

Corporate governance-suositusten mukaisen hallituksen vaikutus yrityksen arvostukseen?

Laskentatoimi
Maisterin tutkinnon tutkielma
Tuomas Ilveskoski
2009

Laskentatoimen ja rahoituksen laitos
HELSINGIN KAUPPAKORKEAKOULU
HELSINKI SCHOOL OF ECONOMICS





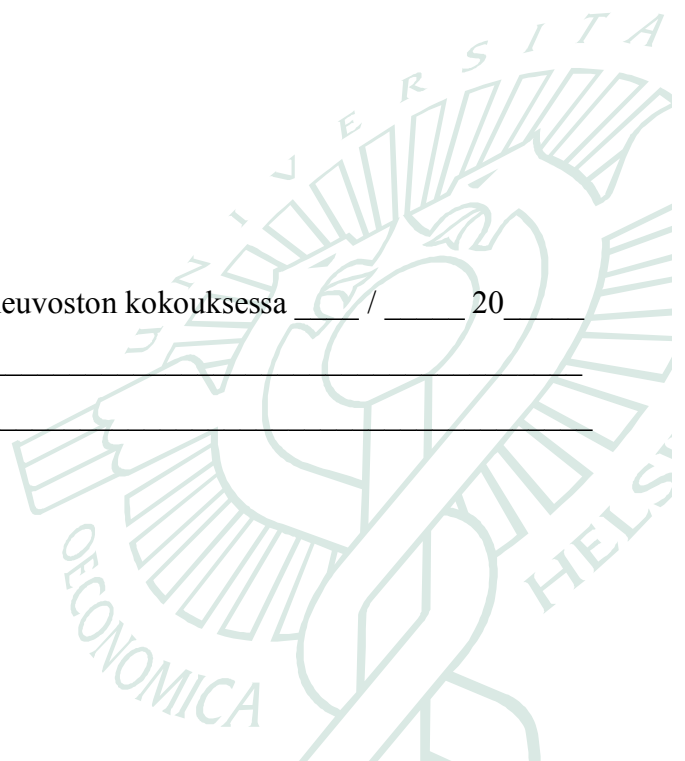
HELSINGIN KAUPPAKORKEAKOULU
Laskentatoimen ja rahoituksen laitos

Corporate governance-suositusten mukaisen hallituksen vaikutus yrityksen arvostukseen?

Tutkimus Baltian maista ja Suomesta

Laskentatoimi
Pro Gradu – tutkielma
Tuomas Ilveskoski
Kevät 2009

Laskentatoimen ja rahoituksen laitoksen laitosneuvoston kokouksessa ____ / ____ 20____
hyväksytty arvosanalla _____



CORPORATE GOVERNANCE-SUOSITUSTEN MUKAISEN HALLITUKSEN VAIKUTUS YRITYKSEN ARVOSTUKSEEN?

Tutkimuksen tavoitteet

Tutkimuksen tavoitteena on luoda katsaus corporate governancen kehitykseen kohdemaissa ja havainnoida corporate governance-suositusten mukaisen hallituksen vaikutusta yrityksen arvostukseen markkinoilla. Tutkimuksen lähtökohtana on corporate governancen rooli sijoittajien ja yritysten välisen luottamuskuilun kaventajana. Luottamuskuilun kaventuessa sijoittajat voisivat taloustieteellisen teorian perusteella tarjota yrityksille rahoitusta alhaisemmalla pääomakustannuksella, mikä voisi näkyä yrityksen arvostuksessa.

Lähdeaineisto

Tutkimuksen aineisto kerättiin Suomessa ja Baltian maissa vuosina 2005–2007 listautuneista yrityksistä. Corporate governancen kehityksen havainnoimiseen käytettiin 537 yritys vuotta. Corporate governancen ja arvostuksen välisen suhteen tutkimisen otokseksi muodostui 368 yritys vuotta. Corporate governance -aineisto saatiin yritysten tilinpäätöksistä sekä vuosikertomuksista. Yritysten perustiedot haettiin *Orbis*-tietokannasta.

Aineiston käsittely

Tutkimuksessa hallitusten corporate governancen tasoa yrityksissä mitattiin corporate governance-indeksillä, joka suhteutti yritysten hallitusten toimitavat corporate governance-suosituksiin. Corporate governance-indeksin kehitystä tutkimuksessa seurattiin Herfindahl-indeksillä. Arvostuksen ja corporate governancen välistä suhdetta havainnoitiin tutkimuksessa monimuuttujaregressioanalyysillä. Lisäksi tutkimuksessa otettiin huomioon corporate governance-indeksin mahdollinen endogeenisyys tutkimalla yrityksen arvostusta myös 2SLS-regressioanalyysillä.

Tulokset

Tutkimuksen tulokset korostavat corporate governancen merkityksen kasvaneen yritysten toiminnassa. Lisäksi tulokset vahvistavat corporate governance-suositusten mukaisen hallituksen yrityksen arvoa kohottavan vaikutuksen hallituksen kokoonpanon osalta. Hallituksen riippumattomuuden kasvun ja arvon välillä puolestaan havainnoitiin arvoa alentava yhteys. Tutkimuksen tuloksia ei vääristä endogeenisyys 2SLS-regressioanalyysin perusteella.

