SCHOOL OF BUSINESS AND MANAGEMENT
KAUPPATIETEIDEN KOULUTUSOHJELMA
LASKENTATOIMI

Ville Laitinen

Corporate governance –tekijöiden vaikutus pohjoismaisten pankkien suorituskykyyn

Pro gradu –tutkielma 2019

1. Tarkastaja: professori Pasi Syrjä
2. Tarkastaja: tutkijaopettaja Kati Pajunen

Author: Ville Laitinen

Title: The relationship between corporate governance and financial performance – Evidence from the Nordic banking sector

Year: 2019 Place: Lappeenranta

Master's thesis. Lappeenranta University of Technology,

70 pages, 4 figures, 8 tables and 2 appendices

Examiners: Professor Pasi Syrjä, Associate professor Kati Pajunen

Keywords: Corporate governance, financial performance, board structure, agency theory

The recent financial crisis and scandals such as Enron and Worldcom has raised several questions with respect to corporate governance and gave rise to new developments in accounting and reporting practices. After these failures, corporate governance has earned its place as an essential tool in the management.

The purpose of this study was to investigate whether the presence of corporate governance mechanisms positively affect bank performance i.e. ROE and ROA. The theoretical part of this study describes general information on corporate governance mechanisms and related structures. This study was conducted as a quantitative research using a linear regression analysis. The data was collected from the banks' annual reports.

Based on a sample of 28 listed Nordic banks over the period of 2012-2015, this study investigates the effect of corporate governance (namely, board structure, board and management diversity, committees, total capital ratio, board independence) on bank performance. The main findings of this study suggests that the independence of board of directors, board diversity and total capital ratio have a strong impact on the bank performance. Based on results, the percentage of women on boards and executive committees in the Nordic Banks is comparatively low.

Tekijä: Ville Laitinen

Työn nimi: Corporate governance –tekijöiden vaikutus pohjoismaalaisten pankkien suorituskykyyn

Vuosi: 2019 Paikka: Helsinki

Pro-gradu, Lappeenrannan teknillinen yliopisto, kauppatiede.

70 sivua, 4 kuviota, 8 taulukkoa ja 2 liitettä

Tarkastaja(t): Professori Pasi Syrjä & Tutkijaopettaja Kati Pajunen

Avainsanat: Corporate governance, suorituskyky, hallituksen rakenne, agenttiteoria

Finanssikriisi sekä 2000-luvun alun skandaalit, kuten Enronin ja Worldcomin konkurssit ovat heikentäneet sijoittajien luottamusta raportointi- ja tilinpäätöskäytäntöjä kohtaan. Kyseiset skandaalit osaltaan pakottivat lainsäätäjiä uudistamaan, niin tilinpäätöskäytäntöihin kuin hallinto- ja ohjausjärjestelmiin liittyviä säädöksiä. Viime vuosikymmeninä corporate governancen tärkeyttä on nostettu esille niin yritysmaailmassa kuin akateemisessa kirjallisuudessa, koska vahvalla hallinnointi- ja johtamisjärjestelmällä on nähty olevan merkittävä vaikutus yritysten menestymiseen.

Tämän tutkielman tarkoituksena oli selvittää eri corporate governancea kuvaavien muuttujien vaikutusta pohjoismaisten pankkien suorituskykyyn. Tutkielmassa suorituskykyä mitattiin oman- ja koko pääoman tuottoprosentilla (ROE ja ROA). Tutkielma on toteutettu kvantitatiivisena tutkimuksena. Tutkimuksessa oli kaiken kaikkiaan mukana yhteensä 28 pohjoismaalaista pankkia- ja luottolaitosta. Aineisto kerättiin pankkien tilinpäätöksistä vuosilta 2012-2015.

Tutkimuksen perustana on teoreettinen osuus, joka selvittää corporate governancen vaikuttavuutta yritysten suorituskykyyn sekä kuvaa corporate governanceen liittyvien teorioiden ominaispiirteitä.

Tulokset vahvistavat osittain samoja tuloksia kuin aikaisemmin tehdyt tutkimukset, joiden perusteella toimitusjohtajan ja hallituksen roolien eriyttämisellä on vaikutus yrityksen suorituskykyyn. Tutkimustulosten perusteella pohjoismaalaisten pankkien hallitusten jäsenten sukupuolijakaumalla on tilastollisesti merkittävä vaikutus oman pääoman tuottoprosenttiin. Naisten osuutta voidaan pitää kuitenkin hyvin vähäisenä pankkien hallituksissa ja johtoryhmissä.

Alkusanat

Pitkä ja työläs urakka on nyt takana. Kokopäiväisten töiden ja opiskelujen yhdistäminen yliopistouran aikana ei aina ole ollut helppoa, mutta kaikesta selvittiin. Ystäväni ja perheeni ansaitsevat erityiskiitokset kaikesta tuesta ja kannustuksesta, mitä olen matkan varrella saanut. Tätä tuen määrää ja sen tärkeyttä ei voi riittävästi korostaa, ja olette olleet korvaamattomia koko matkan ajan. Kiitoksia myös työn ohjaajille Pasi Syrjälle ja Kati Pajuselle hyvin nopeista kommenteista ja asianmukaisesta tuesta pro gradu–projektiin liittyen. Opiskeluaika oli kaiken kaikkiaan mahtavaa aikaa huolimatta kiireellisestä aikataulusta sekä työelämän ja koulun yhteensovittamisesta. Ajasta mieleeni on erityisesti jäänyt vaihto-opiskelu Varsovassa, mikä näin jälkikäteen ajateltuna on varmasti ollut yksi parhaimpia ja hyödyllisimpiä kokemuksia elämäni aikana.

Helsingissä 10.4.2019
Ville Laitinen

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO 1
1.1 Tutkimuksen taustaa....1
1.2 Tutkimusongelma, tavoitteet ja rajaukset....2
1.3 Tutkimusmetodologia ja –aineisto 4
1.4 Aikaisemmat tutkimukset....5
1.5 Teoreettinen viitekehys....10
1.6 Tutkimuksen rakenne 13
2. TUTKIMUKSEN TEOREETTISET LÄHTÖKOHDAT....15
2.1 Corporate governance....15
2.1.2 Agenttiteoria....17
2.1.3 Taloudenhoitajateoria....20
2.1.4 Sidosryhmäteoria....21
2.1.5 Hallituksen koko....22
2.1.6 Hallituksen ja johdoryhmän diversiteetti....25
2.1.7 Hallituksen itsenäisyys....26
2.1.8 Valiokunnat....30
2.1.9 Hypoteesit ja tutkimusasetelma....33
3. TUTKIMUKSEN EMPIIRINEN TOTEUTTAMINEN JA TUTKIMUSAINEISTO ..35
3.1 Tutkimusaineisto....35
3.2 Aineiston kuvailevat tunnusluvut....36
3.3 Tutkimusmenetelmät 42
4. TUTKIMUSTULOKSET JA NIIDEN ANALYSOINTI....44
4.1 Tutkimusmenetelmät 44
4.2 Corporate governance –muuttujien väliset korrelaatiot....45
4.3 Corporate governance –muuttujien vaikutus suorituskykyyn....46
5. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET....52
5.1 Corporate governancea kuvaavien muuttujien vaikutus pankkien suorituskykyyn....52
5.2 Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimusaiheet....54
LÄHDELUETTELO....56

LIITTEET

Liite 1. Tutkimuksessa mukana olleet pankit (sivu 63)
Liite 2. Tutkimusaineiston valuuttojen konvertoimiseen käytetyt arvot (sivu 64)

KUVIOT

Kuvio 1. Tutkimuksen rakenne (sivu 13)
Kuvio 2. Päämies-agentti-ongelma (sivu 18)
Kuvio 3. Eri corporate governance–mallien hierarkkiset komentoketjut (sivu 27)
Kuvio 4. Tutkimusaineiston pankkien maantieteelliset jakaumat (sivu 36)

TAULUKOT

Taulukko 1. Aikaisemmat tutkimukset: Corporate governance ja pankkien suorituskyky (sivu 6)
Taulukko 2. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys (sivu 11)
Taulukko 3. Corporate governance teoriat ja niiden ominaispiirteet (sivu 16)
Taulukko 4. Aineiston kuvailevat tunnusluvut (sivu 37)
Taulukko 5. Regressioanalyysissa käytettävät muuttujat (sivu 43)
Taulukko 6. Pearsonin korrelaatiotesti (sivu 45)
Taulukko 7. Regressioanalyysi - selitettävänä muuttujana oman pääoman tuottoprosentti (sivu 47)
Taulukko 8. Regressioanalyysi - selitettävänä muuttujana koko pääoman tuottoprosentti (sivu 50)

KAAVAT

Kaava 1. Kokonaisvakavaraisuussuhde, TCR-% (sivu 40)
Kaava 2. Oman pääoman tuottoprosentti, ROE (sivu 42)
Kaava 3. Koko pääoman tuottoprosentti, ROA (sivu 42)
Kaava 4. Lineaarinen regressiomalli 1 (sivu 45)
Kaava 5. Lineaarinen regressiomalli 2 (sivu 45)

1. JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen taustaa

2000-luvun alun skandaalit, kuten Enronin ja Worldcomin konkurssit veivät sijoittajien luottamusta sen aikaisia raportointi- ja tilinpäätöskäytäntöjä kohtaan. Kyseiset skandaalit osaltaan pakottivat lainsäätäjiä uudistamaan, niin tilinpäätöskäytäntöihin kuin hallinto- ja ohjausjärjestelmiin liittyviä säädöksiä. (Aebi, Sabato & Schmid 2012) Corporate governancen eli yhtiön hallinto- ja johtamisjärjestelmän tarkoituksena on muun muassa vähentää organisaatioissa syntyviä agenttiongelmia ja tehostaa sekä yritysohjauksen että valvonnan laatua. Yrityksen omistuksen ja johdon hajauduttua sekä yrityksen rakenteiden monimutkaistuessa omistajat haluavat varmistua siitä, että työntekijät, esimiehet ja organisaation ylin johto jakavat yhteisen tahtotilan yrityksen arvon maksimoimisesta (Fama 1980).

Finanssialalla corporate governance ja toiminnan läpinäkyvyys nähdään perinteisesti muita toimialoja tärkeämpänä asiana, koska pankit ovat avainroolissa pääomamarkkinoiden toimivuuden ja talouskasvun mahdollistajana (Menicucci & Paolucci 2016). Pankkien heikot hallinto- ja ohjausjärjestelmät voivat avata yrityksen johdolle ja muulle henkilöstölle mahdollisuuden ottaa ylisuuria riskejä maksimoidessaan omia intressejään muiden kustannuksella. Näin ollen epäluottamus markkinoilla pankkeja kohtaan ja niiden kyky vastata omista velvoitteistaan voi luoda ainekset suurillekin järjestelmäriskille. Vuoden 2008 finanssikriisi ja muutokset pääomamarkkinoilla ovat edesauttaneet kansainvälisesti listayhtiöiden hallinnointikoodin kehittämistä. (Peni & Vähämaa, 2011) Hyvin toimivan hallinto- ja ohjausjärjestelmän on perinteisesti nähty luovan sijoittajille turvaa ja läpinäkyvyyttä, mutta onko näillä omistaja-arvon maksimoinnin kannalta merkitystä vai toimivatko ne osittain rasitteena yritystoiminnalle ja sen kannattavuudelle?

1.2 Tutkimusongelma, tavoitteet ja rajaukset

Tutkimus käsittelee corporate governance -tekijöiden vaikutusta pohjoismaisten pankkien suorituskykyyn. Aihe on finanssikriisin jälkeen hyvin ajankohtainen, koska pankkitoiminta on yksi säännellyimmistä ja suurinta luottamusta vaativista liiketoiminnoista, jota arvioidaan vuosittain useiden luottamusmittareiden avulla eri sidosryhmien näkökulmasta. Tämän pro gradu -tutkielman tavoitteena on selittää corporate governance -tekijöiden vaikutusta yritysten menestymiseen finanssi- ja pankkisektorilla.

Tutkimus rajataan koskemaan kaikkia pörssilistattuja pohjoismaisia (Suomi, Ruotsi, Norja ja Tanska) pankkeja vuosilta 2012-2015. Markkina-alueina pohjoismaat ovat melko yhteneväisiä lainsäädännön, yritystoiminnan luonteen sekä muiden toimintatapojen suhteen, joten maantieteellinen rajaus nähdään toimivana tämän tutkielman näkökulmasta (Lekvall, 2014). Vaikka listayhtiöiden hallinnointikoodit Pohjoismaissa ovat pääpiirteittäin saman sisältöisiä, on niissä tiettyjä maakohtaisia eroavaisuuksia. Suomessa sovellettavat corporate governance–ohjeistukset ovat kehittyneet niin EU-lainsäädännön kuin parhaiden käytäntöjen mukaisesti. (Lekvall, 2014)

Tutkimus pyrkii lisäämään ymmärrystä corporate governancen ja omistajuuden vaikutuksista yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn sekä teoria- että empiriaosuuden pohjalta. Aihealuetta ei ole tutkittu pohjoismaisessa kontekstissa tässä laajuudessa, vaan aikaisemmat tutkimukset corporate governancen ja yrityksen menestyksen välisestä yhteydestä perustuu lähinnä anglosaksisiin maihin (esimerkiksi Aebi, Sabato & Schmid, 2012, Bampei & Mamatzakis ja Adams & Mehran, 2012).

Corporate governancen vaikuttavuudella on todettu olevan myös huomattavasti eroja eri markkinapaikkojen ja ympäristöjen välillä. Weimerin & Papen (1999) sekä Roen (2004) mukaan eri corporate governance viitekehykset ovat tyypillisesti jaoteltu Anglosaksisen, Saksan, Latinalaisen ja Japanin markkinoiden erityispiirteiden mukaisesti. Sijoittajien preferenssit luottamusta lisäävien

mekanismien välillä eroavat huomattavasti edellä mainituilla markkinoilla, millä on suora vaikutus vahvan corporate governance rakenteen syntymiseen. Lisäksi suurin osa akateemisista tutkimuksista painottuu finanssikriisin ajalle vuosille 2007-2009, jonka jälkeen keskustelu hyvän hallinto- ja ohjausjärjestelmästä tärkeydestä organisaatiolle on ollut paljon esillä. Aikaisemman tutkimuksen rajoittuminen finanssikriisin ajankohtaan toimi myös yhtenä ajurina tarkastella corporate governancen vaikuttavuutta ajankohtaisemmalla tutkimusaineistolla.

Tutkimuksessa corporate governancen vaikuttavuutta pankkien kannattavuuteen tarkastellaan päätutkimusongelman kautta, jota tukemaan on nostettu kaksi alatutkimusongelmaa. Tutkimusongelma on lisäksi pilkottu erillisiin pää- ja alatutkimuskysymyksiin tukemaan tämän tutkimuksen tavoitetta. Tutkimuksen päätukimuskysymys on:

”Mitkä corporate governance –tekijät vaikuttavat pankkien suorituskykyyn?”

Alatutkimuskysymykset tukevat päätutkimusongelmaa ja niiden avulla pyritään saamaan vastaus tutkielman päätutkimuskysymykseen. Tutkimuksen alatutkimusongelmat ovat:

”Mitkä corporate governance –tekijät ovat merkityksellisiä pankkien menestymisen kannalta?”

”Miten pohjoismaalaiset pankit noudattavat corporate governance-ohjeistusta?”

Osakeomistuksia koskevan tiedon rajallisuudesta johtuen tämä tutkimus ei käsittele johdon tai hallituksen osakeomistusten vaikutusta yritysten menestykseen kuten monet aikaisemmat yhdysvaltalaiset tutkimukset (esimerkiksi Griffith, Fogelberg & Weeks, 2002 sekä Bampei & Mamatzakis, 2015) Pohjoismaalaisten yritysten johtoryhmän ja hallituksen jäsenten osakeomistukset ovat myöskin tyypillisesti huomattavasti pienempiä kuin pohjois-amerikkalaisten yritysten ja osakaspohja on huomattavasti hajaantuneempaa.

1.3 Tutkimusmetodologia ja –aineisto

Tutkielman toteuttamistapa on kvantitatiivinen eli määrällinen tutkimus. Tutkimuksen alussa käsitellään kokonaisvaltaisesti aihealueeseen liittyviä keskeisiä tieteellisiä artikkeleita ja niiden tutkimustuloksia. Teoriaosuuden tarkoituksena on saada lukijalle kattava kuva käsiteltävästä aiheesta, jonka pohjalta lukijan on helpompi syventyä tutkimuksen empiriaosuuteen sekä tutkimuksen tuloksiin ja niiden analysointiin.

Tutkielman havainnot on kerätty Helsingin (NASDAQ OMX Helsinki), Tukholman (NASDAQ OMX Stockholm), Oslon (Oslo Børs) ja Kööpenhaminan (NASDAQ OMX Copehangen) pörsseistä. Tutkielmaan kerätty aineisto on vuosilta 2012-2015, ja se kattaa ne pohjoismaalaiset yhtiöt, jotka selkeästi toimivat pankkeina- ja luottolaitoksina. Datan keräämisessä ja yhtiöiden rajaamisessa on käytetty NASDAQ:in toimialakoodia (ICB Code: 8300). NASDAQ:in toimialakoodia hyödynnettiin, jotta saatiin rajattua aineistosta ne yhtiöt, joiden toiminta on pääsääntöisesti vakuutustoimintaa tai muuta finanssialaan liittyvää. Tutkimusaineistoon on valittu neljältä eri markkinapaikalta yhtiöt, joiden osakkeet ovat olleet julkisen kaupankäynnin kohteena koko tutkimusaikavälin ajan. Näin ollen vertailukelpoiseksi havaintojoukoksi muodostuu 28 yritystä ja 112 yritysvuotta. Tutkielmassa haluttiin keskittyä aikaan finanssikriisin jälkeen ja corporate govenrancea –kuvaavat muuttujat pysyvät melko vakiona yli ajan, jolloin käytetty tutkimusaikaväli (2012-2015) on riittävä kuvaamaan muuttujien vaikuttavuutta (Griffith, Fogelberg & Weeks (2002).

Pörssiyhtiöiden corporate governancea koskevat muuttujat on kerätty yhtiöiden Internet–sivustoilta saatavista tiedoista, vuosikertomuksista ja muista julkisesti saatavilla olevista tietolähteistä. Pohjoismaalaisista yhtiöistä ei tutkimuksen tekohetkellä ollut saatavilla valmista tietopankkia kuten esimerkiksi amerikkalaisista yhtiöistä. Tutkielmassa pankkien corporate governancea arvioidaan eri valiokuntien olemassaololla, johdon sekä hallituksen diversiteetillä, hallituksen itsenäisyydellä ja muilla yrityskohtaisilla muuttujilla. Aikaisemmissa tutkimuskirjallisuudessa vastaavia muuttujia corporate governancen kuvaamiseen ovat käyttäneet muun muassa Choi

& Hasan 2005, Aebi, Sabato & Schmid 2012 ja Adams & Mehran 2012. Aineiston kuvailun yhteydessä on arvioitu myös tutkimusaineiston kattavuutta maantieteellisten tekijöiden perusteella. Taloudellisen suorituskyvyn mittareina tutkimuksessa käytetään oman pääoman tuottoa (ROE) sekä koko pääoman tuottoprosenttia (ROA). Tutkimuksessa lähestymistapa on kvantitatiivinen ja tässä tutkitaan usean selittävän muuttujan vaikutusta selitettävään muuttujaan regressioanalyysin avulla. Lisäksi tutkimuksen tavoitteena on analysoida aineistoa ja sen corporate governancea kuvaavia tilastollisia tunnuslukuja sekä muuttujien välisiä korrelaatioita regressioanalyysin taustaoletusten vahvistamiseksi.

1.4 Aikaisemmat tutkimukset

Viime vuosikymmeninä corporate governancesta on tullut kansainvälisesti merkittävä tutkimuskohde ja hyvän hallinto- ja johtamisjärjestelmän tärkeys osana yritysten menestystä on tunnistettu. Corporate governancesta löytyy akateemista tutkimusta erilaisista näkökulmista. Tässä kappaleessa käydään läpi keskeisiä tutkimustuloksia pankkien corporate governancen ja suorituskyvyn yhteydestä viime vuosikymmenien ajalta tämän tutkimuksen näkökulmasta. Aikaisempien corporate governanceen liittyvien tutkielmien fokuksena on ollut erityisesti pankkisektoriin liittyvät tutkimukset. Taulukkoon 1 on listattu pankkien corporate governancea käsitteleviä aikaisempia tutkimuksia ja niiden tuloksia tiivistetyssä muodossa.

