/docview.do?f\\_id=513372](http://www.talouselama.fi/docview.do?f_id=513372).

Kini, O., Kracaw, W. & Mian, S., 1995, Corporate takeovers, firm performance, and board composition. *Journal of Corporate Finance* 1, 383-412.

Klapper, L., Leaven, L. & Love, I., 2006, Corporate governance provisions and firm ownership: Firm-level evidence from Eastern Europe. *Journal of International Money and Finance* 25, 429 – 444.

Klein, A., 1995, An examination of board committee structures. Working paper. New York University, New York.

Komission tiedonanto neuvostolle ja Euroopan parlamentille, 2003, Lakisäätöisen tilintarkastuksen kehittäminen EU:ssa. KOM/2003/0286. *Virallinen lehti nro 236*, 02/10/2003. [Verkkajulkaisu]. [Viitattu: 16.3.2007]. Saatavissa: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0286:FI:HTML>.

Koskinen, I., Alasuutari, P. & Peltonen, T., 2005, Laadulliset menetelmät kauppatieteissä. Jyväskylä: Vastapaino.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A., 1999, Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, 471–518.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Sheileifer, A. & Vishny, R., 1998, Law and finance. *NBER Working Paper* 5661

Leppänen, O., 2004, Hyvä hallintotapa osuuskunnissa – mitä se on? [Verkojulkaisu]. [Viitattu: 22.2.2007]. Saatavissa: [http://www.pellervo.fi/p-seura/puheet/pp04\\_leppanen.doc](http://www.pellervo.fi/p-seura/puheet/pp04_leppanen.doc)

Lowengrub, P., Luedecke, T. & Melvin, M. (2004), Does Corporate Governance matter in the market response to merger announcements? Evidence from U.S. and Germany. *Financial Economics* 9, 103-135.

Mak, Y.T. & Kusnadi, Y., 2005, Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal* 13, 301–318.

Mak, Y.T. & Li, Y., 2001, “Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore”. *Journal of Corporate Finance* 7, 235–256

Marnet, O., 2007, History repeats itself: The failure of rational choice models in corporate governance. *Critical Perspectives on Accounting* 18, 191–210.

McConaughy, D., M. Walker, G., Henderson & C. Mishra., 1998, "Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value". *Review of Financial Economics* 7(1), 1-19

Mishra, C., Randøy, T., & Jenssen, J.I., 2001. The effect of founding family influence on firm value and corporate governance: A study of Norwegian firms. *Journal of International Financial Management & Accounting* 12 (3), 235-259.

OECD (2004) The OECD principles of corporate governance. OECD observes, OECD, Paris. [Verkojulkaisu]. [Viitattu: 22.2.2007] Saatavissa:

Randøy, T., Down, J. & Jenssen, J., 2003, Corporate Governance and Board Effectiveness in Maritime Firms. *Maritime Economics & Logistics* 5, 40–54.

Ozkan, N., 2006, Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *J. of Multi. Fin. Manag.*

Raheja, C., 2005, "Determinant of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40 (2).

Rosenstein, S. & Jeffrey G. W., 1990, Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 26, 175-191.

Shleifer, A. & Vishny, R., 1997, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52 (No. 2, June), 737-775.

The Conference Board, 2002, "Equity Ownership and Investment Strategies of US and International Institutional Investors," Institutional Investment Report 4.

Waleed., A. 2004, Ownership patterns and the Saudi market. *Financial Economics* 9, 161-186.

Ward, R.D., 2006, The 10 Things Every Board of Directors Must Get right. *Boardroom INSIDER* magazine.

Weisbach, M., 1988, Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics* 20, 431-460.

Yermack, D., 1996, "Higher market valuation of companies with a small board of directors". *Journal of Financial Economics* 40, 185–211.

Zingales, L., 1998, Corporate Governance. In: Newman, P. (ed) *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. London, Macmillan, 497 - 502.