Avainsanat

Corporate governance, Hallitus, Arvostus, Endogeenisyys, Suomi, Baltia

Sisällysluettelo

1	JOHDANTO.....	4
1.1	Tutkielman tausta ja motivointi	4
1.2	Tutkielman tavoite ja rajaus.....	6
1.3	Tutkielman toteuttaminen.....	6
1.4	Tutkielman rakenne.....	7
2	TAUSTA, MOTIVAATIO JA AIKAISEMPI TUTKIMUS	8
2.1	Luottamus markkinoilla.....	8
2.1.1	Luottamuskuilun aiheuttajat	8
2.1.2	Luottamuskuilun kustannuksia ja seurauksia	10
2.1.3	Luottamuskuilun pienentäminen.....	12
2.2	Corporate governance ja sen vaikutus luottamuskuiluun	14
2.2.1	Corporate governance-määritelmä	14
2.2.2	Corporate governance luottamuskuilun kaventajana	17
2.2.3	Akateemiset tutkimukset corporate governancesta ja arvosta	21
2.3	Hallitus corporate governancessa.....	24
2.3.1	Hallituksen rooli yrityksissä	24
2.3.2	Hallituksen vaikutus luottamuskuiluun ja yrityksen toimintaan.....	25
3	TUTKIMUSHYPOTEESIT	29
4	TUTKIMUSMENETELMÄT JA EMPIIRINEN AINEISTO.....	31
4.1	Empiirisen aineiston kerääminen	31
4.2	Empiirisen aineiston muodostuminen	32
4.3	Corporate governance-indeksi (CG-indeksi).....	33
4.4	Tutkimuksen menetelmät.....	36
4.4.1	Herfindahl-indeksi.....	38
4.4.2	Regressioanalyysi.....	39
4.4.3	Endogeenisyyden tutkiminen.....	42
5	TUTKIMUKSEN TULOKSET.....	44
5.1	Hallitusten corporate governance-osatekijöiden noudattaminen	44
5.2	Hallitusten corporate governance-indeksi (CGI)	46
5.3	Corporate governancen noudattaminen Herfindahl-indeksin mukaan.....	48
5.4	Regressioanalyysin kuvailevat tilastot	50
5.5	Pearsonin ja Spearmanin korrelaatio	52
5.6	Corporate governance ja markkina-arvo OLS-regressioanalyysissä	54
5.7	Corporate governance ja arvon suhde 2SLS-regressioanalyysissä	60
6	TULOSTEN TULKINTA JA PÄÄTELMÄT	63
6.1	Tutkimuksen keskeisimmät tulokset	63
6.2	Tutkimuksen yleistettävyys ja rajoitteet.....	68
7	YHTEENVETO JA JATKOTUTKIMUS	70
8	LÄHTEET.....	72
9	LIITTEET	80
9.1	Liite A - Corporate governance - indeksin pohja.....	80
9.2	Liite B - Corporate governance -indeksin osatekijät.....	81
9.3	Liite C - Pearsonin ja Spearmanin korrelaatio corporate governance-indeksiin	84
9.4	Liite D - CGI:n ylä- ja alakvartaalin vaikutus yrityksen arvostukseen	85
9.5	Liite E - CGI:n vaikutus yrityksen arvostukseen ryhmäkohtaisesti.....	86

TAULUKOT

Taulukko 1 - Empiirisen aineiston muodostuminen	32
Taulukko 2 - Corporate governance indeksi (CG-indeksi)	36
Taulukko 3a - Regressiomuuttujien selitykset	41
Taulukko 3b - 2SLS-mallin muuttujien selitykset	43
Taulukko 4 - CG-indeksin osatekijöiden noudattaminen Suomessa ja Baltiassa	45
Taulukko 5 – CG-indeksin kuvaava taulukko.....	47
Taulukko 6 - H-indeksi corporate governance -osatekijöiden kehitys Suomessa ja Baltiassa	48
Taulukko 7 - I-indeksi Suomen ja Baltian-maiden CG-osatekijöiden kannalta.....	49
Taulukko 8 - Regressioanalyysin aineisto.....	51
Taulukko 9 - Kuvailevat tilastot regressioanalyysin muuttujista	51
Taulukko 10 - Pearsonin ja Spearmanin korrelaatio muuttujien kesken.....	53
Taulukko 11 - OLS-regressio CGI:n vaikutus arvoon	55
Taulukko 12 - OLS-regressio CG-alaindeksien vaikutus arvoon	56
Taulukko 13 - OLS-regressio CGI ja CG-alaindeksi maittain sekä vuosittain	58
Taulukko 14 - 2SLS 1. vaihe - Corporate governance-indeksin estimointi	60
Taulukko 15 - OLS- ja 2SLS-regressiot.....	61

KUVAAJAT

Kuvaaja 1 - Sisäinen ja ulkoinen corporate governance	15
Kuvaaja 2 – Corporate governancen ja arvostuksen välinen suhde	37

KAAVAT

Kaava 1 - H-indeksi.....	39
Kaava 2 – I-indeksi	39
Kaava 3 – Tobin’s Q	39
Kaava 4 - Toimialamukautettu Tobin’s Q.....	40
Kaava 5 – Regressiomalli 1	41
Kaava 6 – Regressiomalli 2.....	41
Kaava 7 – Regressiomalli 3.....	41
Kaava 8 – Regressiomalli 4.....	41
Kaava 9 – 1. vaihe 2SLS-mallissa.....	43
Kaava 10 – 2. vaihe 2SLS-mallissa.....	43

1 JOHDANTO

1.1 Tutkielman tausta ja motiivointi

Luottamus on markkinoilla hyvin tärkeä asia. Markkinoiden toimintaedellytyksenä on, että markkinatoimijat luottavat toisiinsa. Kuitenkin sijoittajien ja yritysten välillä on lähtökohtaisesti luottamuskailu markkinoilla. Luottamuskailun aiheuttajista huomattavampina voidaan mainita informaatio- ja agenttiongelmia (Healy & Palepu, 2001). Informaatio- ja agenttiongelmia heikentävät huomattavasti markkinoiden toimintaa, koska sijoittajat eivät tiedä mihin sijoittaa, ja miten yritysten johto käyttää omistajien varoja?

Luottamuksen puuttuminen heijastuu yritysten toimintaan hyvinkin nopeasti. Sijoittajien luottamuksen heikentyminen aiheuttaa yrityksille kustannuksia, jotka ilmenevät esimerkiksi sijoitetun pääoman riskipreemiona (Verrecchia 2001) ja agenttikustannuksena (Shleifer ja Vishny 1997). Näiden kustannusten vaikutus yritysten toimintaan voi olla huomattavakin (Boyko ym. 1993 ja Shleifer ja Vishny 1997).

Tämän tähden onkin luonnollista olettaa, että yritykset haluaisivat parantaa luottamusta sijoittajien silmissä. Täydellinen avoimuus on tietenkin eräs ratkaisu kyseisiin ongelmiin (Healy & Palepu, 2001). Tällöin yrityksen omistajat tietävät yritysten laadun, ja he tietävät miten yritys käyttää heidän varojaan. Kuitenkin täydelliseen avoimuuteen ei markkinoilla voida päästä, koska täydellisellä avoimuudella on kustannuksia yrityksille (kts. esim. Diamond & Verrecchia 1991 ja Baiman & Verrecchia 1996). Toinen mahdollinen ratkaisu luottamusongelmiin on sääntely (Healy & Palepu, 2001). Markkinoita säädelläänkin nykyään tarkasti. Suomessa esimerkkeinä voidaan mainita yhtiöiden toimintaa säätelevät kirjanpito- arvopaperimarkkina- ja osakeyhtiölaki. Kuitenkin edellä mainitusta tiedon epäsymmetriasta johtuen sääntelyllä ei voida täysin poistaa luottamusongelmia toimijoiden väliltä.

Yhdeksi mahdollisuudeksi luottamuksen parantamiseksi markkinatoimijoiden välille on tullut corporate governance. Corporate governance on omistajaohjausta, jonka tarkoituksena on varmistaa tuotto omistajille sijoituksesta, ja ehkäistä yritysten johdon väärinkäytökset (Shleifer & Vishny 1997). Teoreettisista lähtökohdista corporate governancen merkitys luottamuksen lisääjänä markkinoilla on ilmeinen. Esimerkiksi corporate governancen on todettu vähentävän johdon ja omistajien eriytymisestä aiheutuvia ongelmia (Shleifer & Vishny 1997) sekä parantavan tilinpäätöksen laatua ja avoimuutta (Chtourou ym. 2001 ja

Beasley 1996). Tästä voisimmekin olettaa yritysten suosivan hyvien hallintotapojen mukaista omistajaohjausta, jotta luottamuskuilu sijoittajien ja yritysten välillä mahdollisesti pienenesi.