Taulukko 1. Aikaisemmat tutkimukset: Corporate Governance ja pankkien suorituskyky

TUTKIJAT	VUOSI	MAA(T)	PANKKIEN LKM	MUUTTUJAT	KESKEISET TUTKIMUSTULOKSET
Aebi, Sabato, Schmid	2012	Yhdysvallat 2005-2009	372 / 85	Corporate governancen ja riskienhallinta fuktion vaikutusta pankin suorituskykyyn finanssikriisin aikana.	Riskienhallinta johtajan raportointilinjalla yhteys tuloksellisuuteen. Hallituksen jäsenten määrällä positiivinen yhteys suorituskykyyn.
Bampei & Mamatzakis	2015	Yhdysvallat 2000-2012	23	Johdon ja hallituksen osakeomistus, pankin koko, pankin velkaantuneisuus, hallituksen rakenne	Johdon osakeomistus vähentää pankkien agenttikustannuksia. Pankin hallituksen koon tulee olla maksimissaan 10 henkilöä. Pankin riskienhallinnan tasoa mitattiin vakavaraisuudella, jolla negatiivinen yhteys kannattavuuteen.
Adams & Mehran	2012	Yhdysvallat 1986-1999	35	Hallituksen rakenne, koko ja yrityskauppa aktiviteetti	Pankkien hallituksen koolla positiivinen yhteys niiden kannattavuuteen
Griffith, Fogelberg & Weeks	2002	Yhdysvallat 1995-1999	100	Toimitusjohtajan osakeomistus ja dualismi	Toimitusjohtajan osakeomistuksella positiivinen vaikutus pankin kannattavuuteen tiettyyn pisteeseen asti.
Choi & Hasan	2005	Korea 1998-2005	25	Pankin koko, ulkomaalainen omistuspohja ja johtoryhmän diversititeetti	Ulkomaalaisten johtajien määrällä merkitystä kannattavuuteen. Ulkomaalaisella osakeomistuksella ja kannattavuudella positiivinen yhteys. Pankin koko (korkokate) ei vaikuta kannattavuuteen.
Delfino (2007)	2007	Argentiina 1993-2000	170	Pankin tuloksenteko kyvyn muutokset yrityksen omistuksen vaihtuessa.	Kotimaiset pankkien yrityskaupat ja fuusiot eivät olleet strategisesti onnistuneita.
Tu, Loi, & Yen	2015	Kaakkois-Aasia 2009-2013	70	Pankin hallituksen ja johtoryhmän sukupuolijakauma	Johtoryhmän sukupuolijakaumalla positiivinen yhteys suorituskykyyn. Hallituksen sukupuolijakaumalla neutraali tai ei tilastollisesti merkitsevää yhteyttä pankin suorituskykyyn. Suuret pankit (taseen loppusumma) kannattavampia kuin kooltaan pienemmät.

Aebi, Sabato ja Schmid (2012) tutkivat corporate governancen ja pankkien suorituskyvyn yhteyttä Yhdysvalloissa ennen finanssikriisiä ja sen aikana. Tutkimusongelmaa lähestyttiin erityisesti riippumattoman riskienhallintayksikön näkökulmasta. Pankkien heikot kontrollit ja ylisuuri riskinottohalukkuus nähtiin yhtenä laukaisevana tekijänä finanssikriisin taustalla. Aebi et alin (2012) tutkimuksessa käsitellään riskienhallintayksiköiden toimivuutta pankkien raportointivastuiden perusteella. Corporate governancen kuvaavia muuttujia olivat hallituksen koko ja yrityksen omistuspohja. Tutkimustulosten perusteella parhaiten pärjäsivät ne pankit, joissa riskienhallintajohtaja raportoi suoraan hallitukselle toimitusjohtajan sijaan. Tulokset osoittivat raportointivastuiden tärkeyden, jolloin riskienhallinnasta vastaavan johtajan ja toimitusjohtajan välille ei synny intressiristiriitoja ja riskienhallinnalla on täysin riippumaton rooli organisaatiossa.

Erotetun raportointivastuun kautta yrityksen riskienhallinta on tehokkaampaa ja lähtökohtaisesti se tukee myös paremmin yrityksen tavoitteita. Aebi et al. (2012) mukaan pankin suorituskykyyn ei myöskään vaikuttaneet johdon omistus tai hallituksen erilaiset kokoonpanot.

Adams ja Mehran (2012) löysivät samansuuntaisia tuloksia tutkiessaan hallituksen koon vaikutusta pankkien suorituskykyyn. Adamsin ja Mehranin tutkimusaineisto käsitti 35 eri pankkia vuosilta 1986-1999. Tutkimuksen mukaan pankkitoimialalle on tyypillistä liiketoiminnan monimutkaisuus, jolloin on perusteltua, että hallituksen kokoonpano on laajempi kuin muilla toimialoilla. Pankkitoiminnan monimutkaisuudella tarkoitettiin tutkimuksessa yrityksen kokoa, liiketoiminnan jakautumista eri maantieteellisille alueille ja sääntelyn monimutkaisuutta. Myös Coles, Daniel ja Naveen (2008) sekä Graham, Hazarika ja Narasimhan (2008) ovat löytäneet tutkimuksissaan vastaavia tuloksia kuin Adams ja Mehran (2012).

Adamsin ja Mehranin (2012) tutkimuksessa selvitettiin myös yrityskauppojen ja fuusioiden jälkeisiä tilanteita, jossa hallitukseen nimitettiin väliaikaisesti henkilöitä tuomaan yrityskauppoihin liittyvää strategista osaamista. Näiden henkilöiden tuomalla lisäarvolla ei tulosten perusteella ollut vaikutusta pankkien suorituskykyyn ja tulokset indikoivat sitä, että uudet hallituksen jäsenet sekä muut vastaavat johtajat lähinnä monimutkaistivat hallituksen jäsenten välisiä rooleja sekä hidastivat strategisten toimenpiteiden implementointia.

Corporate governancen ja pankin suorituskyvyn yhteydestä on tehty Yhdysvalloissa toinenkin tutkimus eroavin tuloksin. Bampei ja Mamatzakis (2015) tutkivat 23 investointipankin menestystekijöitä vuosina 2000-2012. Tutkimustulokset erosivat huomattavasti Aebi et al. (2012) esittämistä tuloksista. Eroavaisuudet tutkimustuloksissa selittyvät osakseen pankkien liiketoimintojen eroavaisuuksilla. Bampein ja Mamatzakisin (2015) tutkimustulosten perusteella parhaiten menestyivät ne investointipankit, joissa sekä johtoryhmään että hallitukseen kuuluvat jäsenet toimivat samalla myös yhtiöiden osakkeenomistajina. Tutkimustulosten perusteella etenkin osake- tai optiopohjaisella palkitsemisjärjestelmällä nähtiin olevan selkeä vaikutus pankin suorituskykyyn,

jolloin toimiva johto sekä omistajat jakoivat yhteisen tahtotilan yrityksen arvon maksimoimisesta. Investointipankkien suorituskyvyn nähtiin myös heikkenevän, mitä enemmän jäseniä hallituksessa oli. Aebi et. al (2012) havainto hallituksen jäsenten osakeomistuksesta poikkeaa todennäköisesti pohjoismaisesta vastaavasta, koska pohjoismaissa yhtiön suurimmat osakeomistajat painottuvat enemmän institutionaalisiin omistajiin.

Bampein ja Mamatzakiksen (2015) mukaan optimaalinen hallitusjäsenten lukumäärä on alle kymmenen, jonka ylittäminen ei ole tarkoituksenmukaista agenttikustannuksien lisääntyessä. Tästä suurempi hallitusjäsenten lukumäärä indikoi hallitustoiminnan tehottomuudesta ja päätöksenteon hitaudesta, jolla nähdään olevan tutkimuksen tulosten mukaan tilastollisesti negatiivinen yhteys pankkien operatiiviseen tulokseen. Pankin vakavaraisuusasteella voidaan mitata pankin riskienhallinnan tasoa ja riskinottohalukkuutta. Tutkimustulosten perusteella yhdysvaltalaisten investointipankkien alhaisella vakavaraisuusasteella ja operatiivisella tuloksella oli positiivinen yhteys. Bampei ja Mamatzakis (2015) kuitenkin huomioivat, että alhaisen vakavaraisuuden ja liiketoiminnan kannattavuuden välinen positiivinen tilastollisesti merkittävä yhteys on investointipankeille ominaista ja tutkimustulokset voivat erota merkittävästi muilla perinteisimmillä finanssisektorin toimialoilla.

Choi ja Hasan (2005) tutkivat omistajuuden ja corporate governancen vaikutuksia pankkien menestykseen vuosina 1998-2005 Koreassa. Tutkimuksessa johtoryhmän diversititeettiä arvioitiin henkilöiden asuin maan perusteella, eli olivatko johtoryhmän jäsenet kotoisin Koreasta vai eivät. Choin ja Hasanin (2005) tutkimustulosten perusteella ne pankit pärjäsivät tilastollisesti parhaiten, missä oli maksimissaan yksi ulkomaalainen johtaja osana johtoryhmää. Muista aikaisemmista tutkimuksesta poiketen yrityksen kokoa mitattiin sen korkokatteella eikä taseen loppusummalla. Yrityksen koolla ei tulosten perusteella ollut vaikutusta sen oman pääoman tuottoprosenttiin. Omistusrakenteen ja pankin menestyksen välistä suhdetta arvioitiin ulkomaalaisten pien- ja institutionaalisten sijoittajien omistusosuuksilla. Tutkimustulosten mukaan parhaiten pärjäsivät ne pankit, joissa oli suurempi ulkomaalainen omistuspohja. Tutkimustulos ei ole mitenkään yllättävä,

vaan indikoi sitä, että tyypillisesti ulkomaalaiset sijoittajat ovat suuria institutionaalisia sijoittajia, jotka tekevät keskimäärin parempia sijoituspäätöksiä kuin korealaiset piensijoittajat. Toisaalta ulkomaalaiset vahvat instituutionaaliset omistajat ovat tyypillisesti myös aktiivisempia ja enemmän halukkaita vaikuttaa yhtiön kehityssuuntiin.

Delfino (2007) tutki omistusrakenteessa tapahtuvien muutosten vaikutuksia Argentiinalaisten pankkien suorituskykyyn vuosina 1993-2000. Muutokset pankkien omistusrakenteissa tapahtuivat pääsääntöisesti erilaisten yritysjärjestely tai muutostilanteiden kautta. Pankeissa tapahtuneet omistajamuutokset tapahtuivat pääsääntöisesti yksityistämisen, ulkomaalaisten yrityskauppojen tai fuusioiden myötä. Tulosten perusteella valtio-omisteiset pankit pärjäsivät huonommin kuin yksityiset pankit, minkä syynä nähtiin olevat julkisen puolen tehottomuus. Toisaalta yksityistämistä seuranneet leikkaukset ja muut tehostamistoimet toivat pankeille keskimäärin vain väliaikaisia tulosparannuksia. Tilastollisesti merkittäviä tulosparannuksia saatiin tilanteessa, joissa ulkomaalainen pankki osti argentiinalaisen pankin ja päinvastoin kotimaisten pankkien välisessä yritysosto tai fuusiotilanteessa hankitun pankin tulos heikkeni merkittävästi. Eroavaisuudet ennen ja jälkeen yrityskauppatilanteiden johtuivat tutkimustulosten perusteella ostajayrityksen kyvystä tehdä tarvittavia strategisia uudistuksia ja hyödyntää mittakaavaetuja yritysoston jälkeen.

Tu, Loi ja Yen (2015) tutkivat hallituksen diversiteetin vaikutusta pankin suorituskykyyn puolestaan Kaakkois-Aasiassa (Vietnam, Indonesia, Thaimaa ja Malesia). Tutkimukseen oli valittu Kaakkois-Aasian 70 suurinta pankkia vuosilta 2009-2013. Tutkimushavaintojen perusteella pankkien johtoryhmän jäsenistä 21,8 prosenttia olivat naisia ja vastaavasti hallituksen jäsenistä naisia olivat vain 12,8 prosenttia. Kuvailevien tunnuslukujen perusteella naisten asema ylimmässä johdossa ei ole yhtä vakiintunutta Kaakkois-Aasiassa kuin länsimaissa. Alhaista naisten määrää ylimmässä johdossa selittää se, että finanssitoimiala on hyvin konservatiivinen ja miesvaltainen johtoryhmien osalta. Tutkimustulosten perusteella kuitenkin naisten lukumäärällä etenkin johtoryhmissä oli tilastollisesti merkittävä positiivinen yhteys pankin suorituskykyyn. Tu et al. (2015) tulosten perusteella

naiset tuovat pankkien johtoryhmiin lisäarvoa ja monipuolista osaamista, joka auttaa yritystä menestymään paremmin verrattuna tilanteeseen, jossa johtoryhmän ja hallituksen jäsenet ovat pelkästään miehiä.

Griffit, Folgeberg ja Weeks (2002) tutkivat toimitusjohtajan osakeomistuksen vaikutusta pankin suorituskykyyn vuosina 1995-1999 Yhdysvalloissa. Tutkimustulosten mukaan toimitusjohtajan osakeomistuksella oli positiivinen vaikutus pankin suorituskykyyn. Kuitenkaan yhteys toimitusjohtajan osakeomistuksen ja suorituskyvyn perusteella ei ollut täysin lineaarinen, vaan tulosten perusteella sillä oli positiivinen vaikutus niin kauan kuin omistusosuus ei noussut yli 12 prosenttiin koko yhtiön osakekannasta tai äänimäärästä. Toisaalta johdon osakeomistuksen noustessa yli 2/3 osaan koko yhtiön osakekannasta nähtiin olevan positiivinen vaikutus kannattavuuteen.

Griffit et. al (2002) tutkivat myös johdon dualismia, eli tilannetta, jossa toimitusjohtajalla on kaksinainen rooli yhtiön operatiivisena johtajana ja samaan aikaan hallituksen puheenjohtajana. Tutkijoiden hypoteesi perustui siihen, että toimitusjohtajan paikka myös hallituksen puheenjohtajana lisäisi hänen valtaansa tehdä tärkeitä päätöksiä oikeanaikaisesti. Tutkimustulosten perusteella toimitusjohtajan kaksinaisella roolilla ei kuitenkaan ollut vaikutusta yrityksen kannattavuuteen.

1.5 Teoreettinen viitekehys

Teoreettinen viitekehys muodostaa perustan tutkimukselle. Sen tarkoituksena on kytkeytyä itse tutkimusongelmaan, jolloin teoria ja empiria muodostavat loogisen jatkumon (Eskola & Suoranta 2000, 80). Tutkimuksessa käytettävät corporate governance -mekanismeja kuvaavat muuttujat ja niiden vaikutukset pankkien kannattavuuteen ovat havainnollistettu taulukossa 2.

Taulukko 2. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys

Tutkijat	Corporate governancea kuvaava muuttuja	Suorituskyvyn mittari
Ntim (2013); Rose (2017)	Pankkien hallituksen ja johtoryhmän diversiteetillä on suorituskykyyn positiivinen vaikutus	ROE & ROA
Coles, Daniel & Naveen (2008); Adams & Mehran (2012)	Pankkien hallituksen koon ja suorituskyvyn välillä on positiivinen yhteys	ROE & ROA
Wild (1996); Lang & Weir (1990;2000)	Pankkeihin perustettujen valiokuntien ja suorituskyvyn välillä on positiivinen yhteys	ROE & ROA
Aebi, Sabato & Schmid (2012)	Pankkien kokonaisvakavaraisuussuhteella ja suorituskyvyllä on positiivinen yhteys	ROE & ROA
Pellegrini & Sironi (2013); Royer (2013)	Pankkien toimitusjohtajan ja hallituksen roolien eriyttämisellä on positiivinen yhteys suorituskykyyn	ROE & ROA

Tutkimuksessa tarkasteltiin corporate governancea kuvaavien muuttujien eli hallituksen koon ja diversiteetin, johtoryhmän diversiteetin, valiokuntien, toimitusjohtajan roolin eriyttämisen vaikutusta pankkien suorituskykyyn. Tutkimuksessa on käytetty myös yhtenä corporate governancea kuvaavana muuttujana kokonaisvakavaraisuussuhdetta (total capital ratio, TCR). Kokonaisvakavaraisuussuhteella arvioidaan pankin vakavaraisuusasemaa ja riskinottohalukkuutta yhtenä hallintotavan elementtinä.

Corporate governancen tasoa kuvaavat muuttujat ovat valittu pro gradu–tutkielmaan aikaisemman kirjallisuuden perusteella ja ne kuvastavat corporate governancen resurssiperusteista näkökulmaa. Esimerkiksi valiokuntien olemassaololla ja vakavaraisuuden tasolla voidaan mitata yrityksen sisäistä valvontaa ja kontrollimekanismeja, hallituksen- ja johtoryhmän diversiteetillä osaamisen monimuotoisuutta, hallituksen koolla voidaan mitata jäsenten osaamisen monimuotoisuutta, toimivan johdon valvontaa ja toisaalta myös päätöksenteon nopeutta.

Seuraavaksi esitellään tutkielman näkökulmasta keskeisimpiä käsitteitä, joita ovat corporate governance, suorituskyky sekä diversititeetti. Käsitteiden määrittely nähdään tutkielman näkökulmasta olennaisena, jotta lukijan on mahdollista syventyä aiheeseen tarkemmin.

Corporate governance

Corporate governancella ei ole yksiselitteistä määritelmää ja sitä saatetaan käyttää hyvinkin vapaasti erilaisissa asiayhteyksissä. Yleisesti sillä kuitenkin tarkoitetaan organisaation hallinnointi ja ohjausjärjestelmää, jonka tavoitteen on määritellä selkeästi yritysjohdon eli hallituksen ja palkkajohtajien roolit ja velvollisuudet suhteessa osakkeenomistajiin (Corporate governance Finland, 2017). Scheiferin ja Vishnyn (1997) rahoitusteoriaan pohjautuvan määritelmän mukaan corporate governancen tehtävänä on varmentaa yrityksen toimintoja sekä varmistaa, että osakkeenomistajat saavat palkkion heidän kantamasta omistamiseen liittyvästä riskistä.

Suorituskyky

Suorituskyvyllä tarkoitetaan mittaria, jonka avulla pystytään arvioida yrityksen toiminnan tehokkuutta ja tarkoituksenmukaisuutta. Tutkimuksessa käytetyt mittarit kuten oman pääoman tuottoprosentti ja koko pääoman tuottoprosentti ovat alan kirjallisuuden perusteella keskeisimpiä mittareita hallintojärjestelmien tehokkuuden arvioimiseen.

Diversititeetti

Diversititeetillä tarkoitetaan jonkin asian moninaisuutta tai monimuotoisuutta. Van der Waltin ja Ingleyn (2003) mukaan hallituksen jäsenten diversititeetillä voidaan tarkoittaa sukupuoleen, ikään, uskontoon, koulutukseen tai substanssiosaamiseen liittyviä asioita. Tutkimuksessa keskitytään diversifiteetin osalta ainoastaan hallituksen ja johtoryhmän jäsenten sukupuoleen.

1.6 Tutkimuksen rakenne

Pro gradu -tutkielman rakenne koostuu teoria- ja empiriaosuudesta. Tutkielman runko rakentuu viidestä eri pääluvusta ja päälukuja syventävistä alaluvuista. Alalukujen tarkoituksena on tarkastella käsiteltävää aihetta syvällisemmin, joka edesauttaa lukijaa saamaan kokonaisvaltaisemman näkemyksen tutkimuksessa käsiteltävästä aiheesta. Tutkimuksen rakennetta on havainnollistettu tarkemmin alla olevassa kuviossa 1.

Kuvio 1. Tutkimuksen rakenne

Ensimmäisen pääluvun tarkoituksena on saada lukijalle yleinen käsitys tutkimuksen aihepiiristä ja siinä käsiteltävistä teemoista. Ensimmäisessä pääluvussa tarkastellaan myös merkittävimpiä aikaisempia tutkimuksista sekä niiden tuloksista.