Corporate governancen mukanaan tuoma lisääntynyt luottamus puolestaan voisi johtaa yritysten kannalta positiiviseen markkina-arvon kehittymiseen, koska edellä esitettyjen tutkimusten pohjalta luottamuksella voi olla vaikutusta yritysten saaman rahoituksen hintaan (Shleifer & Vishny 1997 ja Verrecchia 2001). Pääoman kustannushan näkyy useiden arvostusteorioiden mukaan yrityksen arvostuksessa¹. Useat aikaisemmat corporate governance tutkimukset tukevat tätä oletusta. Esimerkiksi Gompers ym. (2003) osoittavat tutkimuksessaan, että vahvat osakkeenomistajien oikeudet kohottavat yritysten arvoa ja tulosta. Brown & Caylor (2006) ja Cremers & Nair (2006) puolestaan tulevat siihen tulokseen, että sisäisellä ja ulkoisella corporate governancella on vaikutusta yrityksen arvoon.

Tutkimusten tulokset eivät kuitenkaan ole olleet ristiriidattomia (kts. esim. Larcker ym. 2007). Tutkimukset ovat myös lähinnä keskittyneet tutkimaan ulkoisen corporate governancen vaikutuksia (kts. esim. Gompers ym. 2003). Tämä on ehkä jopa hieman hämmentävää, koska aikaisemmin esittämäni teoreettisiin oletuksiin sisäisellä corporate governancella on suurempi merkitys. Yritys itse pystyy kehittämään sisäistä hallintotapaansa (Hirvonen ym. 2003), joten lähtökohtaisesti sisäisellä corporate governancella voisi olla suurempi merkitys sijoittajien silmissä. Tämän takia voisikin olla mielenkiintoista yrittää ymmärtää sisäisen corporate governancen vaikutusta yrityksen toimintaan. Sisäisen corporate governancen osa-alueista kiistatta hallituksen rooli nousee vahvasti esille. Esimerkiksi Jensen (1993) toteaa tutkimuksessaan sisäisen corporate governancen tärkeimmän tekijän eli hallituksen olevan suurin syy yritysten epäonnistumisiin tehdä osakkeenomistajien kannalta parhaita ratkaisuja. Lukuisat empiiriset tutkimuksetkin tukevat ajatusta, että hallituksilla on huomattava rooli yritysten toiminnassa ja arvostuksessa (kts. esim. Beasley 1996, Bebchuk & Cohen 2005 ja Yermack 1996). Näin ollen voisimmekin mahdollisesti olettaa corporate governance-suositusten mukaisen hallituksen lisäävän luottamusta markkinoilla, ja sitä kautta vaikuttavan yrityksen arvostukseen.

¹ Esimerkiksi Ohlsonin (1995) arvonmääritysmallin mukaan alentunut tuottovaatimus kohottaa yrityksen markkina-arvoa

1.2 Tutkielman tavoite ja rajaus

Tässä tutkimuksessa onkin tarkoituksena ymmärtää corporate governancen vaikutusta luottamusta lisäävänä tekijänä markkinoilla. Lisääntynyt luottamus puolestaan voi näkyä yrityksen arvostuksessa, koska sijoittajat antavat rahaa yrityksen käyttöön alemmalla pääoman tuottovaatimuksella. Tutkimuksen lähtökohtana on hallituksen merkitys informaatio- ja agenttiongelman ratkaisijana. Tällöin voidaan olettaa, että yritysten tavoitteena on noudattaa hyviä hallintotapoja hallitustyöskentelyssä, koska sitä kautta ne voivat vaikuttaa markkina-arvoonsa positiivisesti.

Tämä tutkimus kattaa Suomen ja Baltian maiden pörssilistatut yritykset vuosilta 2005–2007. Ottamalla aineistoksi kyseisten maiden listatut yritykset saadaan laaja katsaus corporate governancen kehittymiseen ja vaikutukseen yrityksen arvoon. Samalla voidaan vertailla corporate governancen vaikutusta luottamukseen erilaisilla markkinoilla. Tämä tuo uuden näkökulman aikaisempiin corporate governance tutkimuksiin, koska corporate governancen on todettu vaikuttavan eritavalla erilaisissa ympäristöissä (kts. esim. Weimer & Pape 1999). Tämä tutkimus kuitenkin keskittyy Euroopan Unionin alueella toimiviin yrityksiin, jotka ovat listattuna samaan pörssiin². Tämän ansiosta tutkimus pystyy paremmin ymmärtämään hallituksen vaikutuksen luottamukseen markkinoilla. Yritysten toimiessa samassa lainsäädännöllisessä ympäristössä saadaan vähennettyä ulkoisen corporate governance tekijöiden vaikutusta tutkimustuloksiin.

1.3 Tutkielman toteuttaminen

Tutkimuksen ensimmäinen tavoite on havainnoida hyvien hallintotapojen kehitystä kohdeyrityksissäni. Corporate governancen noudattamista tutkin vertailemalla corporate governance-indeksin kehitystä Herfindahl-menetelmällä. Kyseisellä menetelmällä voidaan havainnoida corporate governance-osatekijöiden harmonisaatiota aineistossani. Tutkimuskohteeni eli corporate governance-indeksi kuvastaa hallitusten toimintatapoja suhteessa corporate governance-suositukseen. Seuraavana tutkimustavoitteena on ymmärtää corporate governancen vaikutusta yrityksiensä toimintaan. Vertailemalla corporate governance-indeksiä yrityksiensä markkina-arvoihin OLS-regressioanalyysillä voimme saada viitteitä corporate governance ja luottamuksen välisestä suhteesta. Markkina-arvojen selittäjänä tulen käyttämään Tobin's Q-arvoa. Tobin's Q on laajasti hyväksytty menetelmä markkina-arvojen

² Helsingin pörssi ja Baltian maiden pörssit kuuluvat OMX-pörssiin.

havainnointiin (kts. esim Bhagat & Black 2002). Kuitenkin tutkiessani corporate governance-indeksin vaikutusta markkina-arvoihin, on otettava huomioon aikaisemmissa tutkimuksissa esille tullut mahdollinen endogeenisyysoongelma (kts. esim. Gompers ym. 2003). Tässä tutkimuksessa käytän kaksivaiheista regressioanalyysiä (2SLS-menetelmää) mahdollisen endogeenisyyden selvittämiseksi. Tämän avulla voidaan saada vahvistusta tuloksiin (Maddala 2001).

1.4 Tutkielman rakenne

Tutkimukseni esittelee ensimmäiseksi luvussa 2.1 luottamuksen merkityksen markkinoilla. Luvussa on tarkoituksena myös käsitellä aikaisempien kirjallisuuden perusteella luottamuksen vaikutusta markkinoilla toimijoihin. Tulen esittelemään markkinoilla olevan luottamuskuilun syitä ja seurauksia. Tämän jälkeen esittelen laajemmin corporate governance viitekehyksen luvussa 2.2, jotta voimme ymmärtää paremmin, kuinka corporate governancella voisi olla vaikutusta yritysten ja sijoittajien väliseen luottamuskuiiluun. Kappaleessa 2.3 keskityn hallituksen rooliin corporate governancessa sekä hallituksen vaikutuksiin yritysten toimintaan aikaisemman kirjallisuuden pohjalta. Tämän jälkeen tuon esille tutkimushypoteesini kappaleessa 3. Kappaleessa 4 esittelen corporate governance-indeksini ja empiirisen tutkimukseni menetelmät. Kappaleessa 5 käsittelen tuloksia ja tuon esille yrityksen luottamuksen osatekijöitä. Viimeiseksi kappaleissa 6 ja 7 pohdin tutkimuksen johtopäätöksiä ja jatkotutkimusaiheita.

2 TAUSTA, MOTIVAATIO JA AIKAISEMPI TUTKIMUS

2.1 Luottamus markkinoilla

Nykyaikaisten rahoitusmarkkinoiden toiminnan edellytyksenä on luottamus markkina-toimijoiden välillä. Viime aikoina on saatu valitettavan todellisesti huomata mihin luottamuspula markkinoilla voi johtaa. Yhdysvalloista alkanut rahoituskriisi on murentanut täysin luottamuksen markkinoilla toimivien pankkien väliltä. Tämä on johtanut suoranaiseen kaaokseen markkinoilla, koska pankit eivät enää uskalla lainata toisilleen rahaa. Pankkien välinen luottamuspula on levinnyt hyvin nopeaan tahtiin myös muiden yritysten keskuuteen lamaannuttaen markkinat. Ainoaksi ratkaisuksi vuoden 2008 syksyllä alkaneeseen markkinakriisiin on todettu olevan luottamuksen palauttaminen markkinoille.

Luottamus on siis vahvasti osallisena markkinoiden toiminnassa, ja jokainen markkinoilla osallisena oleva kohtaa luottamusongelmia tehdessään päätöksiä. Päätösten perusteena oleviin tietoihin ja toimijoiden välisiin sopimuksiin täytyy voida luottaa, jotta markkinat toimivat hyvin. Kuitenkin markkinatoimijat ovat lähtökohtaisesti itsekkäitä, joten markkinoilla vallitsee luottamuskuihu (Akerlof 1970). Tämä kuihu aiheuttaa kustannuksia yrityksille, jotka toimivat markkinoilla.

Voidaksemme ymmärtää paremmin edellä mainitsemaani luottamuskuihua markkinoilla on syytä ensin tarkastella aikaisempien akateemisten tutkimusten esille tuomia syitä kyseiseen ongelmaan. Seuraavassa luvussa tarkoitukseni onkin esitellä yleisimmät luottamusongelmat markkinoilla. Tämän lisäksi käsittelen luottamuskuilun aiheuttamia kustannuksia yrityksille, jotta voimme ymmärtää luottamusongelman merkityksen yritysten toimintaan.

2.1.1 Luottamuskuilun aiheuttajat

Aikaisemmassa kirjallisuudessa on noussut esille kaksi merkittävää tekijää yritysten ja sijoittajien välisen luottamuskuilun aiheuttajaksi. Tiedon epäsymmetria³ sekä yritysten hallinnan eriytyminen omistajien ja johdon välillä ovat merkittävimmät luottamuskuilun rakentajat. Tieteellisessä tutkimuksessa tiedon epäsymmetriasta aiheutuvaa luottamusongelmaa kutsutaan informaatio-ongelmaksi. Johdon ja omistajien eriytymisestä johtuvaa problematiikkaa on puolestaan tutkittu vuosikymmeniä, ja akateemisessa

³ Englanninkielinen termi: ”Information asymmetry”.

maailmassa ongelma tunnetaan agenttiteoreettisena ongelmana. Seuraavassa esittelenkin informaatio- ja agenttiongelman syntymisen syitä.

Ensimmäinen luottamuskulua laajentava tekijä eli informaatio-ongelma aiheutuu tiedon epäsymmetriasta sijoittajien ja yritysten välillä. Sijoittajat antavat rahansa yritysten käyttöön ilman takeita tulevaisuuden tuotoista. He vain luottavat tietoihinsa yrityksen toiminnasta ja uskovat saavansa tuottoa sijoitukselleen parhaimmalla mahdollisella tavalla. Esimerkiksi Healy ja Palepu (2001) esittelevät tutkimuksessaan ” Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets” laajasti informaatio-ongelmaa. Klassisen esimerkin informaatio-ongelmasta antoi Akerlof (1970) verratessaan markkinoita autokauppaan. Akerlofin (1970) ajatuksen mukaan molemmat markkinaosapuolet yrittäjät sekä sijoittajat ovat rationaalisia ja tekevät päätöksensä saatavilla olevan oman tiedon perusteella. Akerlofin esimerkissä oletetaan, että puolet liiketoimintaideoista on hyviä ja toinen puoli on huonoja. Mikäli sijoittajat eivät voi erotella hyviä ideoita huonoista, huonojen ideoijien myyjät yrittävät kaupata ne hyvinä. Tämä johtaa siihen, että sijoittajat maksavat ideoista saman keskiarvohinnan verran, koska rationaalisina sijoittajina he laskevat ideoiden arvon todennäköisyyden mukaan. Näin ollen ilman ratkaisua informaatio-ongelma johtaa hyvien ideoiden aliarvostukseen ja huonojen yliarvostukseen, koska sijoittajilla ei ole tietoa ideoiden todellisista tuotoista. Akerlofin (1970) mukaan tämä voi lopulta johtaa jopa markkinoiden toiminnan luhistumiseen, koska hyviä ideoita myyvät eivät suostu kauppoihin liian halvalla hinnalla. Näin markkinoille jää jäljelle vain huonojen ideoiden myyjät.