Tutkimuksen toinen pääluku käsittelee tutkimuksen taustalla olevaa teoreettista viitekehystä. Toisen pääluvun tarkoituksena on antaa lukijalle kokonaisvaltainen käsitys corporate governancesta ja siihen liittyvistä vaihtoehtoisista teorioista. Corporate governancen ja sen alakäsitteiden pohjalta luodaan yleinen malli, jonka avulla pankkien hallintojärjestelmien yleistä tilaa voidaan mitata. Kolmannessa pääluvussa keskitytään puolestaan tutkimusaineiston tarkasteluun ja analysointiin sekä käydään läpi tarkemmin tutkimusmetodologiaa.

Neljäs pääluku muodostaa tutkimuksen empiriaosuuden. Tämän pääluvun tarkoituksena on saada vastauksia tutkimuksessa esitettyihin tutkimuskysymyksiin ja verrata niiden tuloksia aikaisempiin tutkimustuloksiin. Neljäs pääluku sisältää aineiston kuvailun, tilastolliset testit ja näiden tulokset. Viidennessä luvussa puolestaan muodostetaan tutkimushavaintojen pohjalta yhteenvetoa ja tehdään tarvittavat johtopäätökset. Sen tarkoituksena on esittää mahdollisimman kokoava yhteenveto tutkimuksesta. Viimeisessä pääluvussa keskitytään myös tutkielman

tuloksiin ja niiden taustalla oleviin syihin sekä vahvistetaan tutkimuksen tavoitteiden onnistuminen suhteessa esitettyihin tutkimusongelmiin. Viimeisessä pääluvussa käsitellään myös mahdollisia jatkotutkimusaiheita sekä muita ajatuksia corporate governancen vaikuttavuudesta pankkisektorilla.

2. TUTKIMUKSEN TEOREETTISET LÄHTÖKOHDAT

2.1 Corporate governance

Viime vuosikymmeninä corporate governancen tärkeyttä on nostettu esille niin yritysmaailmassa kuin akateemisessa kirjallisuudessa, koska vahvalla hallinnointi- ja johtamisjärjestelmällä on nähty olevan merkittävä vaikutus yritysten menestymiseen. (Paniagua, Rivelles & Sapena, 2018) Corporate governance on ollut ajankohtainen aihealue johtuen etenkin finanssikriisistä ja siitä seuranneesta regulaatioiden uudelleen määrittelystä. Lisäksi myös sijoittajat ovat vaatineet uudistuksia yritysten hallinnointi- ja johtamisjärjestelmille sijoittajan suojan parantamiseksi. Corporate governancen tarkoituksena on varmistaa, että yritystä johdetaan läpinäkyvästi sekä hyvän hallintotavan mukaisesti. Näiden tarkoituksena on varmistaa, että osakkeenomistajat ja muut yritystä rahoittaneet tahot saavat reilun palkkion kantamastaan riskistä (Valdez, Hernandez & Jiménez, 2017)

Thomsenin (2004) mukaan corporate governancen tarkoituksena on määrittää yrityksille viitekehys, joka tukee yritystä sen tavoiteasetannassa huomioiden eri sidosryhmien vastuut ja velvollisuudet. Corporate govenrancen määrittelemiä sidosryhmiä ovat yrityksen johto, osakkeenomistajat, hallitus, asiakkaat ja työntekijät. Freemanin (1999) mukaan yritykset, jotka toimivat hyvän hallintotavan mukaisesti voivat ainoastaan pärjätä pitkällä aikavälillä ja samalla tuottaa lisäarvoa osakkeenomistajille ja muille sidosryhmille. Hyvä hallintotapa on tänä päivänä monelle yritykselle ehdoton kilpailuetu. Hyvä hallinto tavan avulla yritys pystyy varmistamaan, että sen eri toiminnot on selkeästi järjestetty ja yritys toimii kilpailukykyisesti muuttuvilla markkinoilla.

Suomessa arvopaperimarkkinayhdistys ylläpitää ja pörssiyhtiöitä koskevaa hallinnointikoodia. Hallinnointikoodi sisältää suosituksia johtamisprosessia ja raportointia kuvaavia suosituksia. Pörssiyhtiöitä koskevat periaatteet ovat laadittu noudatettavaksi Comply or Explain-periaatteen mukaisesti siten, että yhtiön tulee noudattaa kaikkia periaatteita, mutta yksittäisistä periaatteista on mahdollista poiketa perustelluin syin. Näitä perusteltuja syitä voivat olla esimerkiksi yhtiön

toimialaan, omistusrakenteeseen tai muut vastaavat erityispiirteet. Selvityksen tulee kuitenkin olla kattava, ymmärrettävä ja selkeästi viestittävissä osakkeenomistajille. Osa suosituksista kuitenkin liittyy lainsäädäntöön tai muuhun vastaavaan pörssiyhtiöitä koskevaan sääntelyyn, jolloin näistä ei ole mahdollista poiketa pakottavan sääntelyn vuoksi. (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2018)

Taulukkoon 3 on listattu corporate governancea taustoittavat teoriat ja niiden ominaispiireet (mukaillen L'Hullier, 2014). Corporate governancea taustoittavia teorioita ja niiden erityispiirteitä kuvaillaan tarkemmin seuraavassa kolmessa alaluvussa.

Taulukko 3. Corporate governance teoriat ja niiden ominaispiirteet. (Mukaillen L'Hullier 2014)

Corporate governance -teoriat	Agenttiteoria	Taloudenhoitajateoria	Sidosryhmäteoria
Teoreettinen tausta	Taloustiede ja rahoitus	Psykologia ja sosiologia	Johtamisteoriat, politiikan tutkimus, oikeudellinen tutkimus
Intressit	Yrityksen omistajilla ja palkatulla johdolla ovan omat intressit	Omistajien ja toimivan johdon intressit kohtaavat	Yrityksellä ja sen sidosryhmillä on eri intressit
Teorian perusolettamus	Yrityksen päämiehen ja agentin välillä informaatiokuilu. Organisaatiot tarvitsevat riittävät valvontamenetelmät ja kontrollit ettei yrityksen johto toimi omien intressien mukaisesti.	Optimistisempi näkökulma johdon intresseistä. Johtajien ja yrityksen johdon intressit yhteneväisiä. Organisaatioihin tarvitaan sellaisia rakenteita, jotka tukevat molempien osapuolien yhteisiä tavotteita.	Hallitus työskentelee yritysten tavotteiden mukaisesti ottaen huomioon myös muut yrityksen sidosryhmät. Yrityksen ja sen sidosryhmien intressit voivat erota toisistaan ja pyritään löytämään kaikkia osapuolia tyydyttävä ratkaisu.
Hallituksen jäsenten roolit	Hallitus toimii omistajien edustajina. Hallituksen tavoite on valvoa toimivaa johtoa ja varmistaa että osakkeenomistajien intressit toteutuvat	Hallituksen jäsenet ovat asiantuntijoita, ketkä tuovat osaamista ja lisäarvoa yritykseen. Toimivat yrityksen johdon strategisena partnerina.	Hallituksen tehtävänä on toimia linkkinä yrityksen sidosryhmien välillä ja varmistaa eri sidosryhmien intressien toteutuminen parhaalla mahdollisella tavalla.
Corporate governancen tehtävä	Corporate governancen tehtävänä on valvoa ja ohjata toimivaa johtoa.	Mahdollistaa rakenteet joiden avulla johtajat pystyvät toimimaan parhaalla mahdollisella tavalla omistajien, itsensä ja yrityksen kokonaisedun kannalta.	Corporate governancen tehtävänä on toimia organisaation ja sen sidosryhmien välisenä linkkinä.
Corporate governancen kognitiivinen merkitys organisaatiolle	Valvonta ja kontrolli	Valta ja auktoriteettisuhteet	Hyvä veli -verkostot

2.1.2 Agenttiteoria

Jensen ja Mecklin esittelivät vuonna 1976 ilmestyneessä artikkelissaan agentti teorian (Agent Theory), joka kuvaa yrityksissä esiintyviä ongelmia ja informaation epäsymmetrisyyttä toimivan johdon ja osakkeenomistajien välillä. Teoriaa kutsutaan myös nimellä agenttiteoria tai päämies-agenttiongelma. Teoriassa toimivaa johtoa kuvataan agenteiksi, jotka yrityksen omistajat ovat palkanneet johtamaan yritystoimintaa ja kasvattamaan omistaja-arvoa. Taloustieteen näkökulmasta agenttiteoria olettaa molempien osapuolien maksivoivan omaa hyötyään, jolloin on selvää, ettei yritystä johtamaan palkattu agentti välttämättä aja parhaalla mahdollisella tavalla päämiehen eli yrityksen omistajien etuja.

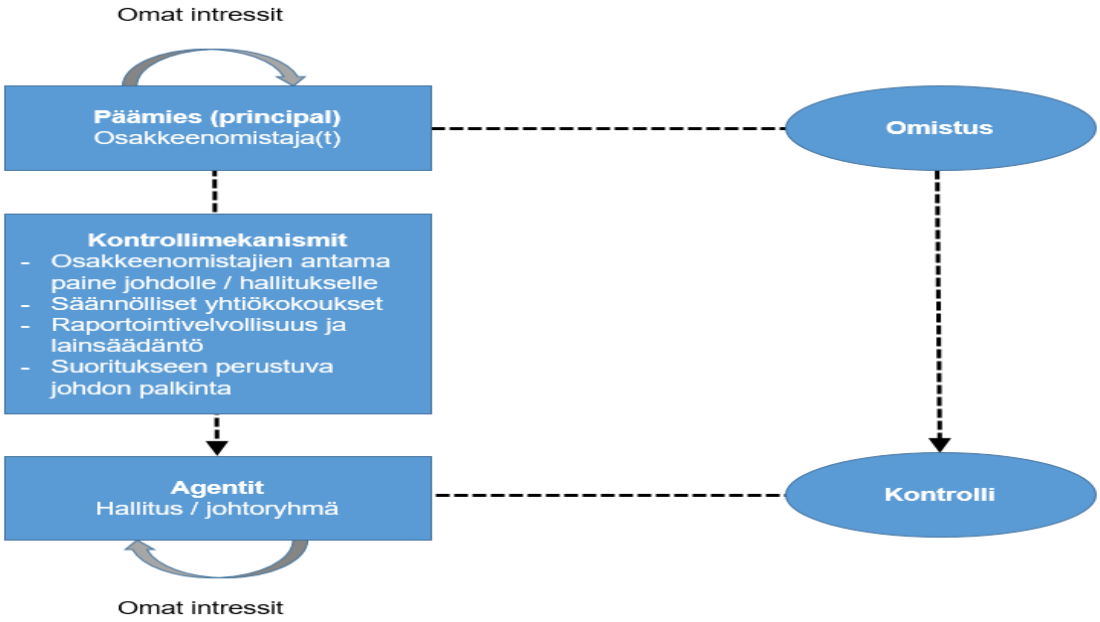
Agenttiteoriassa ongelmakohdiksi nousevat osapuolten eriävät intressit ja opportunistinen käyttäytyminen. Yritysjohdon ja osakkeenomistajien intresseistä syntyviä tehokkuustappioita kutsutaan agenttikustannuksiksi. Agentin ja päämiehen välisiä suhteita on kuvattu kuviossa 2. Kuviossa 2 on kuvattu lisäksi osapuolten väliset roolit ja vastuut sekä agenttikustannuksia rajoittavat kontrollit. Jensenin ja Mecklinin (1976) mukaan agenttikustannukset ja niiden seuraukset voidaan luokitella kolmeen eri ryhmään seuraavalla tavalla:

1. Valvontakustannukset (monitoring costs): Valvontakustannuksia syntyy agenttiteorian mukaan kun yrityksen omistajat joutuvat varmistamaan, että yrityksen toimiva johto toimii osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Tyypillisesti valvontakustannukseksi lasketaan esimerkiksi valvonnan ulkoistaminen, tilintarkastuskustannukset, sisäinen tarkastus ja valvonta sekä johdon kannustinjärjestelmät. Valvonnan ulkoistamisella tarkoitetaan esimerkiksi tilannetta, jossa yrityksen omistajapohja on laaja ja yritykseen tarvitaan ulkopuolisia hallitusammattilaisia tekemään kollektiivista osakkeenomistajien edunvalvontaa.

2. Rajoittamiskustannuksilla (bonding costs) tarkoitetaan sopimuksia, joiden avulla rajoitetaan agentin valtuuksia tiettyihin yritystä koskeviin asioihin. Toisaalta rajoittamiskustannuksia voi syntyä myös agentin suuntaan, koska korkeassa

virassa toimiminen voi mahdollisen epäonnistumisen myötä sulkea joitakin uramahdollisuuksia pois.

3. Suorilla ja epäsuorilla kustannuksilla (residual losses) tarkoitetaan niitä kustannuksia, jotka aiheutuvat agentin toimisista. Nämä voidaan katsoa myös jäännöskustannuksiksi, joita ei ole mahdollista sulkea tehokkaamman valvonnan tai sopimuksien avulla pois.



Kuvio 2. Päämies-agentti-ongelma. Jensenin & Mecklinin 1976; Coren, Holthausenin & Larkerin; Faman 1980 tutkimusten keskeisimpiä havaintoja mukaillen.

Panda & Leepsa (2017) luettelevat agenttikustannusten perimmäisiksi aiheuttajiksi johdon ja omistajien eriävät intressit, valvonnan ja omistuksen eriytymisen, eroavat riskipreferenssit, moraalikadon sekä informaation epäsymmetrisyys. Teorian mukaan eroavat riskipreferenssit johtuvat osittain osapuolten omistussuhteista. Näkökulman mukaan yrityksen omistajat, eli päämiehet ovat sijoittaneet yhtiöön ja haluavat tuottoa kantamastaan riskistä. Toisaalta yritykseen palkattu johto, eli agentit ovat luonteeltaan riskiä kaihtavia ja pyrkivät maksimoimaan oman hyötynsä tasapainottelemalla palkinnan maksimoimisen ja uralla etenemisen välillä (Ross 1973; Mitnick 1975).

Agenttikustannusten minimoimiseksi yritysjohdon käyttäytymistä tutkivassa kirjallisuudessa on löydetty useita keinoja. Esimerkiksi Jensen (1993) sekä Rosentein & Wyatt (1990) esittävät tutkielmassaan hallituksen täydellistä itsenäisyyttä, joka tarkoittaa toimitusjohtajan roolin ja hallituksen jäsenten tehtävien erottamista, jolloin hallitukselle jää tehtäväksi johdon valvonta ja osakkeenomistajien edunvalvonta. Toisena agenttikustannusten minimoimiskeinoksi on esitetty johdon palkitsemista. Johdon palkinnan tulee olla oikealla tasolla ja perusteltavissa yrityskohtaisilla tekijöillä. Core, Holthausen & Larker (1999) suosittelevat johdolle optiopohjaista tai muuta osakepohjaista kannustinjärjestelmää, joka mahdollistaa päämiehen ja agentin yhteneväisen tahtotilan. Agenttikustannusten minimoimiselle on löydetty myös markkinaehtoisia kannustimia, jotka tukevat johdon suoriutumista ja osapuolten intressien yhtenäistymistä. Näitä markkinaehtoisia ja sisäisen motivaation lähteitä ja kannustinjärjestelmiä ovat johdon uramahdollisuudet, jolloin on hyvin perusteltua, että eriytyisesti toimitusjohtajan suoriutumisen arviointikriteerinä käytetään osakepohjaisia tunnuslukuja, kuten osakkeen arvonnousu tai osingon kasvuprosentti (Fama, 1980).

Tässä tutkielmassa tarkastellaan Jensenin (1993) näkemystä toimitusjohtajan dualistisesta roolista agenttikustannusten näkökulmasta. Jensenin (1993) lisäksi aihealuetta ovat tutkineet myös Duru, Iyengar & Zampelli (2016) Yhdysvalloissa. Heidän tutkielman mukaan yritykset, joissa toimitusjohtajan ja hallituksen jäsenten tehtäviä ei ollut erotettu pärjäsivät tilastollisesti heikommin kuin vastaavat yritykset joiden hallintorakenteeseen oli tehty selkä ero toimitusjohtajan ja hallitustenjäsenten rooleille ja vastuille.

2.1.3 Taloudenhoitajateoria

Taloudenhoitajateorian (stewardship theory) juuret ja johdon eri käyttäytymismallit tulevat kaukaa psykologian ja sosiologian tutkimuksesta. Taloudenhoitajateorian taustalla on ihmisen käyttäytymismalli, jonka mukaan ihmisten perustarpeisiin kuuluvat kasvu, eteneminen uralla ja itsensä toteuttaminen. Henkilön kontrollointi ja toimintojen rajoittaminen estävät ihmistä saavuttamatta täyttä potentiaaliaan. (Arygris 1973)

Taloudenhoitajateorian ovat kehittäneet yhdysvaltalaiset tutkijat Donaldson ja Davis (1989). Taloudenhoitajateoria tuo esiin näkökulmia, joiden avulla voidaan ymmärtää yrityksen toimivan johdon ja omistajien välisiä suhteita entistä paremmin. Teoria yritysjohdon roolista sekä motivaatiotekijöistä ovat kehitetty vastaamaan ja täydentämään agenttiteorian jättämiä puutteita. Taloudenhoitajateoria määrittelee muun muassa organisaatiossa syntyvät tilanteet, joissa palkattu johto ei ole kiinnostunut pelkästään omista henkilökohtaisista tavoitteistaan, vaan yhteiset intressit menevät henkilökohtaisten tavoitteiden edelle. Yrityksen taloudellista menestystä pidetään tyypillisesti yritysjohtajien menestymisen mittarina. Yritysjohtajien huonot näytöt ja epäonnistumiset johtajauralla saattavat toimia huonona referenssinä, jolla saattaa olla vaikutusta myöhempään urakehitykseen. Tästä johtuen yritysjohdon voidaan todeta toimivan parhaalla mahdollisella tavalla omaa urakehitystä ja osakkeenomistajien etuja ajatellen. Johdolla teoriassa tarkoitetaan erityisesti toimitusjohtajaa, mutta käsite koskee myös muuta toimivaa johtoa ja etenkin niitä työtekijöitä, joilla on valtuuksia tehdä yrityksen toiminnan kannalta merkittäviä päätöksiä. (Donaldson & Davis, 1989;1991).

Taloudenhoitajateoria esittelee ihmisen käyttäytymismallin, jonka mukaan johto koordinoi yrityksen toimintaa kohti kaikkien sidosryhmien yhteisiä tavoitteita. Teoriassa kollektiivisuudella nähdään olevan suurempi arvo johdolla kuin yksilön omalla menestymisellä. Muista corporate governance –teorioista poiketen, taloudenhoitajateorian mukaan johdolla ei nähdä olevan opportunistista käyttäytymistä ja ihmisten henkilökohtaiset intressit nähdään optimistisempana kuin esimerkiksi agenttiteoriassa. Taloudenhoitajateoriassa suositaan myös johdon

dualismia eli tilannetta, jossa yrityksen toimitusjohtaja on myös hallituksessa virallisena jäsenenä tai puheenjohtajana. Donaldson ja Davis (1997) tutkivat yhdysvaltalaisia yrityksiä, joissa toimitusjohtaja istui myös hallituksen puheenjohtajana samanaikaisesti. Heidän tutkielman perusteella selkeästi parhaiten pärjäsivät ne yritykset, joissa toimitusjohtaja toimi samanaikaisesti myös hallituksen puheenjohtajana. Johdon dualismin nähtiin lisäävän päätöksenteon nopeutta ja vahvistavan toimitusjohtajan roolia yrityksessä.