Toinen luottamusta heikentävä teoreettinen ongelma markkinoilla johtuu siis omistajien ja johdon eriytymisestä. Päätettyään sijoituskohteesta sijoittajat antavat varansa yrityksen käyttöön, ja yrityksen johto käyttää varoja omien päätöksiensä mukaisesti. Omistajien täytyy vain luottaa, että yrityksen johto käyttää varat omistajien edun mukaisesti. Akateemisessa kirjallisuudessa kyseistä ongelmaa kutsutaan agenttiteoreettiseksi ongelmaksi. Agenttiteorian problematiikka aiheutuu johdon ja omistajien eriytymisestä (Jensen & Meckling 1976). Nykyään varsinkin pörssiyrityksissä omistajat ovat täysin erottuneet yrityksen johdosta. Jensen ja Meckling (1976) määrittelevät omistajan päämieheksi ja yrityksen johdon hänen agentiksi. Päämies antaa agentille varoja, joita agentti käyttää kasvattaakseen päämiehen varallisuutta. Ongelmana on, että päämiehen on saatava agentti toimimaan hänen etujensa mukaisesti sijoittamalla parhaisiin riski-tuotto kohteisiin (Fama & Jensen 1983). Agentti eli yrityksen johto puolestaan toimii lähtökohtaisesti omien etujensa mukaisesti, joita ovat hänen

oma maine ja varallisuus (Scott 2003). Lisäksi agentin ja omistajien riskipreferenssit voivat olla selkeässä ristiriidassa. Joko agentti voi karttaa riskiä, koska hän ei voi hajauttaa riskiänsä useaan kohteeseen (Fama 1980), tai agentti voi ottaa liikaa riskiä päästäkseen esimerkiksi palkitsemisperusteisiin tavoitteisiin.

Aikaisemman tutkimuksen perusteella voimme siis todeta luottamuskuilun sijoittajien ja yritysten välillä aiheutuvan edellä esittelemistäni informaatio- ja agenttiongelmasta. Tiedon epäsymmetriasta ja johdon eriytymisestä johtuen sijoittajat eivät voi lähtökohtaisesti luottaa markkinoilla toimiviin yrityksiin. Voidaksemme ymmärtää ongelman laajuuden markkinoiden ja yritysten toimintaan seuraavaksi tuon esille käytännön seurauksia, joita on havaittu luottamuskuilun aiheuttavan.

2.1.2 Luottamuskuilun kustannuksia ja seurauksia

Luottamuskuilulla on todellista merkitystä markkinoilla toimiville yrityksille. Kuten edellisessä kappaleessa toin esille, lähtökohtaisesti sijoittajat eivät voi luottaa yrityksiin informaatio- ja agenttiongelman tähden. Tämän sijoittajat rationaalisina (Akerlof 1970) hinnoittelevat yrityksille antamaansa rahoitukseen. Seuraavaksi osoitan, kuinka luottamuskuilu käytännössä näkyy yritysten toiminnassa ja pääoman kustannuksissa.

Ensimmäinen luottamuksesta aiheutunut ongelmahan on informaation epäsymmetria yrityksen ja sijoittajan välillä. Tämä estää ostajaa eli omistajaa määrittelemästä yrityksen oikeaa hintaa, koska yritys ei kerro avoimesti toiminnastaan. Tämän takia ostaja ei suostu maksamaan täyttä hintaa yrityksestä vaan vaatii riskipreemiota sijoitukselleen (Verrecchia 2001). Riskipremio voidaan nähdä pääoman kustannuksena. Esimerkiksi Verrecchia (2001) näkee tämän riskipreemion tiedon epäsymmetria komponenttina pääoma kustannuksessa. Hyvänä esimerkkinä sijoittajien vaatimasta riskipreemiosta voidaan nähdä yrityksen ulkoisen rahoituksen hinta. Ulkoisessa rahoituksessa omalle pääomalle on suurempi tuottovaatimus verrattuna vieraaseen pääomaa (Brealey ym. 2005). Vieraan pääoman rahoittajat saavat usein enemmän ja parempaa tietoa yritysten toiminnasta ennen sijoittamista⁴. Lisäksi vieraan pääoman rahoittajat voivat vaatia sijoituksiaan takaisin sopimuksen mukaisesti. Nämä seikat vähentävät vieraan pääoman kohdalla tiedon epäsymmetrian kustannusta. Yritykset ottavatkin tämän huomioon tehdessään rahoituspäätöksiä, ja turvautuvat usein viimeisenä osakeantiin,

⁴ Lainarahaa myöntävät rahoituslaitokset voivat vaatia lisätietoja ennen rahoituksen myöntämistä.

koska se on kallein tapa hankkia rahoitusta. Rahoituksessa ”Pecking order theory” on käsitellyt kyseistä problematiikka aikaisemmassa kirjallisuudessa⁵. Varsinkin markkinoilla, joilla osakkeenomistajien oikeudet ovat heikot, on oman pääomaehtoisen rahoituksen kustannus huomattava (Shleifer & Vishnyn 1997). Informaation epäsymmetriasta johtuen yritykset joutuvat siis maksamaan saamastaan rahoituksesta ylimääräistä preemiota, joka näkyy yrityksen pääoman kustannuksessa.

Toisen luottamuskuilun aiheuttajan, agenttiongelman, tähden yrityksen ulkoisen rahoituksen kustannusta kasvattaa niin sanottu agenttikustannus (Scott 2003). Agenttikustannus ilmenee valvonta- ja takuukustannuksena sekä residuaalitappiona (Hirvonen ym. 2003). Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan valvontakustannuksiin voidaan lukea esimerkiksi tilintarkastukseen ja sisäiseen valvontaan liittyvät kustannukset. Takuukustannuksiin Jensen ja Meckling (1976) lukevat johdon motivoinnin kustannukset kuten palkitsemisen. Viimeinen agenttikustannus on residuaalikustannus, joka on nimensä mukaan valvonnasta ja motivoinnista huolimatta jäävä kustannus (Jensen & Meckling 1976). Yrityksen omistajat eivät täysin pysty agenttiteorian mukaan ratkaisemaan agenttiongelmia valvomalla ja motivoimalla johtoa, koska johdolle jää aina pelivaraa toimia omien etujensa mukaisesti. Agenttikustannuksen vuoksi yrityksen omistajat joutuvat siis maksamaan varmistuakseen yrityksen toimivan heidän etujensa mukaisesti. Tämän kustannuksen sijoittajat luonnollisesti hinnoittelevat yrityksille antamaan rahoitukseen (Shleifer & Vishny 1997). Käytännön esimerkkinä agenttikustannuksesta voidaan nähdä Boyko, Shleifer ja Vishnyn (1993) tutkimuksessa venäläisen tuotantoyrityksen osakeannista. He toteavat, että eräs venäläinen yritys myyntiin 99 % alennuksella verrattuna vastaavaan länsimaalaiseen. Heidän mielestään hinnan erotus voi mahdollisesti selittyä korkeampana agenttikustannuksena Venäjällä, jonka vuoksi sijoittajat vaativat preemiota pääomalle. Tätä ajatusta tulee myös (Agrawal & Knoeber 1996) saamalla selville, että agenttikustannuksen kontrollointi vahvistaa yrityksen tulosta. Teoreettisesti luottamuskuilulla voisi olla juuri vaikutusta agenttikustannuksen residuaalikustannukseen (Jensen & Meckling 1976), koska kyseinen agenttikustannuksen osa johtuu osakkeenomistajien toimien ulottumattomissa olevasta kustannuksesta. Sijoittajien ei oletettavasti tarvitsisi hinnoitella suurta residuaalikustannusta yritykselle, mikäli he voisivat luottaa yrityksen johdon toimiin.