Taloudenhoitajateorian mukaan johdon käyttäytyminen on aina kollektiivista, koska taloudenhoitaja eli yritysjohdon tehtävä on etsiä keinoja yrityksen tavoitteisiin pääsemiseksi. Tyypillisiä yritysjohdon tavoitteita voivat olla liikevaihdon kasvu tai kannattavuuden parantaminen valitun strategian mukaisesti. Tavoitteiden saavuttaminen näin ollen myös hyödyntää ulkopuolisia omistajia yrityksen arvon kasvuna, nousevana osinkona tai vastaavana pääoman palautuksena. Taloudenhoitajateorian mukaan hallintorakenteella ja luottamuksella on avainrooli osana yrityksen menestymistä. Hallituksen ja yrityksen omistajien osoittaessa luottamusta toimivaa johtoa kohtaan he useasti samaistuvat myös yritykseen ja sen ideologiaan, mikä edesauttaa sitä, että he toimivat altruistisemmin eikä pelkästään itseänsä hyödyttävällä tavalla. Tästä johtuen valtuuttavat hallintorakenteet ja mekanismit ovat menestyvälle organisaatiolle elintärkeitä, koska ne lisäävät johtajien motivaatiota kehittää yritystä eteenpäin. (Donaldson & Davis 1991;1997)

2.1.4 Sidosryhmäteoria

Yritysten olemassaolon tarkoituksesta on kiistelty vuosikymmeniä niin akateemisessa kirjallisuudessa kuin elinkeinoelämään liittyvissä keskusteluissa. Taloustieteeseen ja yritystoiminnan rationaalisuuteen pohjautuvan näkemyksen mukaan yrityksen tehtävänä on osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi, mutta nykypäivänä yritystoiminnan tarkoitusperällä on nähty olevan myös muita pehmeämpiä arvoja. Yrityksiä vaaditaankin nykypäivänä ottamaan huomioon myös muut sidosryhmät osakkeenomistajien lisäksi ja toimimaan entistä vastuullisemmin huomioiden taloudellisten näkökulmien lisäksi myös sosiaaliset ja ympäristöön liittyvät kysymykset (Kim, Kim & Qian, 2015).

Edward Freemanin (1984) kehittämän sidosryhmäteorian (stakeholder theory) taustalla on ajatus eri sidosryhmistä, joiden henkilökohtaiset tavoitteet ja intressit eroavat. Teorian mukaan yrityksellä on eri sidosryhmiä, jotka voidaan nähdä yrityksen eri asiakasryhminä. Näillä sidosryhmillä on erilaisia vaatimuksia yritystä kohtaan. Freemanin (1984) ajatusten taustalla ovat osittain 1700-luvulla vaikuttaneen taloustieteilijän ja moraalifilosofin Adam Smithin ajatukset vapaasti toimivista markkinoista, jossa yksilöt tekevät päätöksiä rationaalisesti oman hyötyfunktion perusteella. Sidosryhmäteorian mukaan parhaiten pitkällä aikavälillä tulevat menestymään ne yritykset, jotka pystyvät ottavamaan huomioon myös muutkin sidosryhmät kuin osakkeenomistajat ja tuottamaan lisäarvoa laajemmalle joukolle (Harrison & Wicks, 2015).

2.1.5 Hallituksen koko

Hyvään hallintotapaan liittyvän kirjallisuuden mukaan yritysten tulee muodostaa hallitusrakenne liiketoiminta- ja osaamisperusteisesti ja hallitusrakenteet vaihtelevat eri toimialoilla. Hallituksen rakennetta suunnitellessa tulee tasapainotella muun muassa kustannusten ja tarvittavan osaamisen välillä. Faman (1980) mukaan hallitusten jäsenten keskeisin tehtävä on arvioida johdon suoriutumista ja varmistaa, että toimiva johto sekä yrityksen omistajat jakavat samat tavoitteet. Hallituksen jäsenillä on parhaat valmiudet arvioida sitä, miten hyvin toimiva johto on onnistunut vastaamaan osakkeenomistajien vaatimuksiin. Aikaisemman akateemisen kirjallisuuden perusteella hallituksen koko, erityisesti sen jäsenten lukumäärä on yksi keskeisimpiä tekijöitä, niin yrityksen menestyksen kuin toimivan hallinto- ja johtamisjärjestelmien kannalta. Toimivan hallitustyöskentelyn ja yrityksen menestyksen kannalta on keskeistä, että yrityksen hallitus on muodostettu palvelemaan osakkeen omistajia ja heidän tarpeitaan mahdollisimman hyvin. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että yrityksen hallitukseen tulee kuulua riittävä määrä jäseniä, millä osaltaan varmistetaan omistajien tavoitteita palvelevan hallituksen monipuolinen osaamispohja. Hallituksen rakenteen suunnittelussa on tärkeintä ottaa huomioon yrityksen tavoitteet ja strategia. Hallituksen jäseniä ei tule myöskään olla liikaa, koska se aiheuttaa ylimääräisiä kustannuksia ja hidastaa

päätöksentekoa. Hallitusten jäsenten lukumäärän ja yrityksen menestyksen välistä yhteyttä ovat tutkineet useat tutkijat eri toimialoilla. Jensen (1993) sekä Yermarck (1996) havaitsivat tutkielmissaan negatiivisen yhteyden hallituksen jäsenten lukumäärän ja yrityksen kannattavuuden välillä. Tutkijoiden mukaan negatiivinen yhteys selittyi pääosin mahdollisella päätöksenteon hidastumisella, eikä hallituksen laajempi osaamispohja loppukädessä tuonut lisäarvoa yrityksen omistajien näkökulmasta. Jensenin (1993) tutkielman mukaan hallitusten jäsenten lukumäärän kasvaminen vaikuttaa toimivan johdon valvontaan, mikä osaltaan heikentää hallituksen roolia valvovana mekanismina. Lisäksi suuri hallitusten jäsenten lukumäärä tuo mahdollisia haasteita ja vapaamatkustamisen ongelmaa, jolloin hallituksen jäsenistä yrityksen saama lisäarvo heikkenee.

Hallituksen rakennetta käsittelevästä akateemisesta kirjallisuudesta löytyy myös päinvastaisia tutkimustuloksia. Tutkijoiden tekemät havainnot ovat olleet tyypillisesti toimialasidonnaisia. Esimerkiksi Daltonin, Dailyn, Johansonin ja Ellstrandin (1999) mukaan yrityksen hallituksen jäsenmäärällä on positiivinen vaikutus liiketoiminnan kannattavuuteen. Tutkijoiden mukaan yritysten rakenteet ja ongelmat ovat monimutkaistuneet ja menestyvät yritykset tarvitsevat hallitukseen entistä laajemman osaamispohjan ja asiantuntijajoukon ratkaisemaan yrityksen strategisia ja muita liikkeenjohdollisia haasteita.

Myös Coles, Daniel ja Naveen (2008) havaitsivat tutkielmassaan vastaavan negatiivisen yhteyden hallituksen jäsenten lukumäärän ja kannattavuuden välillä. Negatiivinen yhteys hallituksen jäsenten lukumäärän ja kannattavuuden välillä oli kuitenkin tässä tapauksessa toimialakohtaista ja tilanne kääntyi päinvastaiseksi kun tarkasteltiin pelkästään niitä toimialoja, joiden liiketoiminnan olennaisluonne on hyvin monimutkaista, kuten esimerkiksi pankkitoiminta. Tällöin suuremman hallituksen aiheuttamat rakenteelliset kustannukset ja mahdollinen päätöksenteon hidastuminen ovat perusteltua.

Suomen, Ruotsin, Norjan ja Tanskan hallinnointikoodi määrää hallituksen jäsenten minimimääräksi kolme. Jäsenten maksimimäärää ei ole kuitenkaan rajoitettu hallinnointikoodin perusteella. Pohjoismaisten hallinnointikoodien mukaan

yrityksellä tulee kuitenkin olla riittävä määrä hallituksen jäseniä, jotta voidaan varmistaa riittävä asiantuntemus, läpinäkyvyys sekä palvella osakkeenomistajia parhaalla mahdollisella tavalla. Tilastojen mukaan pohjoismaalaisissa listatuissa yrityksissä on keskimäärin 6,5 hallituksen jäsentä. Jäsenten lukumäärällä ja yrityksen koolla on positiivinen yhteys. Esimerkiksi pörssilistatuilla small cap–yrityksillä on keskimäärin hallituksen jäseniä 5,8 kappaletta, mid cap–yrityksillä 6,6 ja suurilla large cap–yrityksillä 8,3. Pohjoismaalaisten hallinnointikoodien mukaisesti yhtiökokous valitsee yrityksen hallituksen, minkä tarkoituksena on varmistaa hallituksen diversiteetti, jäsenten pätevyydet sekä riittävä kokemus jokaista hallituspaikkaa varten (Lekvall, 2014).

Suurin osa hallituksen rakennetta käsittelevistä tutkielmista on ollut yleisluontoisia ja tutkielmat ovat painottuneet finanssikriisin aikaan, jolloin tutkijat ovat halunneet jättää pois finanssisektorin kokonaan sen vääristäessä mahdollisesti tuloksia. Myös lainsäätäjät ja eri sääntelyviranomaiset Yhdysvalloissa ovat havainneet tarpeen etenkin finanssisektoriin kuuluvien yritysten hallitusrakenteiden vahvistamiselle. Tarpeet hallitusrakenteiden vahvistamiselle ovat johtuneet toimialan monimutkaisuudesta sekä puutteellisista kontrolleista, jotka olivat osaltaan edesauttamassa vuoden 2008 finanssikriisin alkamista. Finanssikriisin jälkeen hallituksen roolin ja vastuun on katsottu korostuvan entisestään johdon valvonta- ja neuvontafunktiona ja perinteisesti finanssisektorilla jäsenten lukumäärä on ollut tyypillisesti muita toimialoja suurempi. (Adam & Mehran, 2012) Lisäksi Euroopan keskuspankki (ECB) ja paikalliset valvovat elimet edellyttävät pankkeja jatkuvasti arvioimaan (fit and proper) hallituksen jäsenten luotettavuutta, sopivuutta ja ammattitaitoa verrattuna tehtävässä edellytettyihin vaatimuksiin. Arvioinnin tuloksista raportoidaan säännöllisesti ja tarvittaessa paikallisille eläke-, luotto- ja vakuutuslaitoksia valvovalle viranomaiselle. (The European Central Bank, 2019).

Aikaisempien tutkimustulosten ja muiden corporate governanceen liittyvien parhaiden käytäntöjen mukaan hallituksen koon ja suorituskyvyn välillä on positiivinen yhteys, jonka pohjalta pro gradu -tutkielman oletushypoteesi on muodostettu.

2.1.6 Hallituksen ja johdoryhmän diversiteetti

Hallituksen sukupuolikiintiöille ei pohjoismaissa ole asetettu lainsäädännöllistä rajaa muualla kuin Norjassa. Norjan lainsäädäntö on vuodesta 2007 edellyttänyt, että julkisen kaupankäynnin kohteena olevien yritysten hallituksen jäsenistä vähintään 40 % tulee olla naisia. Tanska on myös ottanut hiljattain paikalliseen hallinnointikoodiinsa asetuksen, jonka mukaan yritysten tulee asettaa hallituksen jäseniä koskevat sukupuolijakaumatavoitteet. Toisaalta näiden tavoitteiden saavuttamatta jättämisestä ei seuraa rahallisia tai muita sanktioita. Muut pohjoismaalaiset hallinnointikoodit ottavat hallituksen jäsenten sukupuoleen kantaan vain määrittelemällä, että hallituskokoonpanossa on otettava huomioon yhtiön toiminnan asettamat vaatimukset ja yhtiön kehitysvaihe. Lisäksi on suositeltavaa, että hallituksessa on jäseninä molempia sukupuolia. (Lekvall, 2014; Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2015)

Hallituksen sekä yritysten johtoryhmän diversiteetillä on tutkimustulosten mukaan useita hyötyjä ja muun muassa johdon monimuotoisuudelle annetaan entistä enemmän painoarvoa voittavien tiimien rakentamisessa. Tutkimustulokset osoittavat, että sukupuolten tasa-arvolla hallitustoiminnassa on neljä perustavanlaatuista hyötytekijää yrityksen näkökulmasta. Yrityskentässä miehet ovat perinteisesti vallanneet tärkeimmät hallitus- ja johtotehtävät, mutta viimeisten tulosten perusteella naisten osuus etenkin hallituksessa vaikuttaa positiivisesti yrityksen menestykseen. Hallituspaikkojen diversiteetti mahdollistaa myös suuremman joukon osaavia ehdokkaita sekä vahvistaa yrityksen imagoa ja vastuullisuusasemaa markkinoilla. (Campel & Minguez-Vera, 2008)

Johto- ja hallituspaikkojen diversiteetin lisäämiseksi käytetään tyypillisesti kahta argumenttia. Ensinnäkin, johtajapaikkaan haettavan kandidaatin sukupuolella ei pitäisi olla mitään merkitystä resurssiperusteisen näkökulman mukaisesti. Tehtävään tulisi palkata aina taidoiltaan, kokemukseltaan ja pätevyydeltään paras ehdokas, sukupuoleen katsomatta. Tutkimustulokset osoittavat myös, että diversiteetti yrityksen johtotehtävissä lisää yrityksen osaamispohjaa ja tuo uusia näkökulmia parantamaan päätöksenteon laatua. Tämä puolestaan johtaa yrityksen

näkökulmasta tehokkaampaan johtamis- ja hallintorakenteeseen, jolla on positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn ja menestymiseen muuttuvassa yrityskentässä. (Carter, Simkins & Simpson 2003; Carter, D'Souza, Simkins & Simpson 2010)

Hallituksen ja johdon sukupuolijakaumaa on viime vuosikymmenien aikana tutkittu monesta eri näkökulmasta. Taustalla on ollut tietoinen valinta työelämän tasa-arvoisuuden lisäämisestä. Tutkimustulosten mukaan hallituksen diversiteettillä ja yrityksen menestyksellä on positiivinen yhteys. Esimerkiksi Lowin, Robertsin & Whitingin (2016) mukaan etenkin naisjäsenten tuominen konservatiivisten alojen hallituspaikkoihin parantaa yritysjohdon jatkuvaa arviointia, koska tällöin saadaan hallitukselle laajempi näkökenttä yritykselle tärkeisiin kysymyksiin liittyen. Tutkimusten mukaan naisilla on myös tyypillisesti miehiä pienempi kynnys kyseenalaistaa yrityksen nykytilaa, mikä helpottaa päätösten toimeenpanemista. Tulosten mukaan hallituksen diversiteetti kuitenkin pienentää agenttikustannuksia ja laajentaa hallituksen osaamispohjaa, jolla on yrityksen arvoa kasvattava vaikutus (Ntim, 2013; Rose, 2017).

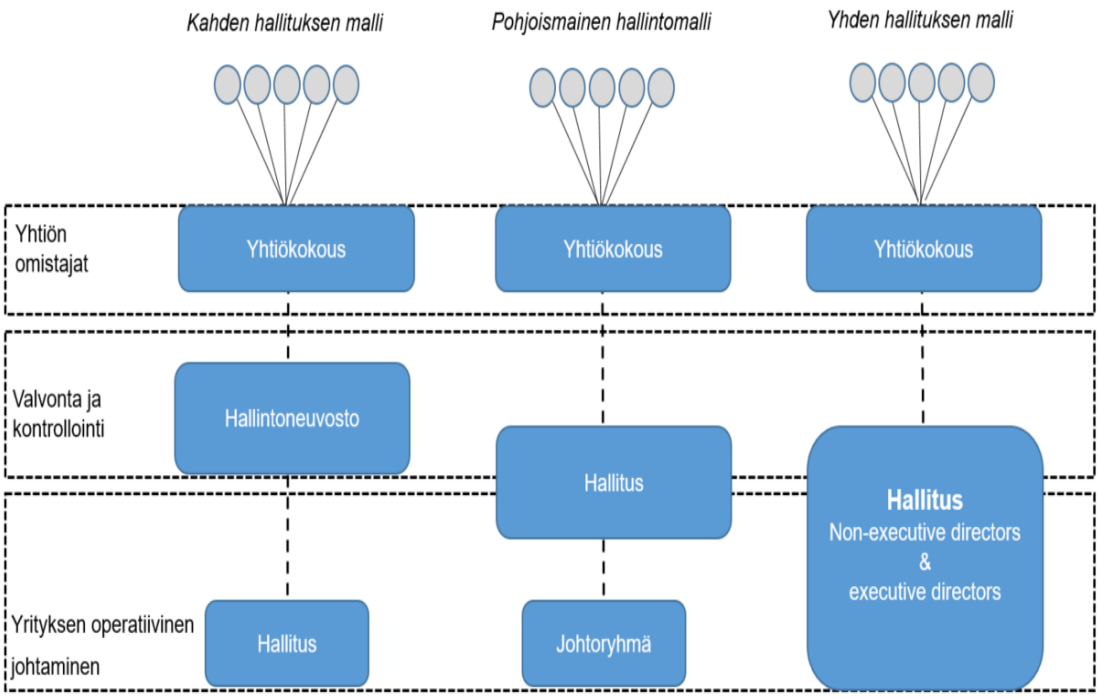
Aikaisempien tutkimustulosten (esimerkiksi Ntim, 2013; Rose, 2017) ja muiden corporate governanceen liittyvien parhaiden käytäntöjen mukaan hallitusten- ja johtoryhmien diversiteetin ja pankkien suorituskyvyn välillä on positiivinen yhteys, jonka pohjalta pro gradu –tutkielman oletushypoteesi on muodostettu. Diversiteetillä kuvataan tässä tapauksessa naisten osuutta pankkien hallituksissa ja johtoryhmissä.

2.1.7 Hallituksen itsenäisyys

Pitäisikö hallituksen ja toimitusjohtajan roolit ja vastuut olla täysin eriytettyjä toisistaan? Tämä on yksi keskeisin kysymys, jota yritykset pohtivat määritellessään optimaalista hallinto- ja johtamisjärjestelmää. Perinteisen amerikkalaisen näkökulman mukaan toimitusjohtajan toimiminen samaan aikaan hallituksen jäsenenä tai puheenjohtajana vahvistaa toimitusjohtajan operatiivista asemaa yrityksessä sekä samalla tehostaa päätöksenteon laatua ja oikea-aikaisuutta.

Kuitenkin 2000-luvun skandaalien ja Sarbaneys-Oxley ja Dodd-Frank-lainsäädäntöjen myötä toimitusjohtajan samanaikaista roolia hallituksessa on alettu kyseenalaistamaan. (Tribbet, 2012)

Kuviossa 3 on esitettynä kolme erilaista corporate governance-mallia. Eri hallintomallien taustalla on hierarkkinen komentoketju, joka käsittää yrityksen omistajat, hallituksen ja toimivan johdon. Käytännössä komentoketju rakentuu siten, että omistajat (yhtiökokous) valvovat valitsemiaan hallituksiaan ja ne taas valitsemaansa johtoa tai muuta vastaavaa operatiivisesta toiminnasta vastaavaa johtoryhmää. Jokaisen hallintomallin tavoitteena on yhtenäistää komentoketjun eri osapuolten tahtotiloja sekä myös tasapainottaa vallankäyttöä näiden toimijoiden välillä. (Lekvall, 2014)



Kuvio 3**.** Eri corporate governance–mallien hierarkkiset komentoketjut (Mukaillen Lekvall, 2014).

Kahden hallituksen malli

Kahden hallituksen malli on hyvin tyypillinen rakenne etenkin Saksassa. Kahden hallituksen mallin rakenteeseen kuuluu erillinen hallintoneuvosto (Supervisory Board), joka valitsee myös yrityksen operatiivisen hallituksen. Hallintoneuvosto keskittyy ainoastaan kontrolloimaan ja valvomaan operatiivisen hallituksen eli johdon suoriutumista osallistumatta sen suuremmin yrityksen strategisiin kysymyksiin. Yrityksen toimintojen johtamisesta taas vastaa operatiivinen hallitus (Management Board), joka koostuu toimitusjohtajasta ja muista ylimmistä johtohenkilöistä. Kahden hallituksen mallissa yrityksen toimintaa johtavaan hallitukseen kuuluu ainoastaan vain 3-5 jäsentä, millä taataan mahdollisimman nopea ja oikea-aikainen päätöksenteko yritystä koskevissa asioissa (Millet-Reyes, 2010). Luonnollisesti tämän kaltaisessa hallintorakenteessa intressiristiriitojen välttämiseksi ei ole mahdollista, että sama henkilö toimisi sekä hallintoneuvostossa että hallituksessa samanaikaisesti. Kahden hallituksen malli on rakennettu eriyttämään selkeällä tavalla johdon ja hallituksen eri tehtävät. Kahden hallituksen mallin tarkoituksena on minimoida yrityksessä syntyvät agenttikustannukset. Hallintoneuvoston tehtäviin kuuluu ainoastaan johdon valvonta sekä osakkeenomistajien intressien kollektiivinen edunvalvonta. (Lekvall, 2014)

Yhden hallituksen malli

Yhden hallituksen malli on hyvin tyypillinen anglosaksisissa maissa. Yhden hallituksen malli on optimi tilanteissa, joissa yrityksen omistus on hajautunutta. Mallissa hallitus koostuu yleensä toimitusjohtajasta, yrityksen johtohenkilöistä ja sitä täydennetään yrityksen ulkopuolisilla riippumattomilla asiantuntijoilla. (Lekvall, 2014; Jensen, 2001) Mallin amerikkalaisessa versiossa yrityksen toimitusjohtaja toimii samanaikaisesti useasti myös hallituksen puheenjohtajana. Jensen (2001) mainitsee artikkelissaan yhden hallituksen mallin ehdottomaksi hyödyksi yrityksen operatiivisen johdon ja hallituksen yhteistyön tiiviyden, jolloin kaikilla osapuolilla on käytössään samat yritystä koskevat tiedot. Tässä mallissa toimitusjohtajan valta on huomattavasti suurempi kuin perinteisessä hallitusrakenteessa ja tarkoitus on

nopeuttaa strategista päätöksentekoa purkamalla hallituksen ja johtoryhmän välisiä siiloja.

Yhden ja kahden hallituksen mallin eroavaisuuksia kannattavuuden näkökulmasta on tutkittu melko vähän ja syyt mallin valintaan liittyy yleisesti niin kulttuurinäkökulmaan kuin lainsäädännöllisiin seikkoihin (Weimer & Pape 1999; Roe 2004). Pellegrini ja Sironi (2017) tutkivat Italiassa osakeyhtiölain reformin jälkeen molempien rakenteiden vaikutuksia yritysten kannattavuuteen kymmenen vuoden ajanjaksolla. Heidän tutkimustulosten mukaan tilastollisesti paremmin suoriutuivat parhaiten ne yritykset, missä toimitusjohtajan ja muiden operatiivisen johtoryhmän jäsenten roolit ja vastuut olivat eriytetty hallitustoiminnasta. Myös Royerin (2013) havainnot johdon ja hallituksen roolien eriyttämisestä ovat linjassa tämän kanssa ja tulokset osoittavatkin, että hallitus tai hallintoneuvosto funktioina tuovat yritystoimintaan tärkeän valvojan roolin, millä on osakkeenomistajien kannalta lisäarvoa tuova vaikutus pitkällä aikavälillä.

Pohjoismainen hallintomalli

Pohjoismainen hallintomalli on osittain näiden kahden corporate governance-mallin välimuoto. Mallissa yhtiökokous on tärkein päättävä elin ja ylin hierarkian taso, joka nimittää ja myös toisaalta erottaa hallituksen epäluottamuksen vallitessa. Agenttiongelmien välttämiseksi pohjoismaisessa hallintomallissa hallituksen ja johtoryhmän tehtävät ovat perinteisesti selkeästi eriytetty ja lähtökohtaisesti hallitus koostuu yrityksen ulkopuolisista asiantuntijoista. Pohjoismaisessa hallintomallissa yrityksen osakkeenomistajat toimivat yhtiökokouksen kautta ylintä valtaa pitävinä tahoina ja arvioivat jatkuvasti toimivan johdon sekä hallituksen suoriutumista heille osoitetuista tehtävistä. (Lekvall, 2014) Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, että vaikuttaako toimitusjohtajan toimiminen saman yhtiön hallituksessa yrityksen suorituskykyyn, koska lainsäädäntö ei sitä suoraan estä. Toisaalta hyvään hallintotavan parhaiden käytäntöjen mukaisesti toimitusjohtajan dualistinen rooli yrityksen ylimmissä elimissä katsotaan kyseenalaiseksi. Duru, Iyengar & Zampelli (2016) tutkivat toimitusjohtajan roolia hallituksessa Yhdysvalloissa. Tutkielmassa tehtyjen havaintojen perusteella ne yritykset, joiden toimitusjohtaja oli

samanaikaisesti hallituksen jäsen tai puheenjohtaja pärjäsivät heikommin kuin vastaavat yritykset, joiden toimitusjohtajan ja hallituksen roolit olivat täysin erotettu.

Aikaisempien tutkimustulosten ja muiden corporate governanceen liittyvien parhaiden käytäntöjen mukaan pankkien toimitusjohtajan ja hallitusten roolien eriyttämisellä on positiivinen yhteys, jonka pohjalta pro gradu –tutkielman oletushypoteesi on muodostettu.

2.1.8 Valiokunnat

Yhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän toimivuus edellyttää, että hallitustyöskentely on järjestetty mahdollisimman tehokkaasti ja tarkoituksenmukaisesti. Hallituksen jäsenille kuuluvia tehtäviä ja niiden valmistelua varten listattujen yritysten on suositeltavaa perustaa erillisiä valiokuntia. (Ammari, Amdouni, Zamzem & Elloutze, 2016)

Valiokuntien vastuulle kuuluvat yksittäisten asioiden valmistelu, milloin niiden jäsenet voivat paneutua valiokunnan vastuulle kuuluviin asioihin huomattavasti tarkemmin ja tehokkaammin kuin koko hallitus yhdessä. Näin ollen valiokuntatyöskentely nopeuttaa hallitukselle kuuluvaa päätöksentekoa ja varmistaa riittävän syvällisen perehtymisen esityslistalla olevalle asialle. Hallituksen tehtäviin kuuluu perustettavan valiokunnan ja sen puheenjohtajan ja jäsenten valinta. Pohjoismaalaisissa hallituksen alla toimivissa valiokunnissa tulee olla vähintään kolme jäsentä ja jäsenet valitaan kandidaattien tehtävän edellyttämän substanssiosaamisen ja kokemuksen perusteella. (Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2015; Lekvall, 2014)

Julkisesti noteerattujen yhtiöiden hallituksen eri valiokuntien ja yhtiön kannattavuuden välillä löytyy melko rajallisesti aikaisempia tutkimustuloksia, vaikka valiokunnilla on keskeinen rooli tehokkaan hallitustyöskentelyn varmistamisessa. Aikaisemmat tutkimukset aihealueeseen liittyen painottuvat hyvin pitkälti 1990 ja 2000-luvuille ja tarkastusvaliokuntiin liittyviin tutkimuksiin. Esimerkiksi Wild (1996) sekä Lang ja Weir (1999;2000) mukaan valiokuntien rooli on korostunut hyvän

hallinnointitavan varmistamisessa. Tutkijat havaitsivat yritysten tarkastusvaliokunnan olemassa olon ja kannattavuuden välillä positiivisen yhteyden. Havaittua yhteyttä ei kuitenkaan voida pitää täysin yksiselitteisenä, vaan tarkastusvaliokunta toimii itsessään keskeisenä hyvän hallintotavan peruspilarina osana yrityksen raportointiprosessia.

Tarkastusvaliokunnalla on ennen kaikkea sijoittajien intressejä palveleva tarkoitus. Tarkastusvaliokuntien nähdään parantavan tilintarkastuksen luotettavuutta ja läpinäkyvyyttä sekä vahvistavan yrityksen sisäisen valvonnan ja kontrollien toimivuutta (Goodwin & Seow, 2004; Turtley & Zaman 2004). Tarkastusvaliokuntaa koskeva suosituksen taustalla on tilintarkastuslaki. Pohjoismaalaisten hallinnointikoodien mukaan tarkastusvaliokunta on perustettava niissä yhtiöissä, joissa liiketoiminnan laajuus edellyttää taloudellisen raportointia ja valvontaa koskevien asioiden erityislaatuista valmistelua. Tarkastusvaliokunnan jäsenistä vähintään yhden on oltava yhtiöstä täysin riippumaton ja jäsenillä tulee olla riittävä kokemus tilintarkastuksesta, laskentatoimen ja sisäisen valvonnan työtehtävistä. Tämän lisäksi enemmistön tarkastusvaliokunnan jäsenistä tulisi olla riippumattomia yhtiöstä ja suurimmista osakkeenomistajista, eikä tarkastusvaliokunnan puheenjohtaja saa toimia samanaikaisesti yrityksen hallituksen puheenjohtajana. Yrityksen hallitus määrittelee valiokuntien ydintehtävät, mutta käytännössä tarkastusvaliokunnan tehtävinä on ainakin huolehtia tilinpäätösraportoinnin prosesseista sekä varmistaa sisäisen valvonnan ja kontrollien asianmukaisuus. Lisäksi tarkastusvaliokunta vastaa tilintarkastukseen liittyvistä kysymyksistä, kuten valmistelee tilintarkastajan valintaa koskevan päätösehdotuksen yhtiökokoukselle ja arvioi tilintarkastajan ja sitä edustavan yhteisön riippumattomuutta. (Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, 2015; Lekvall 2014)

Nimitysvaliokunnan tehtävänä on valmistella hallituksen jäsenten ja johdon nimitykset, arvioida nykyisen hallituksen suorituskykyä ja määritellä hallitukseen haettavilta jäsenkandidaateilta vaaditut kompetenssit. Nimitysvaliokunnan vastuulla on hyvin pitkälti sopivien ehdokkaiden etsiminen, osaamisen kartoittaminen ja päätösehdotuksen laatiminen yhtiökokoukselle. Nimitysvaliokunnan käyttäminen pienentää hallinnollisten prosessien jäykkyyttä, parantaa hallituksen jäsenten ja

johdon valintojen läpinäkyvyyttä sekä järjestelmällisyyttä. (Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, 2015) Nimitysvaliokunnan jäsenistä enemmistön tulisi olla yhtiöstä riippumattomia, vaikka on suotavaa, että suurimpien osakkeenomistajien mielipiteitä kunnioitetaan nimitysehdotuksia laadittaessa. (Lekvall, 2014)

Yrityksen hallituksen tehtävänä on vastata osakkeenomistajien odotuksiin varmistamalla yrityksen menestyminen. Oikein asetetulla kannustinjärjestelmällä on tässä keskeinen rooli, minkä avulla pystytään vaikuttamaan yrityksen toimitusjohtajan ja johtoryhmän jäsenten suoriutumiseen. (Hermalin & Weisbach, 2003). Palkitsemisvaliokunnan päätehtävänä on keskittyä toimivan johdon palkitsemisen kehittämiseen. Palkitsemisvaliokunnon olemassaololla on vaikutus palkitsemisen läpinäkyvyyteen ja oikeudenmukaisuuteen. Asianmukaisesti määritetyn palkitsemisen avulla voidaan varmistaa sen oikeudenmukaisuus ja vertailukelpoisuus suhteessa yrityksen ja yksittäisen henkilön suorituskykyyn ja muihin yrityskohtaisiin elementteihin liittyen. (Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, 2012) Pohjoismaalaisten hallinnointikoodien mukaisesti palkitsemisvaliokunnan enemmistön tulisi olla riippumattomia yhtiöstä ja sen suurimmista osakkeenomistajista. (Lekvall, 2014)

Palkitsemisvaliokunnan merkitys osana hyvin toimivaa hallinnointi- ja johtamisjärjestelmää on ollut esillä finanssikriisin jälkeen. Kritiikki on ollut osittain huomionarvioista, sillä kriisin taustalla oli osakseen finanssialan toimivan johdon riskinottohalukkuutta ohjaavat palkitsemisjärjestelmät (Zagorchev & Gao, 2015). Palkitsemisvaliokunnan roolia on tutkittu sen osakkeenomistajille tuottaman lisäarvon näkökulmasta. Tutkimustuloksia voidaan pitää vaihtelevina. Tutkimustulokset ovat muun muassa osoittaneet sen, että oikein rakennetuilla palkinta- ja kannustinjärjestelmillä on vaikutus toimivan johdon suoriutumiseen ja sitä kautta osakeomistajille tuotettuun lisäarvoon. (Finkelstein & Hambrick 1989; Anderson, Roland & Bizjack, John, 2003)

Tämän pro gradu–tutkielman tavoitteena on arvioida laadukkaiden corporate governance-mekanismien kokonaisvaltaista vaikutusta osana pankkien menestystä. Tämän vuoksi on perusteltua, ettei tutkielmassa keskitytä pelkästään yksittäiseen valiokuntaan, vaan tarkastellaan valiokuntia yhtenä kokonaisuutena. Aikaisempien tutkimustulosten perusteella ja muiden corporate governanceen liittyvien parhaiden käytäntöjen mukaan yritysten näkökulmasta keskeisimmiksi valiokunniksi tunnistettiin tarkastus-, palkitsemis- ja nimitysvaliokunnat, joiden avulla tarkastellaan pankkien hyvän hallintotavan ja johtamisjärjestelmien nykytilaa. Tässä pro gradu –tutkielmassa tarkastellaan pankkeihin perustettujen valiokuntien ja suorituskyvyn välistä yhteyttä. Oletushypoteesin mukaan valiokuntien ja pankin suorituskyvyn välillä on positiivinen yhteys.

2.1.9 Hypoteesit ja tutkimusasetelma

Hyvän ja oikein määriteltyjen hypoteesien tulee täyttää kolme seuraavaa kriteeriä: hypoteesi esittää muuttujien väliset yhteydet yksiselitteisesti, hypoteesi perustuu aikaisempaan tutkimukseen tai yleisesti vastaavaan teoriaan, hypoteesin tulee olla tilastollisesti testattavissa relevatin aineiston avulla sekä hypoteesin tulee olla luonteeltaan lyhyt ja termeiltään selkeä ja yksiselitteinen. Hypoteesi määritellään aina erikseen suhteessa tutkittavaan ilmiöön. Hypoteesit esitetään tieteellisessä tutkimuksessa muodossa H_0 ja H_1. H_0 eli nolla hypoteesi olettaa, että jotakin ilmiötä ei esiinny kyseisessä tutkittavassa aineistossa ja H_1 eli vaihtoehtoinen hypoteesi olettaa, että ilmiö esiintyy aineistossa. (Heikkilä, 2014).

Tutkimuksessa tarkasteltiin corporate governancea kuvaavien muuttujien, eli hallituksen jäsenten lukumäärän ja diversiteetin, johtoryhmän diversiteetin, valiokuntien, toimitusjohtajan roolin eriyttämisen vaikutusta pankkien suorituskykyyn. Tutkimuksessa on käytetty myös yhtenä corporate governancea kuvaavana muuttujana kokonaisvakavaraisuussuhdetta (total capital ratio, TCR). Kokonaisvakavaraisuussuhteella arvioidaan pankin vakavaraisuusasemaa ja riskinottohalukkuutta yhtenä hallintotavan elementtinä, jolla on linjassa Aebi et. alin (2013) mukaan positiivinen yhteys tuloksentekokykyyn. Aikaisempien

tutkimustulosten ja muiden corporate governanceen liittyvien parhaiden käytäntöjen perusteella tutkimuksen oletushypoteesit ovat seuraavat:

H1: *Pankkien hallituksen koon ja suorituskyvyn välillä on positiivinen yhteys.*

H2: *Pankkien hallituksen ja diversiteetin ja suorituskyvyn välillä on positiivinen yhteys.*

H3: Pankkien johtoryhmän diversiteetin ja suorituskyvyn välillä on positiivinen yhteys.

H5: *Pankkeihin perustettujen valiokuntien ja suorituskyvyn välillä on positiivinen yhteys*.

H6: *Pankkien toimitusjohtajan ja hallituksen roolien eriyttämisellä on positiivinen yhteys suorituskykyyn.*

H7: Pankkien riskinottohalukkuutta kuvaavalla kokonaisvakavaraisuussuhteella ja suorituskyvyllä on positiivinen yhteys.

3. TUTKIMUKSEN EMPIIRINEN TOTEUTTAMINEN JA TUTKIMUSAINEISTO

Tässä luvussa alustetaan tutkielman empiiristä osiota. Luku jakautuu kolmeen osaan. Ensimmäisessä alaluvussa keskitytään tutkimusaineistoon ja sen kuvailemiseen. Toisessa alaluvussa esitetään aineistoa kuvailevat tunnusluvut. Kolmannessa alaluvussa esitetään käytetyt tutkimusmenetelmät sekä suorituskyvyn mittaamisessa käytetyt tunnusluvut.

3.1 Tutkimusaineisto

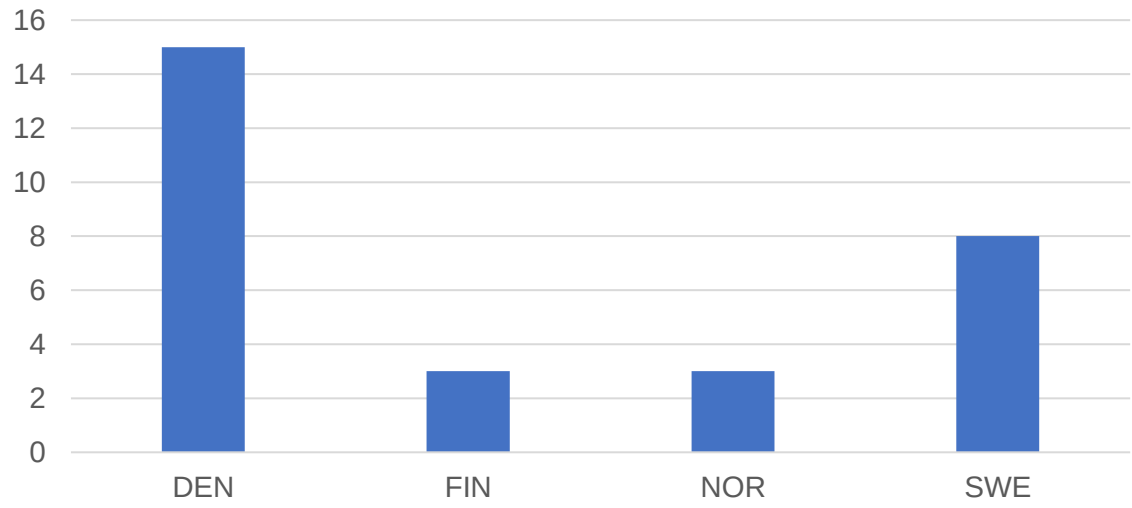
Tutkimuksessa käytetyt taloudelliset tunnusluvut on kerätty yritysten vuosikertomuksista sekä Thomson One Banker-tietokannasta. Tietokanta tarjoaa ajankohtaista ja luotettavaa aineistoa yrityksistä ja niiden taloudellisista tunnusluvuilta yli 160 markkinalta sisältäen yli 10 miljoonaa aikasarja-aineistoa (Thomson Reuters, 2018). Yritysten corporate governancea kuvaavat muuttujat on puolestaan kerätty manuaalisesti yritysten julkisista tietolähteistä. Julkiset tietolähteet käsittivät esimerkiksi yritysten vuosikertomukset sekä internetsivustot.

Tutkimusaineisto käsittää vuodet 2012-2015, mikä on riittävän pitkä aikajänne kuvaamaan pankkien corporate governanceen viittaavia menestystekijöitä. Tutkimuksessa käytetyt corporate governancea kuvaavat muuttujat eivät vaihdelleet yrityskohtaisesti merkittävästi yli ajan. Tutkimusotokseen otettiin aluksi kaikki pohjoismaalaiset NASDAQ:in toimialakoodi 8300 alla toimivat finanssilaitokset sekä Oslon pörssin vastaavat yhtiöt, joita löydettiin yhteensä 58 kappaletta. Tutkimusaineiston tarkastelun yhteydessä rajattiin pois vielä ne yhtiöt Oslon pörssistä, jotka eivät selkeästi keskittyneet pankki- ja luottolaitostoimintaan. Alkuperäiseen tutkimusaineistoon kuului myös yhtiöitä, joiden liiketoiminta ei selkeästi keskittynyt pankki- ja luottolaitostoimintaan. Rajattuihin yhtiöihin kuului esimerkiksi yhtiöitä, jotka olivat erikoistuneet pääosin vakuutustoimintaan tai vakuudettomiin kulutusluottoihin. Tutkimusaineistoa rajattiin myös historiallisten tietojen perusteella. Kaikkien pankkien täytyi olla listattuna jollekin pohjoismaalaiselle markkinapaikalle koko tutkimusperiodin ajan. Aineistosta on karsittu myös pois ne pankit, jotka ovat listattuna päämarkkinapaikan lisäksi yhdelle

tai useammalle markkinalle pienentääkseen aineiston harhaisuutta. Vaikka aineistoon kuuluvat pankit pääosin pois lukien Norja raportoivat IFRS–käytäntöjen mukaisesti, niin aineiston keräyksen yhteydessä ilmeni saatavuusongelmia. Osa pankeista raportoi pelkästään omalla kielellä ja tämä rajasi useita etenkin tanskalaisia pankkeja pois. Toisaalta edellä mainitut pankit olivat kokonsa puolesta kaikista pienimpiä, joten tulosten saatavuuteen ei tällä seikalla ollut niin merkittävää vaikutusta. Lopullinen tutkimuksen aineisto käsittää yhteensä 28 kappaletta pohjoismaalaista pörssilistattua pankkia.