⁵ Rahoituksen ”Pecking order theory” esittää, että informaation epäsymmetriasta johtuen yritykset turvautuvat viimeisimpänä ulkoiseen oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen, koska sijoittajat vaativat tälle ulkoiselle rahoitukselle korkeinta tuottoa. Esimerkiksi Brealey, Stewart & Franklin (2005) esittelevät kyseisen teorian.

Olemme siis saaneet selville, että luottamuskuilusta johtuen sijoittajat vaativat ylimääräistä preemioita sijoittaessaan yrityksiin. Pääoman kallistuminen vaikeuttaa yrityksen toimintaa monellakin tapaan. Tätä ajatusta tukevat myös Bushman & Smith (2001) tutkimuksessaan toteamalla luotettavan taloudellisen tiedon⁶ vaikuttavan yrityksen taloudelliseen toimintaan⁷. Heidän mielestään taloudellisella tiedolla on merkitystä yrityksen taloudelliseen toimintaan juuri pääomakustannuksen kautta. Seuraavaksi mieleen nouseekin kysymys, miten tämä voi vaikuttaa yritysten taloudelliseen toimintaan? Kenties parhaiten nykyisessä markkinataloudessa pääomakustannus näkyy yrityksen arvostuksessa. Esimerkiksi Ohlsonin (1995)⁸ yritysten arvostusteorian mukaan yritysten pääomakustannus vaikuttaa suoraan arvostukseen. Tästä pääsemmekin oletukseen, että hyvin toimivat ja menestyvät yritykset haluaisivat todennäköisesti pienentää luottamuskuilua, jotta sijoittajat osaisivat hinnoitella näille yrityksille antamansa rahoituksen oikein⁹. Tämä puolestaan voisi kasvattaa hyvien yritysten arvostusta, koska ne saisivat varoja käyttöönsä oikealla hinnalla. Yrityksillä onkin useita tapoja lisätä sijoittajien luottamusta niitä kohtaan. Seuraavassa kappaleessa tarkoituksena on pohtia yritysten keinoja kasvattaa sijoittajien luottamusta, ja sen avulla edellä esittelemäni ajatuksen kautta omaa arvostustaan.

2.1.3 Luottamuskuilun pienentäminen

Luonnollinen ratkaisu luottamusongelmaan on tiedon lisääminen markkinatoimijoiden välillä. Täydellinen avoimuus on tiedon lisäämisen äärimmäinen muoto. Healy ja Palepu (2001) toteavat täydellisen avoimuuden mahdollistavan yritysten informaatio-ongelman ratkaisun. Myös Kreps (1990) toteaa täydellisen avoimuuden vähentävän väärinarvostusongelmaa markkinoilla. Tietäessään yritysten toiminnan täysin sijoittajat osaavat arvostaa yritykset oikein. Lisäksi täydellinen avoimuus antaa hyvät mahdollisuudet agenttiongelman ratkaisuun. Omistajien tietäessä tarkalleen miten johto toimii, he voivat luoda tarkat sopimukset turvatakseen omat etunsa (Healy & Palepu 2001). Kuitenkaan käytännössä ei ole mahdollista päästä täydelliseen avoimuuteen markkinoilla koska täydellisellä avoimuudella on kustannuksia yrityksille (kts. esim. Diamond & Verrecchia 1991 ja Baiman & Verrecchia 1996). Verrecchia (2001) mukaan täydellinen avoimuus ei ole mahdollista, koska yritykset

⁶ Englanninkielinen termi "Financial accounting information".

⁷ Englanninkielinen termi "Economic performance".

⁸ Ohlsonin (1995) arvonmäärittymällin mukaan alentunut tuottovaatimus kohottaa yrityksen markkina-arvoa.

⁹ Periaatellinen ongelma, joka aiheutuu informaation epäsymmetriasta sijoittajien ja yritysten välillä. Esimerkiksi aikaisemmin mainittu Akerlof (1970) on tuonut ongelman esille antaessaan esimerkin markkinoiden toiminnasta.

kohtaavat niin sanotun omistuskustannuksen¹⁰, mikäli ne pyrkivät täydelliseen avoimuuteen. Omistuskustannus muodostuu, kun yritykset toimivat kilpailuilla markkinoilla. Antamalla kaikki tiedot markkinoiden käyttöön yritysten kilpailijat hyötyvät tästä. Täydellisen avoimuuden ongelmana on myös yritystoiminnan monimutkaisuus. Harva sijoittaja kykenee tekemään päätöksiä tai ymmärtämään täydellisesti yrityksen toimintaa, vaikka heillä olisi kaikki tieto käytettävissä. Tästä syystä tarvitaan muita keinoja informaatio- ja agenttiongelman ratkaisuun sekä sitä kautta luottamuskuilun pienentämiseen.

Seuraava mahdollinen ratkaisu informaatio- ja agenttiongelmiaan on säätely (Healy & Palepu 2001). Healy ja Palepu (2001) toteavat säätelyn tarkoituksena olevan, että sijoittajat saavat tarpeellisen tiedon yrityksistä. Lisäksi säätelyllä voidaan varmistaa yrityksiensä kunnioittavan osakkeenomistajien oikeuksia. Tärkeimpinä näistä oikeuksista voidaan pitää omistajien omaisuuden säilyttämistä ja sopimuksien pitävyyden varmistamista. Nykyaikana markkinoita säädelläänkin todella tarkasti, jotta voitaisiin ylläpitää luottamusta markkinoilla. Suomessa esimerkkeinä voidaan mainita yhtiö toimintaa säätelevät kirjanpito-, arvopaperimarkkina- ja osakeyhtiölaki sekä kansainvälinen IFRS-normisto¹¹. Säätelyllä ei kuitenkaan voida ratkaista täysin tiedon epäsymmetriasta aiheutuvia ongelmia, koska säätelyn kohteena olevilla yrityksen johtohenkilöillä on aina enemmän tietoa yrityksen toiminnasta kuin muilla. Lisäksi Shleifer ja Vishny (1997) toteavat, että osakkeenomistajien oikeuksia ei voida täysin taata säätelyllä, koska osakkeenomistajien etuja ja säätelyn noudattamista valvova hallitus on usein yrityksen johdon hallinnassa. Jensen (1993) ja Mace (1986) tukevat myös ajatusta, että yrityksen johdolla on huomattava valta yhtiöiden hallituksissa¹². Hallituksen yhtenä roolinahan on varmistaa, että yrityksen johto noudattaa yhteisiä sääntöjä toiminnassaan. Mikäli johto pystyy vaikuttamaan hallituksen työskentelyyn, säätelyn teho omistajaohjauksessa voi heikentyä. Tästä voimmekin päätellä, että säätelyllä yksistään ei ole mahdollista päästä eroon markkinoilla olevista agentti- ja informaatio-ongelmista.