3.2 Aineiston kuvailevat tunnusluvut

Tässä kappaleessa kuvaillaan ja analysoidaan pohjoismaalaisista pankeista niiden vuosikertomuksista ja muista julkisista tietolähteistä kerättyjä corporate governancea kuvaavia muuttujia ja tunnuslukuja. Aineistoa kuvailevat pankkien maantieteelliset jakaumat on esitetty kuviossa 4.



Kuvio 4. Tutkimusaineiston pankkien maantieteelliset jakaumat

Tutkimusaineisto kattoi kaikki ne pohjoismaalaiset listatut pankki- ja luottolaitokset, joista oli aineistoa saatavilla julkisista lähteistä joko suomen- tai englanninkielellä. Tutkimusaineiston yrityksistä yli puolet eli 56 % oli tanskalaisia (15 kappaletta), 11 % suomalaisia (3 kappaletta), 11 % norjalaisia (3 kappaletta) ja loput eli 22 % (6 kappaletta) ruotsalaisia liikepankkeja tai muita luottolaitoksia. Aineisto kattaa

listatuista pohjoismaalaisista pankeista suurimman osan. Tutkimusaineistosta on rajattu pois yksittäiset tanskalaiset pankit niiden tilinpäätösten raportointikielestä johtuen. Näin ollen tutkimusaineisto kuvaa tarkasti pohjoismaalaisten listattujen pankkien corporate governancen nykytilaa ja tutkimustulosten perusteella voidaan tehdä tarvittavat johtopäätökset riittävällä varmuudella.

Taulukko 4. Aineiston kuvailevat tunnusluvut (M€)

Aineiston kuvailevat tunnusluvut									
	Size(Board)	WOBD	WOBE	Size(BST)	Size(Equity)	Profit	TCR	ROE	ROA
Keskiarvo	9,35	24,21 %	10,49 %	78588,88	4417,28	453,51	17,00 %	9,40 %	1,20 %
Moodi	9	22,22 %	0,00 %						
Mediaani	9	22,22 %	0	2808,69	630,56	50,02	16,00 %	10,50 %	0,69 %
Min	5	0 %	0	148,71	26,99	-59,94	10,00 %	-50,40 %	-3,37 %
Max	16	55,55 %	0,44	677420	31032	3662	30,00 %	51,50 %	10,29 %
Vinous	0,35	0,01	0,807	2,34	19,92	2,12	0,78	-1,256	2,0407
Huipukkuus	2,89	2,27	2,46	7,81	5,97	6,95	3,99	11,401	8,809
Keskihajonta	2,41	0,14	0,13	159914	7464,45	818,37	0,04	0,12	0,10
Jarque-Bera	1,83	2,35	13,05	202,85	106,43	151,41	15,68	346,06	226,82
Merkittävyys	<0,00***	0,30	0,01***	<0,00***	<0,00***	<0,00***	<0,00***	<0,00***	<0,00***
n	108	108	108	108	108	108	108	108	108
Dummy-muuttujat									
	On	Ei							
Com	52,78 %	47,22 %							
CEO	30,56 %	69,44 %							
W40	17,60 %	82,40 %							
Merkittävyydet eri riskitasoilla: 10 % (*), (**) 5 % ja (***) 1 %									

Taulukossa 4 on kuvattuna manuaalisesti kerätyt corporate governancea kuvaavat tunnusluvut sekä tilinpäätöstietoja kuvaavat tunnusluvut. Aineisto on kerätty pohjoismaalaisten pankkien vuosien 2012-2015 vuosikertomuksista. Havaintojen perusteella corporate governancea kuvaavat tunnusluvut, eli hallituksen- ja johtoryhmän diversiteetti, valiokunnat, hallituksen jäsenten lukumäärä ja toimitusjohtajan asema hallituksessa eivät muuttuneet vuosien mittaan merkittävästi, vaan ne pysyivät melko staattisena yrityskohtaisesti koko tutkimusperiodin. Tästä syystä 4 vuoden tutkimusaikaväli on riittävä kuvaamaan yritysten corporate governancen nykytilaa, eikä pidempi tutkimusaikaväli ainakaan

merkittävästi parantaisi aineiston tai tutkimuksen reliabiliteettia. Valuuttaeroista johtuen taseenloppusumma Size(BST), Size(Equity) oma pääoma yhteensä ja Profit eli nettotulos on konvertoitu euroiksi kunkin tilinpäätöspäivän päätösarvoilla. Edellä mainitut tunnusluvut esitetään miljoonissa euroissa tutkimusaineiston vertailukelpoisuuden parantamiseksi. Molempien kuvailevien tunnuslukujen arvot ovat otettu tilinpäätöksistä, joten ne kuvaavat tilannetta kunkin tilinkauden viimeisen päivän tilannetta. Tilinpäätöspäivien valuuttojen päätöskurssit ovat listattuna erikseen liitteessä 2.

Tutkimusaineisto pankit ovat listattuna tutkimuksen liitteessä 1. Hallitusjäsenten määrän, eli muuttujan Size(Board) keskiarvo on 9,35 joka huomattavasti suurempi kuin pohjoismaalaisten kaikkien pörssilistattujen yritysten keskiarvo 6,5 ja suurempi kuin Large cap-yritysten keskiarvo 6,5 (Lekvall, 2014). Tutkimushetkellä ei ollut saatavilla vastaavaa tilastotietoa erityisesti pohjoismaalaisten finanssialan yritysten keskimääräisten hallitusten koosta, mutta tulos on hyvin linjassa aikaisempien tutkimusten kanssa Adams & Mehran (2012); Coles, Daniel & Naveen (2008) sekä Graham, Hazarika & Narasimhan (2008). Muita toimialoja suurempi hallitusten jäsenten lukumäärä on finanssialalle hyvin tyypillistä johtuen liiketoiminnan monimutkaisuudesta, joka luo tarpeet erityiselle hallitustyöskentelylle. Tutkimusaineistossa hallituksen koon maksimi on 15 kappaletta ja minimi 5 kappaletta.

Toiseksi corporate governancea kuvaavaksi tunnusluvuksi on valittu hallituksen diversiteetti, jota kuvaa muuttuja WOBD. Muuttuja kuvaa prosentuaalisesti naisten osuutta hallituksessa. Neljän vuoden tutkimusaikavälillä pohjoismaalaisissa pankkien hallitusten jäsenistä keskimäärin 24,21 % oli naisia, mitä voidaan pitää verrattain alhaisena lukuna nykypäivänä, huomioiden uudistukset maiden hallintokoodeissa. Uudistuneet hallinnointikoodit ovat lähtökohtaisesti tähdänneet entistä enemmän tasoittamaan naisten osuutta liike-elämän huipulla. Tutkimusaineistossa vain muutamassa yrityksessä hallituksen jäsenistä oli aikavälillä yli puolet naisia ja maksimi oli 55,60 %. Tutkimusaineiston kaikista pankeista vain 18 % täytti Norjassa voimassaolevan listayhtiöitä koskevan 40 % naissukupuolikiintiön hallituksen jäsenille. Vaikkakin hallitusrakenteiden tutkimus on

nostettu yhdeksi keskeiseksi tutkimuskohteeksi akateemisessa kirjallisuudessa, on silti relevanttia vertailukohtaa saatavilla melko rajallisesti. Naisten alhainen osuus hallituspaikoilla ei aikaisempien tutkimustulosten perusteella ole mitenkään poikkeuksellista, vaan itseasiassa pohjoismaalaisissa pankeissa naisten osuus on itseasiassa hieman suurempi kuin koko Euroopan tasolla keskimäärin. Cabo & Gimeno (2017) tutkivat Eurooppalaisten pankkien hallitusrakenteita ja heidän tutkimustulosten mukaan vain 7 % hallituspaikoista oli naisten hallussa vuonna 2006. Corporate governancea -muuttuja WOBE kuvaa taas naisten osuutta pankkien johtoryhmissä. Aineiston perusteella naisten osuus johtoryhmissä on pohjoismaalaisissa pankeissa keskimäärin ollut tutkimusaikavälillä vain 10,50 %, jota voidaan pitää myös verrattain alhaisena määränä. Vastaavasti Tu, Loi ja Yen (2015) tutkivat kaakkois-aasialaisten pankkien johtoryhmien rakenteita ja heidän havaintojen perusteella 21,8 % johtoryhmän jäsenistä oli naisia.

Tutkimusaineisto kattaa kaikki pohjoismaalaiset pankit, jotka olivat listattuna koko tutkimusaikavälin ajan. Tutkimusaineisto käsittää kooltaan hyvin erikokoisia pankkeja. Pankkien kokoa kuvaavat muuttujat Size(BST) eli taseen loppusumma keskimäärin ja Size(Equity) eli oman pääoman arvo keskimäärin. Tutkimusaineistossa suurin pankki oli kooltaan 677,42 miljardia euroa ja pienin 148,71 miljoonaa euroa. Vastaavat luvut omalle pääomalle olivat 31,03 miljardia euroa ja 26,99. Molemmat pankin kokoa kuvaavat tunnusluvut ovat olleet oikealle puolelle vinoja (skewness). Jakauman vinoutta kuvaava tunnusluku kertoo siitä, miten paljon jakauma poikkeaa symmetrisestä eli tasapainoisesta jakaumasta. Positiivinen vinous eli jakauman painottuminen oikealle tarkoittaa, että keskiarvo on mediaania suurempi. Jos molemmat tunnusluvut olisivat täysin normaalijakautuneita, saisivat ne arvoja väliltä 0,50 ja +0,50. (Holopainen & Pulkkinen 2003, 90)

Tunnusluvulla TCR-% kuvataan pankkien keskimääräistä kokonaisvakavaraisuussuhdetta (Total Capital Ratio). Kokonaisvakavaraisuussuhde on finanssialalla hyvin tyypillinen pankin riskinottohalukkuuden mittari ja se ilmoittaa pankin omien varojen suhteen pankin

kokonaisriskiin (Risk-Weighted Assets, RWA) suhteutettuna. Pankkien kokonaisvakavaraisuussuhde voidaan laskea seuraavalla tavalla:

$$\frac{Omat\ varat\ yhteens\ddot{a}\ (ydinp\ddot{a}\ddot{a}oma + ensisijainen\ lisap\ddot{a}\ddot{a}oma + toissijainen\ p\ddot{a}\ddot{a}oma\ (Tier\ 2)}{Riskipainotetut\ er\ddot{a}t} \quad (1)$$

Tutkimusaineiston pohjoismaalaisten pankkien kokonaisvakavaraisuussuhdetta sekä riskinottohalukkuutta kuvaavatunnusluku oli keskimäärin 17,33 %. Euroopan pankkiviranomainen EBA valvoo EU-tason pankkien vakavaraisuutta ja ylläpitää vastaavaa tilastoa. EU-alueen pankkien vakavaraisuussuhde oli vuonna 2015 17,0 % (Finanssivalvonta, 2016).

Pankkien suorituskykyä kuvataan tutkimuksessa oman pääoman tuotolla (ROE-%) ja koko pääoman tuotolla (ROA-%). Oman pääoman tuottoprosentin keskiarvo on aineistossa 9,32 % ja vastaava keskiarvo koko pääoman tuottoprosentin 1,21 %. Mediaanit vastaaville tunnusluvuille olivat 10,51 % ja 0,70 %. Tutkimusaineiston pankkien kannattavuuksia tarkasteltaessa huomataan, ettei kumpikaan kannattavuuden tunnusluvuista noudata selkeästi normaalijakaumaa, vaan aineiston jakauma on tältä osin melko huipukasta.

Tutkimuksessa valiokuntien määrää tarkasteltiin Com–muuttujan avulla. Muuttuja on laskettu pankkien vuosikertomuksista ja muista julkisista lähteistä löytyvän tiedon perusteella. Muuttuja kuvaa kaikkien kolmen valiokunnan eli tarkastusvaliokunnan, nimitysvaliokunnan ja palkitsemisvaliokunnan olemassaoloa. Muuttuja Com on tyypiltään niin sanottu dummy-muuttuja, eli se saa arvon 1, mikäli kaikki kolme valiokuntaa on perustettu julkisten tietolähteiden perusteella ja arvon 0, mikäli kaikista valiokunnista ei löydy selkeää merkintää. Julkisesti noteerattujen osakeyhtiöiden raportointivaatimuksista johtuen, sekä tutkimushavaintojen perusteella kaikki yhtiöt kuvasivat hyvin tarkasti hallitusrakennetta sekä valiokuntien roolia osana hallinnointi- ja johtamisprosesseja. Tämän lisäksi jokainen pohjoismainen hallinnointikoodi ottaa erikseen kantaa valiokuntatyöskentelyyn ja asettaa näille omat erityisvaatimuksensa. Tutkimusaineiston pankeista yli puolella eli 52,78 % oli perustettuna kaikki kolme valiokuntaa. Useampaan pankkiin oli myös havaintojen perusteella perustettu erillinen riskivaliokunta, mikä johtuu

todennäköisesti toimialan luonteesta ja pankkeihin kohdistuvista muuttuvista sääntelyvaatimuksista. Tyypillisesti riskivaliokuntaan tehtäviin oli lueteltu muun muassa compliance-toiminnot eli sääntöjen ja lakien noudattamisen varmistaminen ja muut riskienhallintaan liittyvät erityiskysymykset. Vaikka yrityksen riskienhallinta on oleellinen pilari osana yrityksen johtamis- ja hallintojärjestelmään, jätettiin tämä valiokunta kokonaan pois tarkastelusta johtuen tarkastusvaliokunnan tehtävien yhteneväisyyksistä johtuen. Tutkimusaineiston läpikäynnin perusteella pohjoismaalaisissa yrityksissä käsitellään hallituksen tehtäviä todellisuudessa laajemmin eri valiokunnissa ja useat pankit ilmoittivat yhdistäneen nimitys- ja palkitsemisvaliokunnan yhdeksi valiokunnaksi.

Tutkimuksessa tarkasteltiin myös toimitusjohtajan ja hallitusten jäsenten roolien eriyttämistä CEO-muuttujan avulla. CEO-muuttuja on luonteeltaan myös dummy-muuttuja, eli se saa arvon 1, mikäli toimitusjohtaja on samanaikaisesti myös hallituksen jäsen ja päinvastoin arvon 0, mikäli toimitusjohtajan rooli ja vastuut ovat selkeästi eriytetty. Tutkimusaineiston mukaan keskimäärin 30,56 % yrityksessä yrityksen toimitusjohtaja oli myös samanaikaisesti hallituksen jäsen, mikä on yllättävän suuri määrä. Tulos indikoi sitä, etteivät pohjoismaalaiset pankit ole eriyttäneet toimitusjohtajan juoksevan hallinnon ja hallituksen valvovan roolin tehtäviä täysimääräisesti agenttiongelmien minimoimiseksi. Tulosten perusteella tyypillisimmin ruotsalaisessa pankissa toimitusjohtaja oli myös samanaikaisesti hallituksen jäsen.

Tutkimuksessa aineiston normaalijakautuneisuutta testattiin Jarque-Bera-testin avulla. Testin nollahypoteesi on, että aineisto on normaalijakautunutta kun aineiston vinous on lähelle nollaa ja huipukkuus saa arvoja läheltä kolmea. Jarque-Beran tuloksia tarkastellessa huomataan, että mikään corporate governancea ja yrityskohtaisia tunnuslukuja kuvaavista muuttujista ei noudata täysin normaalijakaumaa. Tulos ei kuitenkaan ole täysin yksiselitteinen, koska tutkimusaineisto on melko rajallista havaintojen lukumäärän per muuttuja ollessa ainoastaan 112.

3.3 Tutkimusmenetelmät

Lineaarisen regressioanalyysin avulla pystytään tutkimaan valittujen corporate governance–mekanismien vaikutusta pankkien liiketoiminnan kannattavuuteen. Kaikki lineaarisessa monimuuttujaregressioanalyysissä käytetyt muuttujat on listattu taulukkoon 5.

Aikaisempaan kirjallisuuteen perustuen suorituskyvyn mittareiksi (selitettävät muuttujat) on valittu oman pääoman tuottoprosentti (ROE) ja koko pääoman tuottoprosentti(ROA). Suorituskykyä kuvaavat mittarit ovat laskettu seuraavien kaavojen avulla:

$$ROE = \frac{nettotulos}{oma\ pääoma}\ x\ 100 \quad (2)$$

$$ROA = \frac{nettotulos}{koko\ pääoma} \quad (3)$$

Taulukko 5. Regressioanalyysissa käytettävät muuttujat

Selittävät muuttujat (Independent variables)	
Size(Board)	Hallituksen koko
WOBD	Naisten prosentuaalinen osuus hallituksessa
WOBE	Naisten prosentuaalinen osuus johtoryhmässä
Size(BST)	Taseen loppusumma (logaritmi)
TCR-%	Kokonaisvakavaraisuussuhde - %
Com	Tarkastus-, nimitys- ja palkitsemisvaliokunnat (Dummy-muuttuja, 1 = On kaikki valiokunnat, 0 = Ei ole kaikkia valiokuntia)
CEO	Yrityksen toimitusjohtaja on myös hallituksen jäsen (Dummy-muuttuja, 1 = Ei ole, 1 = On)
Selitettävät muuttujat (Dependent variables)	
ROE-%	Oman pääoman tuotto-%
ROA-%	Koko pääoman tuotto-%

Taulukkoon 5 on listattuna regressioanalyysissa käytetyt selitettävät ja selittävät muuttujat. Tutkimusaineisto sisältää kaksi yrityskohtaista muuttujaa, jotka ovat kokonaisvakavaraisuussuhde prosentteina (TCR-%) ja yrityksen kokoa kuvaavan taseen loppusumman Size(BST). Muuttujalle Size(BST) on tehty logaritmimuunnos

parantaakseen aineiston normaalijakautuneisuutta, joka on yksi regressioanalyysin taustaoletuksia. Loput muuttujista kuvaavat yrityksen corporate governancen nykytilaa. Näistä laadullisista muuttujista Com- ja CEO-muuttujat ovat tyypiltään dummyja.

4. TUTKIMUSTULOKSET JA NIIDEN ANALYSOINTI

Tässä kappaleessa käydään läpi tutkielman keskeiset tutkimustulokset. Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää eri corporate governancea kuvaavien muuttujien vaikutusta pankkien suorituskykyyn pohjoismaisella tutkimusaineistolla. Aikaisemmat tutkimukset corporate governancen vaikuttavuudesta ovat painottuneet pääosin isompiin markkina-alueisiin ja Pohjoismaista ei ole saatavilla aikaisempia vertailutuloksia.