Säätely ja avoimuuden lisääminen antavat siis hyvän pohjan luottamuksen lisäämiselle markkinoilla. Kuitenkin kyseiset ratkaisut eivät luo täydellistä perustetta luottamukselliselle suhteelle yrityksiensä ja sijoittajien välille. Tarvitaan siis muita keinoja luottamuksen lisäämiseksi markkinatoimijoiden välille. Yhdeksi mahdolliseksi ratkaisuksi

¹⁰ Englanninkielinen termi ”proprietary cost”

¹¹ Kyseiset lait ovat keskeisin kansallinen lainsäädännöllinen tausta yhtiö toiminnan säätelyyn. IFRS-normisto puolestaan säätelee vahvasti pörssilistattu tai kansainvälisiä yrityksiä.

¹² Mace (1986) ja Jensen (1993) tulevat tutkimuksissaan vahvasti siihen tulokseen, että Yhdysvalloissa yritysten hallitus on johdon vallassa.

luottamusongelmaan sijoittajien ja yritysten välille on kehittynyt corporate governance. Viime vuosina corporate governancen merkitys on kasvanut, ja jo corporate governancen määritelmä kuvastaa corporate governancen mahdollista roolia markkinoiden luottamusongelman ratkaisijana. Shleiferin ja Vishnyn (1997) mukaan corporate governancen tarkoituksena on varmistaa tuotto omistajille sijoituksesta, yrityksen johdon väärinkäytösten ehkäisy ja yrityksen omistajaohjauksen takaaminen. Corporate governance on työkalu yrityksen ohjailuun, ja corporate governance antaa myös omistajille mahdollisuuden vaikuttaa varojensa käyttöön luomalla omistajien toiveita tukevan hallintojärjestelmän. Pohtiessamme kyseisiä corporate governancen ominaisuuksia on siis mahdollista, että corporate governacella voisi olla vaikutusta yrityksiin ja sijoittajien väliseen luottamuskiluun. Seuraavaksi tulenkin tutustumaan lähemmin corporate governanceeseen, jotta voisimme ymmärtää kuinka corporate governance voisi lisätä luottamusta markkinoilla, ja ratkaista luottamuspuutteesta aiheutuvia ongelmia markkinatoimijoiden välillä. Tarkoituksena on tuoda esille corporate governancen luonne omistajaohjauksessa, ja esitellä hyvän hallintotavan osa-alueet.

2.2 Corporate governance ja sen vaikutus luottamuskiluun

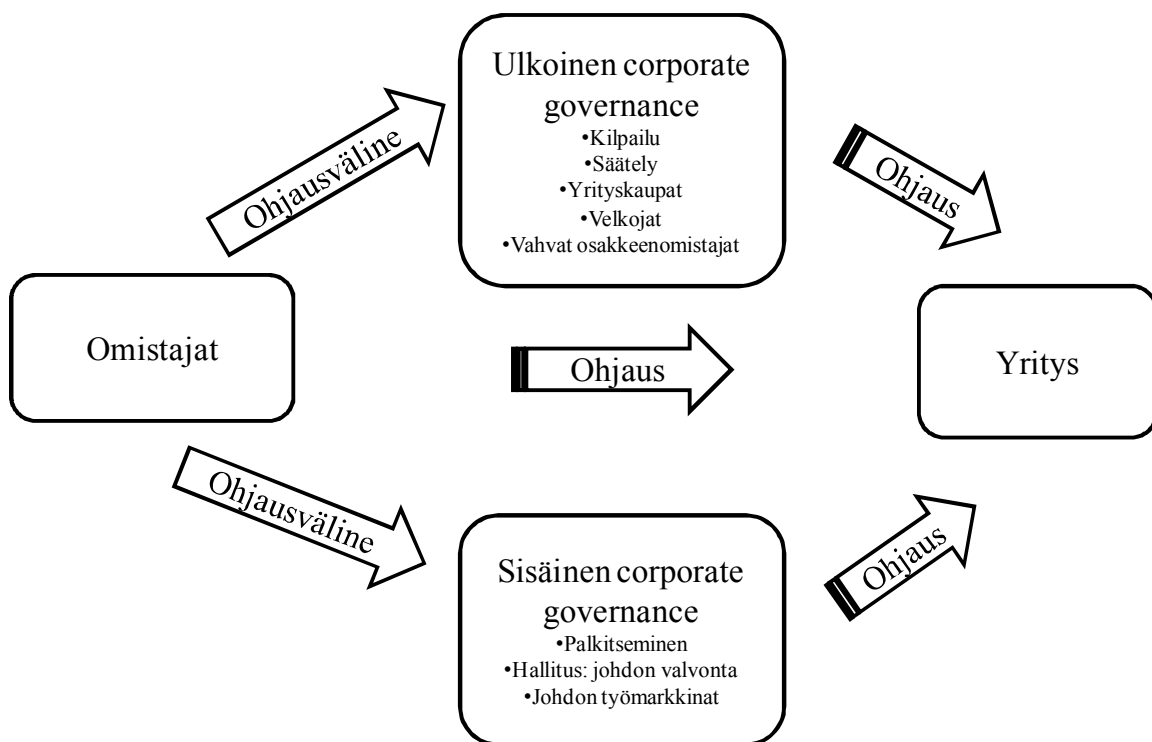
2.2.1 Corporate governance-määritelmä

Corporate governance on terminä vakiintunut vahvasti myös suomenkieleen. Parhaimpina suomennoksina termille on hyvä hallintotapa tai yhtiön ohjaus. Jatkossa tulen käyttämään corporate governancen suomenkielisenä vastineena hyvää hallintotapaa, joka mielestäni kuvaa parhaiten corporate governancen olemusta. Tämän hyvän hallintotavan tarkoituksena on varmistua, että yritystä johdetaan yrityksen sidosryhmien mukaisesti. Erityisesti yrityksen omistajien edut on otettava huomioon yrityksen hallinnossa (Shleifer ja Vishny 1997). Tätä ajatusta tukevat myös Demb ja Nuebauer (1992) corporate governance kirjallisuuden perusteoksessa sanomalla corporate governancen olevan prosessi, jonka puitteissa yrityksille saatetaan tietoon sidosryhmien oikeudet ja toivomukset.