4.1 Tutkimusmenetelmät

Tutkimuksessa käytetään päätutkimusmenetelmänä lineaarista regressioanalyysia vastaavasti kuten aikaisemmissa corporate governancea käsittelevissä tutkimuksissa. Tästä syystä tutkimuksesta saatavat tulokset ovat vertailukelpoisia aikaisempaan kirjallisuuteen nähden. Lineaarinen regressioanalyysi on toteutettu hyödyntäen pienimmän neliösumman menetelmää (Ordinary Least Squares). Tutkimuksessa vertailtiin myös corporate governancea kuvaavien muuttujien eri riippuvuussuhteita, joita on tarkasteltu korrelaatioanalyysin avulla. Korrelaatioanalyysia käytettiin myös mahdollisen multikollineaarisuus ongelman havaitsemiseen, koska sillä on vaikutuksia regressioanalyysin tulosten tarkkuuden ja luotettavuuden kannalta (Mela & Kopalley, 2002)

Corporate governance -tekijöiden vaikutusta pankkien suorituskykyyn tarkasteltiin kahden regressioyhtälön avulla. Alla kuvatut regressioyhtälöt eroavat ainoastaan selitettävien suorituskyky muuttujien osalta. Regressioyhtälön ominaisluonteen mukaisesti okaisessa yhtälössä on mukana vakiotermi β0 ja virhetermi *e.* Tutkimuksessa käytetyt regressioyhtälöt on mallinnettu seuraavalla tavalla:

ROE-% = β0 + β1Size(Board) + β2WOBD + β3WOBE + β4Size(BST) + β5TCR-% + β6Com + β7CEO + *e* (4)

ROE-% = β0 + β1Size(Board) + β2WOBD + β3WOBE + β4Size(BST) + β5TCR-% + β6Com + β7CEO + *e* (5)

Molemmissa regressioyhtälöissä on mukana hallituksen itsenäisyyttä (CEO) ja valiokuntien olemassaoloa kuvaavat dummy-muuttujat. Tutkimuksessa kontrollimuuttujana on käytetty taseen loppusummaa vuoden viimeisenä tilinpäätöspäivänä Size(BST), koska sillä voi olla mahdollisesti vaikutusta joihinkin corporate governancea kuvaa muuttujiin. Kontrollimuuttujan tarkoituksena on poistaa esimerkiksi yrityksen koon vaikutus muista selitettävistä muuttujista. Yrityksen kokoa kuvaava muuttuja Size(BST) on logaritmimuunnos taseen loppusummasta tilinpäätöspäivänä konvertoituna euroiksi.

4.2 Corporate governance –muuttujien väliset korrelaatiot

Muuttujien välisten riippuvuussuhteiden kuvaamiseen ja multikollineaarisuus ongelman tarkastelemiseen käytettiin Pearsonin korrelaatiotestiä. Pearsonin korrelaatiotestin tulokset näkyvät taulukossa 6, jossa alle 5 % p-arvon saaneet ovat lihavoituna.

Taulukko 6. Pearsonin korrelaatiotesti

Korrelaatiomatriisi ja Pearsonin korrelaatiokertoimet.									
	Size(Board)	Size(BST)	ROA	ROE	TCR-%	Com	WOED	WOBE	CEO
Size(Board)	1								
Size(BST)	**0,547**	1							
ROA	**-0,326**	**-0,272**	1						
ROE	**-0,177**	-0,071	0,0629	1					
TCR-%	0,0206	0,1364	**0,4206**	**0,2656**	1				
Com	**0,4153**	0,3791	0,057	0,0841	**0,2604**	1			
WOED	**0,3589**	**0,3413**	-0,028	0,1503	0,0531	0,0663	1		
WOBE	0,1394	**0,2994**	-0,0123	0,1167	0,1692	**0,2756**	**0,3604**	1	
CEO	**0,1375**	-0,0727	0,1887	**0,2828**	0,0905	0,0966	0,1805	0,1128	1
Alle 5 % p-arvon saaneet lihavoituna									

Tulosten perusteella suorituskyky muuttujien (ROE ja ROA) kanssa vahvinten korreloivat pankkien riskinottohalukkuutta kuvaava muuttuja TCR ja toimitusjohtaja CEO muuttuja. Toinen hyvin yksiselitteinen korrelaatio ilmenee pankin kokoa kuvaavan muuttujan eli Size(BST) ja hallituksen koon välillä Size(Board). Tulos on hyvin oletetun kaltainen, koska pankkitoiminta on luonteeltaan hyvin monimutkaista ja suuremmat pankit tarvitsevat kokonsa ja liiketoimintarakenteidensa puolesta enemmän erityisosaamista hallitukseen. Korrelaatioanalyysin perustella myös pankin koon Size(BST) ja naisten hallitus paikkojen lukumäärän (WOED) välillä on tilastollisesti merkittävä positiivinen korrelaatio. Pearsonin korrelaatiotestin tulosten perusteella muuttujien väliltä ei löytynyt tilastollisesti merkittäviä vahvoja (Pearsonin korrelaatiokerroin lähemmäksi 1 tai -1) riippuvuussuhteita, joten oletus multikollineaarisuudesta voidaan hylätä ja lineaarisen regressioanalyysin taustaoletukset jäävät voimaan.

4.3 Corporate governance –muuttujien vaikutus suorituskykyyn

Lineaarisen regressioanalyysin avulla selvitettiin kuinka corporate governancea kuvaavien muuttujien vaikutusta pankkien suorituskykyyn. Regressioanalyysin tulokset on esitetty taulukossa seitsemän, johon on listattu muuttujat ja niiden odotettu merkki, regressiokertoimet sekä muuttujan merkittävyys. Muuttujien regressiokertoimien yhteyteen on merkittynä riskitaso, joka viittaa siihen todennäköisyyteen, jolla voidaan hyväksyä muuttujien välisen yhteyden olemassaolo tutkimusaineistosta. Muuttujan merkittävyys on lisätty regressiokertoimen perään (*)-merkeillä. Tutkimuksessa käytetyt riskitasot on määritelty yleistä tilastotieteellistä metodologiaa hyödyntäen, jolloin (*) –merkki kuvaa merkittävyyttä 10 % riskitasolla, (**) –merkki kuvaa merkittävyyttä 5 % riskitasolla ja (***) –merkki kuvaa puolestaan merkittävyyttä 1 % riskitasolla.

Regressiomallin tarkoituksena on selittää selitettävien muuttujien vaikutusta selitettävään muuttujaan. Mallin toimivuudesta saadaan viitteitä tarkastelemalla sen F-arvoa ja selityskertoimia. Mallin toimivuutta kuvaa selityskerroin (R), joka ilmoittaa kuinka paljon corporate governance muuttujat selittävät suorituskykyä mittaavien muuttujien vaihteluista. Täydellisesti muuttujien vaihtelua selittävä malli saisi tässä

tapauksessa arvon 1. Korjattu selityskerroin (R^2) huomioi puolestaan myös selittävien muuttujien lukumäärän ja sen perusteella voidaan päätellä, että sopiiko tietty selitettävä muuttuja malliin mukaan vai ei. Jos malliin lisätty selittävä muuttuja parantaa mallin selitysvoimaa, kasvaa selityskerroin (R^2) ja sen heikentäessä tilanne on aina päinvastainen. Taulukossa näkyvä F-arvo kuvaa selittävien muuttujien kollektiivista vaikutusta suorituskykymuuttujaan ja p-arvo sen tilastollista merkittävyyttä.

Yksi lineaarisen regressioanalyysin taustaoletuksista on se, että virhetermien (*e)* pitäisi olla toisistaan riippumattomia. Taustaoletuksen testaus on suoritettu Durbin-Watson testin avulla, joka tarkastelee riippumattomuusoletusta estimoitujen residuaalejen mahdollisen autokorrelaation kautta. Durbin-Watsonissa testisuureena on *d*, joka voi saada arvoja 0-4 väliltä. Estimoitujen residuaalejen ollessa täysin riippumattomia toisestaan saa testisuure arvon 2. Jos estimoitujen residuaalejen välillä ilmenee positiivista korrelaatiota, d on alle 2 ja päinvastoin negatiivisen korrelaation tilanteessa saa testisuure arvoja 2-4 väliltä. (Mukhtar, M, 2012) Aineiston tarkastelun perusteella Durbin-Watsonin testisuure saa arvon 1,85 (taulukko 7). Näin ollen voidaan todeta, että estimoitujen residuaalien välillä on vain hiukan positiivista korrelaatiota, ja taustaoletus virhetermien riippumattomuudesta jää voimaan.

Taulukko 7. Regressioanalyysi (selitettävänä muuttujana oman pääoman tuottoprosentti ROE)

Oman pääoman tuotto-% (ROE)					
Muuttuja	Merkki	Regressiokerroin	Estimaatin keskivirhe	t-arvo	Merkittävyys
Vakiotermi	?	0,0646	0,0656	0,9847	0,3271
Size(Board)	+	-0,0163	0,0056	-2,938	0,0041***
Size(BST)		-0,0010	0,0056	-0,0174	0,8622
CEO	-	0,0638	0,0229	2,7881	0,0063***
Com	+	0,0332	0,0249	1,3351	0,1849
TCR-%	+	0,6417	0,2721	2,3577	0,0203**
WOBD	+	0,1823	0,0871	2,0913	0,0390**
WOED	+	-0,0116	0,0926	-0,1252	0,9006
Selityskerroin (R^2)	0,238				
Korjattu selityskerroin (R^2)	0,184				
F-arvo	4,4527				
F-arvo p-arvo	0,0002				
Durbin-Watson	1,850				
Havainnot	112				
Merkittävyydet eri riskitasoilla: 10% (*), (**) 5% ja (***) 1 % riskitaso.					

Taulukkoon 7 on listattu tulokset ensimmäisen regressioanalyysin tuloksista. Regressioanalyysin tuloksista voidaan tehdä tarvittavia johtopäätöksiä tutkielmassa aikaisemmin kuvattujen corporate governance-muuttujien vaikutuksesta pankin oman pääoman tuottoprosenttiin (ROE).

Tutkimustuloksista nähdään, että malli on merkittävä, vaikka selitysaste itsessään jää verrattain matalaksi. Mallin selitysasteen perusteella seitsemän valittua corporate governancea kuvaavaa muuttujaa selittävät kokonaisuudessaan 23,8 % pankkien oman pääoman tuottoprosentin vaihteluista. Corporate governance -muuttujien vaikutusta oman pääoman tuottoprosenttiin (ROE) tarkasteltiin regressiokertoimien ja t-arvojen kautta. Lähtöoletuksista poiketen hallituksen kokoa Size(Board) ja naisten osuutta johtoryhmässä (WOBE) kuvaavat muuttujat saivat negatiiviset regressiokertoimet. Negatiivisen regressiokertoimen saaneista muuttujista ainoastaan kuitenkin vain hallituksen koko Size(Board) oli tilastollisesti merkittävä 1 % riskitasolla. Tulos indikoi sitä, että pohjoismaalaisten pankkien hallitusjäsenten määrä ei välttämättä ole optimaalisella tasolla, vaan jäsenten suuremmalla lukumäärällä on negatiivinen yhteys oman pääoman tuottoprosenttiin (ROE). Muiden muuttujien saamat regressiokertoimet ovat arvoltaan positiivisia. Muuttujien saamista arvoista tilastollisesti merkittäviä ovat 5 % riskitasolla naisten prosentuaalinen osuus hallituksessa (WOBD) ja riskinottohalukkuus eli kokonaisvakavaraisuussuhde (TCR). Muuttujien saamista arvoista tilastollisesti merkittävä 1 % riskitasolla on lisäksi toimitusjohtajan dualistinen rooli, joka näyttäytyy negatiivisena suorituskykynä sekä positiivisena kokonaisvakavaraisuussuhde (TCR). Tulosten perusteella pankin kasvaneella pääomapuskurilla voidaan siis olevan positiivinen yhteys selitettävään muuttujaan ROE. Regressioanalyysin tulosten perusteella valiokuntien olemassaololla ei ole tilastollisesti merkittävää vaikutusta suorituskykyyn, joka on yllättävä tulos huomioiden eri pohjoismaisten hallinnointikoodit ja valiokuntiin liittyvät käytännöt, koska valiokunnilla on itse hallitustoimintaa tehostava ja tukeva rooli. Toisaalta hyvän hallintotavan perusperiaatteita ei ole luotu ainoastaan liiketoiminnallisista syistä, vaan niiden tarkoitus on suojata osakkeenomistajien intressejä sekä määritellä osapuolten roolit ja vastuut suhteessa osakkeenomistajiin.

Regressioanalyysin tulokset olivat itsessään kysymyksiä herättäviä ja auttoivat ymmärtämään entistä paremmin pohjoismaalaisen corporate governancen vaikuttavuutta. Hallituksen koon vaikutus yrityksen kannattavuuteen oli lähtöodotusten vastainen, koska pankkien hallituksen kokoa perusteellaan juurikin toimialan monimutkaisuudella sekä muita toimialoja suuremmalla asiantuntija tarpeella. Tulos hallituksen koon vaikutuksesta on kuitenkin linjassa aikaisempien pohjois-amerikkalaista corporate governancen koskevien tutkimustulosten kanssa (Bampei & Mamatzakis, 2015; Jensen 1993; Yermack 1996; Coles, Daniel Naveen 2008) Regressioanalyysin perusteella hallituksen itsenäisyydellä (CEO) oli tilastollisesti merkittävä vaikutus pankkien suorituskykyyn (ROE). Tulosten perusteella siis toimitusjohtajan toimiminen samanaikaisesti myös hallituksen jäsenenä vaikuttaa positiivisesti suorituskykyyn, mikä on niin lähtöoletuksen kuin aikaimpien tutkimustulosten vastaista (Pellegrini & Sironi, 2017; Royer, 2013). Riskinottohalukkuutta kuvaavalla TCR muuttujalla oli myöskin lähtöoletuksen mukainen tilastollisesti merkitsevä vaikutus suorituskykyyn (ROE). Tulos positiivisesta yhteydestä on linjassa Aebi et. alin (2013) aikaisemman tutkimuksen kanssa ja tukee myös kasvavaa regulaatio ja pääomavaadetta pankeille. Viimeinen tilastollisesti suorituskykyyn vaikuttava muuttuja oli naisten prosentuaalinen osuus hallituksessa (WOEBD). Tulokset ovat linjassa aikaisempien hallituksen diversiteettiä koskevien tutkimustulosten kanssa (Ntim, 2013; Rose 2017; Simkins & Simpson, 2010) ja vahvistavat aikaisempaa oletusta hallituksen monimuotoisuuden tärkeydestä osana yrityksen arvonluontia.

Regressioanalyysin yhteydessä mallin käyttökelpoisuutta testattiin F-testin avulla (varianssianalyysi). F-arvojen perusteella corporate governancea kuvaavat muuttujat näyttäisi kuvaavan pankkien kannattavuuden vaihteluita melko hyvin ja tulos on tilastollisesti merkitsevä 1 % riskitasolla.

Taulukkoon 8. on listattuna toisen regressioanalyysin tuloksista. Malli poikkeaa ainoastaan aikaisemmasta regressioyhtälöstä selitettävän muuttujan osalta. Toisessa regressiomallissa selitettävänä muuttujana on pankin koko pääoman tuottoprosentti (ROA), jota selitetään aikaisemmin läpikäytyjen corporate governancea kuvaavien muuttujien avulla.

Taulukko 8. Regressioanalyysi (selitettävänä muuttujana koko pääoman tuottoprosentti ROA)

Koko pääoman tuotto-% (ROA)					
Muuttuja	Merkki	Regressiokerroin	Estimaatin keskivirhe	t-arvo	Merkittävyys
Vakiotermi	?	0,0104	0,0099	1,0477	0,2973
Size(Board)	+	-0,0030	0,0008	-3,5956	0,0011***
Size(BST)		-0,0017	0,0008	-2,0758	0,0405**
CEO	-	0,0063	0,0034	1,8223	0,0714*
Com	+	0,0071	0,0037	1,8740	0,0638*
TCR-%	+	0,2009	0,0413	4,8585	0,0001***
WOBD	+	0,0200	0,0133	1,5095	0,1343
WOED	+	-0,0132	0,0140	-0,9400	0,3495

Selityskerroin (R^2)	0,3789
Korjattu selityskerroin (R^2)	0,3354
F-arvo	8,7172
F-arvo p-arvo	<0,0000
Durbin-Watson	1,565
Havainnot	112

Merkittävyydet eri riskitasoilla: 10% (*), (**) 5% ja (***) 1 % riskitaso.

Taulukoon 8 listattujen tulosten perusteella voidaan havaita, että malli on merkittävä ja selitysaste korkeampi kuin aikaisemmassa regressiomallissa. Toisen regressiomallin muuttujat selittävät yhdessä 37,89 % suorituskykymuuttujan (ROA) vaihteluista. F-arvon perusteella mallissa käytetyt seitsemän corporate governancea kuvaavat hyvin pankkien koko pääoman tuottoprosenttien vaihteluja. F-testin oletus mallin hyvyydestä on tehty 1 % riskitasolla, eli on olemassa alle yhden prosenttiyksikön todennäköisyys, että nollahypoteesi on hylätty väärin perustein.

Negatiivisen regressiokertoimen saivat toisessa regressiomallissa hallituksen kokoa kuvaava muuttuja Size(Board) ja naisten prosentuaalista osuutta johtoryhmässä kuvaava muuttuja (WOED). Negatiivisen regressiokertoimen saaneista muuttujista kuitenkin vain hallituksen kokoa kuvaavat muuttujat Size(Board) taseen loppusumman logaritmimuunnos Size(BST) olivat tilastollisesti merkittäviä. Näistä Size(Board) 1 % riskitasolla ja vastaavasti Size(BST) 5 % riskitasolla. Syyt Size(BST) saaman negatiivisen regressiokertoimen taustalla ovat melko yksiselitteiset. Koko pääoman tuottoprosentin laskentakaavassa taseen

loppusumma tilinpäätöspäivänä on yhtälössä nimittäjänä ja toisaalta taseen paisuessa yritykset eivät saa samalla suhteella siirrettyä pääomia tehokkaaseen käyttöön parantamaan yrityksen nettotulosta. Regressioanalyysin tuloksia voidaan myös tulkita, ettei johtoryhmän sukupuolijakaumalla ole tilastollisesti merkittävää vaikutusta pelkän koko pääoman tuottoprosentin perusteella. Tästä huolimatta on ilmiselvää, että naisten osuus pohjoismaalaisten pankkien johtoryhmissä on todella alhainen keskiarvon jäädessä vain 10,50 prosenttiin, vaikkeivat regressioanalyysin tulokset pohjoismaalaisella aineistolla tukeneetkaan Tuin, Loin ja Yenin (2015); Ntim (2013) sekä Rosen (2017) havaintoja johtoryhmän diversiteetin tärkeydestä.

Toisen regressioanalyysin tulosten perusteella toimitusjohtajan tehtävien eriyttämisellä (CEO) näyttää myös olevan tilastollisesti merkittävä vaikutus kannattavuuteen (ROA) 10 % riskitasolla. Merkittävyystaso on kuitenkin niin suuri, ettei tulosten perusteella voida riittävällä varmuudella tehdä riittäviä johtopäätöksiä sen vaikuttavuudesta kokopääomantuottoprosenttiin. Tulos on kuitenkin samansuuntainen kuin ensimmäisessä regressioanalyysissä, joten voidaan todeta kannattavuusnäkökulmasta pohjoismaalaisen hyvän hallintotavan mukaisen hallituksen ja toimitusjohtajan roolien eriyttämisen olevan hyvä ratkaisu pankkien omistajille.

5. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän tutkielman tarkoituksena oli selvittää eri corporate governancea kuvaavien muuttujien vaikutusta pohjoismaisten pankkien suorituskykyyn. Tutkielmassa suorituskykyä mitattiin oman- ja koko pääoman tuottoprosentilla (ROE ja ROA). Tutkielmassa käytetyt corporate governance-muuttujat muodostettiin aikaisemman kirjallisuuden pohjalta (muun muassa Ntim 2013, Aebi, Sabato & Schmid 2012 sekä Adams & Mehran 2012, Lang & Weir, 1999 sekä Pellegrini & Sironi 2013). Lisäksi tutkielman tarkoituksena oli selvittää, millä tasolla pohjoismaalaiset pankit noudattivat corporate governanceen liittyvää ohjeistusta tarkasteluhetkellä 2012-2015. Tutkimustuloksista ja niiden vertailusta aikaisempaan kirjallisuuteen voidaan tehdä johtopäätös, että corporate governancen vaikuttavuudesta yritysten suorituskykyyn on olemassa hyvin eroavia tuloksia riippuen tutkimusajankohdasta, toimialasta sekä maantieteellisestä alueesta.

5.1 Corporate governancea kuvaavien muuttujien vaikutus pankkien suorituskykyyn

Tämän pro gradu –tutkielman päätutkimuskysymyksenä oli:

”Mitkä corporate governance –tekijät vaikuttavat pankkien suorituskykyyn?”

Tutkimustulosten perusteella hallituksen koolla oli negatiivinen vaikutus pankkien suorituskykyyn (ROE ja ROA). Tyypillisesti pankkien hallitusten koot ovat olleet muita toimialoja suurempia johtuen sääntelystä ja liiketoiminnan monimutkaisuudesta. Tutkimustulos on lähtöoletusten vastainen ja aikaisemmat tutkimukset esimerkiksi Coles, Daniel & Naveen (2008); Adams & Mehran (2012) sekä Dalton et. al (1999) ovat nimenomaisesti puolustaneet suurempaa hallituskokoa. Aikaisemmat tutkimustulokset ovat puoltaneet myös pankkitoiminnan hallituskoon kasvattamisen muiden toimialojen keskiarvoja korkeammalle edellä mainituista syistä.

Tutkimustulosten perusteella toimitusjohtajan samanaikainen rooli yrityksen operatiivisena johtajana sekä hallituksen jäsenenä vaikutti negatiivisena tekijänä yrityksen kannattavuuteen (ROE ja ROA). Tulos selkeästi indikoi sitä, että toimitusjohtajan toimiminen sekä operatiivisena johtajana sekä hallituksen jäsenenä ei tuo tilastollisesti ainakaan merkittävää hyötyä omistajan näkökulmasta parantuneena suorituskykynä, vaikka sitä perustellaan roolin vahvistumisen ja päätöksen teon nopeutumisen näkökulmista. Tutkimustulosten perusteella oli myös harvinaista, että toimitusjohtaja toimii samanaikaisena hallituksen jäsenenä. Tutkimusaineistoon kuuluvista pankeista ainoastaan keskimäärin 8 pankin toimitusjohtajilla oli niin sanottu dualistinen rooli. Yleisintä tämä oli tanskalaisissa sekä ruotsalaisissa pankeissa ja esimerkiksi suomalaisten pankkien kohdalla roolit olivat täysin eriytettynä. Tutkimustulokset toimitusjohtajan dualismin ja yrityksen kannattavuuden (ROE) välillä ovat linjassa aikaisempien tutkimusten kuten Royer (2013); Pellegrini & Sironi (2013) kanssa.

Tutkimustulosten perusteella pohjoismaalaisten pankkien hallitusten jäsenten sukupuolijakaumalla on tilastollisesti merkittävä vaikutus oman pääoman tuottoprosenttiin. Tuloksia tarkastelemalla naisten osuutta voidaan pitää yleisesti hyvin vähäisenä pohjoismaalaisten pankkien ylimmässä johdossa. Tutkimusaikavälillä pankkien hallituksen jäsenistä ainoastaan keskimäärin 25 % oli naisia ja johtoryhmän jäsenistä vain 11 %. Tutkimustulokset olivat osittain linjassa aikaisempien tutkimusten kuten Ntim (2013); Rose (2017); Tui, Loi & Yen (2015) kanssa, jotka havaintojensa perusteella korostivat johdon diversiteetin tärkeyttä, jolla osaltaan varmistetaan johdon riittävä osaaminen ja yrityksen menestys. Naisten osuus pankkien johtoryhmässä ja hallituksissa oli suurinta Norjassa. Suurempi osuus selittyy toki osittain paikallisella lainsäädännöllä, jonka perusteella hallituksen jäsenistä yli 40 % tulee olla naisia (Lekvall, 2014).

Tutkimustulosten perusteella pankkien kokonaisvakavaraisuussuhteella oli tilastollisesti merkittävä vaikutus pankkien suorituskykyyn. Tutkimustulokset indikoivat sitä, että korkeamman vakavaraisuustason omaavat pankit pystyvät tuottamaan enemmän lisäarvoa omistajilleen tutkimuksessa käytettyjen kannattavuustunnuslukujen (ROE ja ROA) perusteella. Tutkimusaineiston pankit

vaikuttavat olevan kokonaisvakavaraisuussuhdetta kuvaavan tunnusluvun (TCR) perusteella Euroopan tason keskiarvoa hieman yläpuolella. Tutkimustulosten perusteella pankkien vakavaraisuusvaatimusten tiukentamiset voidaan siis yksinkertaistettuna ajatella olevan oikeansuuntaisia myös kannattavuusnäkökulmasta.

Tutkimuksessa tarkasteltiin valiokuntien roolia tarkasteltiin laadukkaiden corporate governance –mekanismien roolia osana pohjoismaalaisten pankkien menestystä, joista yhdeksi tunnistettiin valiokunnat. Tutkimuksessa arvioitiin eri valiokuntien määrää pankeissa, millä ei itsessään ollut suoraa tilastollista yhteyttä suorituskykyyn. Valiokuntia tarkasteltiin kuitenkin yhtenä kokonaisuutena, eli aineistoon kuuluvalla pankeilla oletettiin olevan erillisenä jokainen kolme valiokuntaa, millä voi olla vaikutus lopputulokseen. Pankkien valiokuntia tarkastellessa huomattiin, että pohjoismaalaisissa pankeissa on laajasti yhdistetty valiokuntia, eikä valiokuntia ole selkeästi eriytetty nimenomaan yhdestä tehtäväkokonaisuudesta vastaavaksi. Tutkimusaineiston keskimäärin 12 pankilla oli erilliset nimitys-, palkitsemis- ja tarkastusvaliokunnat. Tutkimuksen perusteella kolmen valiokunnan olemassa olo oli yleisintä ruotsalaisissa pankeissa (keskimäärin 75 % oli kaikki kolme valiokuntaa).

5.2 Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimusaiheet

Tähän tutkielmaan liittyy rajoituksia, joilla saattaa olla vaikutus tutkimustulosten yleistyttävyyteen. Lopulliseen tutkimusaineistoon valikoitui yhteensä 28 pohjoismaalaista pankkia. Lopullinen havaintojoukko haluttiin pitää nimenomaisesti pankki- ja luottolaitostoimintaan keskittyvissä yrityksissä. Toiseksi käytetty tutkimusaikaväli oli ainoastaan neljä vuotta, jonka perusteella arvioitiin corporate governance-muuttujien vaikutusta pankkien suorituskykyyn. Tutkimusaineiston läpikäynnin perusteella kuitenkin valikoidut muuttujat pysyivät melko vakiona koko tutkimusaikavälin ajan. Aineiston keräyksessä haasteeksi nousi datan saatavuus ja on toki ymmärrettävää, että pidemmällä tutkimusaineistolla tulosten luotettavuus parantuisi. Pohjoismaisista yrityksistä ei ole toistaiseksi yhtä kattavaa corporate governance-tietokantaa, kuin mitä esimerkiksi yhdysvaltalaisista listayhtiöistä.

Manuaalinen tiedonkeräys vie oman aikansa ja se rajoittaa aineistokokoa merkittävästi. Tutkimustulokset ovat kuitenkin samansuuntaisia kuin aikaisemmat tutkimukset, joten tämän tutkielman tuloksia voidaan pitää melko luotettavina. Yksi tutkielman tavoitteista oli kuvata myös aineistoa yksityiskohtaisesti, minkä avulla saatiin uutta tietoa eri hallinnointikoodien noudattamisesta Pohjoismaissa. Hallinnointikoodi on rakennettu Comply or Explain –periaatteella, jolloin sen vaatimuksista pystytään poiketa perustein.

Corporate governanceen liittyvään tutkimuksen määrä on lisääntynyt huomattavasti 2000-luvulta lähtien. Kuten jokainen aikaisempi tutkimus, niin tämäkin vie aihealuetta eteenpäin. Corporate governanceen liittyvän tutkimukssa törmätäänkin useasti siihen haasteeseen, että etenkin kvantitatiivisessa muodossa olevaa dataa on saatavilla rajallinen määrä, vaikka eri tietokantojen määrä onkin kasvussa. Tässä tutkimuksessa käytetty aineisto on kerätty manuaalisesti ilmaisista tietolähteistä hyödyntäen pääsääntöisesti pohjoismaalaisten pankkien tilinpäätösinformaatiota.
Hallituksen roolin tärkeyttä ja vastuuta osana yrityksen menestystä ei voi riittävästi korostaa ja ei ole ihme, että yritysten eri hallinto- ja johtamisjärjestelmiä riittävyyttä arvioidaan jatkuvasti. Hallituksen yksi tärkeimpiä tehtäviä on lisäksi huolehtia yrityksen hallinnosta ja siitä, että toiminta on asianmukaisesti järjestetty samalla edistäen yrityksen ja kaikkien osakkeenomistajien etua. Tämän tutkimuksen aihepiiriin liittyy useita näkökulmia, joihin tutustuminen on mahdollista tulevaisuudessa. Olemassa olevista tietokannoista on saatavilla vertailutietoa yritysten hallintoa kuvaavista tunnusluvuista, joita pystytään hyödyntämään integroimalla nämä osaksi sijoitusstrategioita. Tulevassa tutkimuksessa voitaisiin esimerkiksi muodostaa erilaisia sijoitusportfolioita, joissa yhtiöt ovat valittu hyvään hallintotapaan liittyvien tunnuslukujen perusteella ja arvioida niitä esimerkiksi tuoton ja volatiliteetin perusteella eri markkinaindekseihin vertaillen. Useat sijoituspalveluyhtiöt hyödyntävät tällä hetkellä vastuullisen sijoittamisen osana juurikin hyvään hallintotapaan liittyviä tekijöitä ja salkunhoitajat kiinnittävät huomiota erityisesti toimitusjohtajan ja hallitusten roolien eriyttämiseen, hallituksen rakenteisiin, omistuspohjaan ja johdon palkitsemiseen liittyviin kysymyksiin.

LÄHDELUETTELO

Adams, R. & Mehran, H. (2012) Bank board structure and performance: Evidence for Large Bank Holding Companies. Journal of Financial Intermediation, Vol. 21, pp. 243-267.

Aebi V., Sabato G. & Schmid M. (2012) Risk Management, Corporate Governance, and Bank Performance in the Financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, pp. 3213-3226.

Ammari A., Amdouni, S., Zemzem, A. & Ellouze, A. (2016) The Effect of Monitoring Committees on the Relationship between Board Structure and Firm Performance. *Journal of Risk and Financial Management*. Vol. 9, pp. 1-13.

Anderson, Ronald C. and Bizjak, John M. (2003). 'An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay'. *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, no 7, pp. 1323-1348.

Arygris, C. (1973) Organization Man: Rational and self-actualizing. *Public Administration Review*, Vol 33, pp. 354-357.

Campbell, K. & A. Minguez-Vera (2008), Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, Vol. 83, pp. 435–451.

Carter D., D'Souza A. & Simkins W. (2010) The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18, pp. 396–414.

Carter, D., Simkins B. & Simpson W. (2003) Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value. *Financial Review*, Vol. 38, pp. 33-53.

Corporate Governance in the Nordic Countries (2009). [verkkodokumentti]. [viitattu 1.3.2018] Saatavilla: http://vi.is/files/Nordic%20CG%20-%20web_1472238902.pdf

Densetz, H. & Lehn, K. (1985) The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, Vol. 93, pp. 1155-1177.

Donaldson, L. & Davis, J. (1991) *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. Australian Journal of Management*, Vol 16, pp. 49-64.

Donaldson, L. & Davis, J. (1997) Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*, Vol. 22, pp. 20-47.
Donaldson, L. & Davis, J. (1989) CEO governance and shareholder returns: Agency theory or stewardship theory. *Work paper: Annual Meeting of the Academy of Management*.

Eskola J. & Suoranta, J. (2000) Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Tampere: Vastapaino.

European Central Bank (2018) Fit and Proper for Better Governance. [verkkodokumentti]. [viitattu 15.8.2018) Saatavilla https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/publications/newsletter/2018/html/ssm.nl180214_4.en.html

Fama, E (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, Vol. 88, pp. 288–307.

Finanssivalvonta (2015) Pankki- ja vakuutussektorien vakavaraisuus. [verkkodokumentti] [viitattu 1.8.2018] Saatavilla http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Analyysit_tutkimukset/Documents/Pankki_ja_vakuutussektorien_vakavaraisuus_2_2015.pdf

Gabo & Gimeno (2017) Gender Diversity on European Banks' Boards of Directors. *Journal of Business Ethics*, Vol. 2, pp. 145-162.

Germain L., Galy N. & Lee W. (2014) Corporate Governance Reform in Malaysia: Board Size, Independence and Monitoring. *Journal of Economics and Business*, Vol. 75, pp. 126-162.

Goodwin, J. & Seow J. (2002) The Influence of Corporate Governance Mechanisms onthe Prevention and Detection of Control Weaknesses, Fraud and Error: The Perceptionsof Auditors and Directors. *Accounting & Finance*, Vol. 42 pp. 195–233.

Harrison, J. & Wicks, A. (2015) Stakeholder Theory, Value and Firm Performance. *Business Ethics Quarterly*, Vol. 23 pp. 97-125.

Hermalin B. & Weishbach M. (1991) The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm performance*. The Journal of Financial Management* (1991), pp. 101-114.

Hermalin, B. & Weisbach, M. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, Vol. 9, pp. 7-26.

Holopainen, M. & Pulkkinen, P. Tilastolliset menetelmät (2003) Dark Oy, Vantaa, 1p.

Jensen M. (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit and Failure of Internal Control System. *The Journal of Finance*, Vol 47, pp. 831-880.

Jensen, M. & Murphy, K. J. (1990). Performance and Top Management Incentives. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 225-264.

Jensen, M. & Mecklin W (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 pp. 305-360.

Jensen, M. (2001) Value Maximization, Stakeholder Theory and The Corporate Objective Function. *European Financial Management,* Vol. 7, pp. 297-317.

John, T. & John, K. (1993). Top-Management Compensation and Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 48 pp. 949-974.

Jungmann, C. (2006). The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems. *European Company and Financial Law Review*, Vol 3, pp. 426–474.

Kim, K., Kim, M. & Qian, M. (2015). Effects of Corporate Social Responsibility on Corporate Financial Performance: A Competitive-Action Perspective. *Journal of Management*, Vol. 44, pp. 1097-1118.

L'Huiller, B. (2014) What Does Corporate Governance Actually Mean? Corporate Governance, Vol 14, pp 300-319.

Lang D. & Weir C. (1999) Governance Structures, Size and Corporate Performance in UK Firms. *Management Decisions*, Vol. 37, pp. 457-464.

Lang D. & Weir C. (2000) The Performance-Governance Relationship: The Effects of Cadury Compliance on UK Quoted Companies. *Journal of Management and Governance*, Vol. 4 pp. 265-281.

Low, C., Roberts, H. & Whiting, H. (2015) Board Gender Diversity and Firm Performance: Empirical Evidence from Hong Kong, South Korea, Malaysia and Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol 35, pp. 381-401.

Mamatzakis E. & Bempei T. (2015) The Effect of Corporate Governance on the Performance of US Investment Banks. Financial Markets, Institutions & Instruments: *Topics in Financial Intermediation*, pp. 1-50.

Mela, C. & Kopalley, P. (2002) The Impact of Collinearity on Regression Analysis: The Assymetric Effect of Negative and Positive Correlations. *Applied Economics*, Vol. 34, pp. 667-677.

Millet-Reyes, B. (2010) A Comparison Between One-Tier and Two-Tier Board Structures in France. *Journal of International Financial Management*, Vol. 21, pp. 279-310.

Mukhtar, M. (2012) Durbin-Watson and Generalized Durbin-Watson Tests for Autocorrelations and Randomness. *Journal of Business & Economics Statistics*.

Neun S. & Santere R. (1986) Dominant Stockownership and Profitability. *Managerial and Decision Economics*, Vol 7, pp. 207-210.

Ntim C. (2013) Board Diversity and Organizational Valuation: Unravelling the Effects of Ethnicity and Gender. *Journal of Management Governance*, Vol 19 pp. 167-195.

Paniagua, J., Rivelles, R. & Sapana J. (2018) Corporate Governance and Financial Performance: The Role of Ownership and Board Structure. *Journal of Business Research*, Vol. 89, pp. 229-234.

Panigua, J., Rivelles R. & Sapena J. (2018) Corporate Governance and Financial Performance: The Role of Ownership and Structure. *Journal of Business Research*, Vol 89, pp. 229-234.

Pathan S. & Faff R. (2013) Does Board Structure in Banks Really Affect Their Performance? *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37, pp. 1573-1589.

Pellegrini, C. & Sironi, E. (2017) Does a One-Tier Board Affect Firms' Performances? Evidences From Italian Unlisted Enterprises. *Small Business Economics*. Vol. 48, pp. 213-224.

Peni E. & Vähämaa (2011) Did Good Corporate Governance Improve Bank Performance during the Financial Crisis? *Journal of Financial Services Research, Vol. 41*, pp. 19-35.

Praptiningsih, M. (2009) Corporate Governance and Performance of Banking Firms: Evidence from Indonesia, Thailand, Philippines, and Malaysia. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, pp. 94-108.

Roe M.J. (2004) The Institutions of Corporate Governance. *Harvard Law School: Discussion Paper,* Vol. 488, pp. 1-28.

Rose, C. (2007) Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish evidence. Corporate Governance: *An International Review.* Vol 15, pp. 404–413.

Rosentein, S. & Wyatt J. (1990) Outside Directors, Boards Independence and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 175-191.

Rouyer, E. (2013). Company Performance and the two-tier Board Structure: Empirical evidence from France. *International Journal of Business and Economics*, Vol. 12, 45–58.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1997) A Survey of Corporate Governance', *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737–83.

Sila, V., Gonzalez, A. & Hagendorff, J. (2016). Women on Board: Does Boardroom Gender Diversity Affect Firm Risk? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 36, pp. 26–53.

Thomsen, S. (2004) Corporate Values and Corporate Governance. *Corporate Governance International Journal of Business Society*, Vol 4. pp. 29-46.

Tribbet C. (2012) Should the CEO and Chairman Roles ? Yes or No? *The Corporate Board*, Vol. 197, pp. 3-7.

Tu, T., Loi H. & Yen T. (2015) Relationship Between Gender Diversity on Boards and Firms' Performance – A Case Study About ASEAN Banking Sector. *International Journal of Financial Research*, Vol 6, pp. 150-159.

Turtley & Zaman (2004) The Corporate Governance Effects of Audit Committees. *Journal of Management & Governance*, Vol. 8 pp. 305-332.

Valdez, M., Hernandez C. & Jiménez A. (2017). Corporate Governance: International Context and Trends from 2005 to 2015. *International Journal of Business Management*, Vol. 12, pp. 158-168.

Van Der Walt, N. & Ingley C. (2003) Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors. *Corporate Governance: An International Review,* Vol. 11, pp. 218-234.

Weimer J. & Pape J. (1999) A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. Corporate Governance. Vol. 7, pp. 152-166.

Wild J. (1996) The Audit Committee and Earnings Quality. Journal of Accounting, Auditing and Finance, Vol. 11, pp. 246-266.

Zagorchev, A. & Gao, L. (2015). Corporate Governance and Performance of Financial Institutions. *Journal of Economics and Business*, Vol. 82 pp. 17-41.

Liite 1. Tutkimuksessa mukana olleet pankit

- Danske Andelskassers Bank
- Djurslands Bank
- Fynske Bank
- Grønlandsbanken
- Lån og Spar Bank
- Skjern Bank
- BankNordik
- Jutlander Bank
- Nordjyske Bank
- Ringkjøbing Landbobank
- Vetjysk Bank
- Danske Bank
- Jyske Bank
- Spar Nord Bank
- Sydbank
- Aktia Bank
- Ålandsbanken
- Evli Pankki
- DNB
- ABG Sundal Collier
- Spare Bank
- TF Bank
- Nordea Bank
- Resurs Holding
- SEB
- Svenska Handelsbanken
- Swedbank

Liite 2. Tutkimusaineiston valuuttojen konvertoimiseen käytetyt arvot.

31.12.2012
EUR/SEK 8,577
EUR/DKK 7,461
EUR/NOK 7,337

31.12.2013
EUR/SEK 8,850
EUR/DKK 7,462
EUR/NOK 8,342

31.12.2014
EUR/SEK 9,432
EUR/DKK 7,447
EUR/NOK 9,042

31.12.2015
EUR/SEK 9,175
EUR/DKK 7,464
EUR/NOK 9,503