Käytännössä corporate governance on monimutkainen hallintomekanismi, jolla varmistetaan, että yrityksen johto toimii omistajien edun mukaisesti (Bushman & Smith 2001). Corporate governancen roolin havainnollistamiseksi yrityksissä voidaan corporate governance jakaa sisäiseen ja ulkoiseen kuten Hirvonen ym. (2003) tekevät teoksessaan ” Corporate governance: hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely”. Sekä sisäisen että ulkoisen

corporate governancen tarkoituksena on ohjata yritystä omistajien kannalta parhaaseen suuntaan. Tässä tutkimuksessa käsitellenkin corporate governancen osa-alueita ohjausvälineinä, koska niiden tarkoituksena on ohjata edellä mainitulla tavalla yritystä toimimaan sidosryhmien etujen mukaisesti. Kuvaajassa 1 on esiteltyä ulkoinen ja sisäinen corporate governance yrityksen omistajien ohjausvälineenä. Kuvaajan 1 corporate governancen ohjausvälineiden määrittelyä tukee Bushmanin ja Smithin (2001) tutkimus ”Financial accounting information and corporate governance”. He lukevat sisäisiksi corporate governance mekanismeiksi johdon palkitsemisen, johdon valvonnan ja johdon työmarkkinat. Ulkoisiksi mekanismeiksi Bushmanin ja Smithin (2001) mukaan kuuluvat johtoa valvovat velkojat tai osakkeenomistajat, markkinakontrollin, kilpailun markkinoilla ja omistajien oikeuksia suojelevat lait.

Kuvaaja 1 - Sisäinen ja ulkoinen corporate governance



Kuten kuvaajasta 1 voidaan nähdä ulkoinen corporate governance tarkoittaa markkinoiden ohjausta, jonka avulla yritys toimii omistajien edun mukaisesti. Sisäinen corporate

governance on puolestaan yrityksen toimintaa, jolla varmistetaan omistajien edun saavuttaminen yrityksen strategisessa ja operatiivisessa toiminnassa.

Myös Roe (2004) näkee corporate governancessa kaksi osa-aluetta: sisäisen ja ulkoisen. Hänen mukaansa lainsäädännöllinen normitausta on ulkoista corporate governancea, mikä antaa yrityksille pelisäännöt, joiden mukaan toimia. Sisäisen corporate governancen Roe (2004) jakaa horisontaaliseen ja vertikaaliseen. Roe:n (2004) mukaan vertikaalisen governancen on tarkoitus suojella pienempiä osakkeenomistajia, jotta suuret omistajat eivät pääse hyväksikäyttämään pienten osakkeenomistajien oikeuksia. Vertikaalisen corporate governancen haasteet tuovat esille myös Shleifer ja Vishny (1997) tutkimukseen. Heidän mielestään suuret osakkeenomistajat ovat hyvä keino hallita yrityksen johtoa, mutta samalla pienten osakkeenomistajien oikeudet voivat jäädä huomioimatta. Horisontaalisella corporate governancella Roe (2004) tarkoittaa johdon omistajaohjausta, jonka tarkoituksena saada yrityksen johto tekemään omistajien kannalta parhaita ratkaisuja. Roen (2004) mukaan corporate governance instituutiot eli osatekijät pyrkivät vastaamaan horisontaalisen ja vertikaalisen hallintamallin ongelmiin. Roen määritelmä corporate governance instituutiosta vahvistaa kuvaajassa 1 esiteltyjä ohjausvälineitä. Roen instituutioita ovat markkinat, hallitus, tiedon välittäminen, osakkeenomistajat, johdon palkitseminen, johdon ammattimaisuus, lainsäädäntö, yrityksen pääomarakenne ja kilpailu markkinoilla¹³.

Voidaksemme ymmärtää täydellisesti corporate governancen hallintomekanismin toimivuuden yrityksissä, meidän on otettava myös huomioon yrityksen toimintaympäristö. Tutkiessa kuvaajassa 1 esiteltyjä corporate governancen ohjausvälineitä on huomionarvoista, että niiden merkitsevyyteen ja painotukseen on yrityksen markkinapaikalla vaikutusta. Ajatuksesta voimme käyttää esimerkkiä ulkoisen corporate governancen ohjausvälinettä kilpailua markkinoilla. Kilpailu toimii vain ohjausvälineenä, jos markkinoilla on todellista kilpailua ja se ohjaa yrityksen toimia. Yrityksien ympäristön vaikutusta corporate governancen toteutumiseen tukevat Weimer & Pipe (1999) tutkimuksessaan. He jakavat maailman neljään corporate governance systeemiin¹⁴ alueiden erityispiirteiden mukaan. Heidän mukaansa markkinapaikalla ja ympäristöllä on huomattava vaikutus corporate governancen toteutumiseen. Tätä oletusta vahvistaa myös Roe (2004) tutkimus. Hänen

¹³ Instituutiot ovat esitelty tutkimuksessa Roe M.J., 2004 "The institutions of corporate governance".

¹⁴ Weimer & Pipe (1997) pohtivat hyvien hallintokäytäntöjen olemusta maailmalla tutkimuksessaan "A Taxonomy of systems of corporate governance" Heidän mukaansa corporate governance systeemit voidaan jakaa Anglosaksisen, Saksan, Latinalaisen ja Japanin mallin mukaisiksi.

mukaansa poliittisella viitekehyksellä on huomattava vaikutus corporate governance instituutioihin. Näin ollen tutkiessamme corporate governancen vaikutusta yrityksen toimintaan meidän on otettava huomioon yrityksen toimintaympäristö. Esimerkiksi Suomessa corporate governanceen vaikuttaa olennaisesti kansallisen ja kansainvälinen lainsäädäntö sekä Suomen corporate governance-suositukset¹⁵.

Edellä esittelemäni corporate governancen määritelmä tukee ajatusta, että corporate governancella on rooli luottamuksen lisääjänä markkinoilla. Hyvän hallintotavan omaksuneet yritykset ajavat todennäköisemmin omistajien etuja, joten omistajat voivat luottaa paremmin yrityksen toimiin ja tietoihin, joita yritykset antavat toiminnastaan. Kuitenkin esille nousee kysymys, kuinka corporate governance voi todellisuudessa lisätä luottamusta markkinoilla? Seuraavassa kappaleessa tarkoitukseni onkin tuoda esille perusteita siitä, kuinka corporate governance voi pienentää luottamuskulua markkinatoimijoiden välillä.

2.2.2 Corporate governance luottamuskulun kaventajana

Ensimmäinen viite siitä, että corporate governancella voi olla vaikutusta markkinoiden luottamusongelmaan, on corporate governancen edellä esitelty määritelmä. Corporate governancen tavoitteena on ajaa omistajien etua ja kontrolloida johtoa¹⁶. Corporate governance voidaan nähdä suoranaisena agenttiteoreettisena¹⁷ työkaluna, jonka avulla voidaan kaventaa agenttiongelmasta aiheutuvaa luottamuskulua. Tähän päätelmään ovat päässeet myös Shleifer ja Vishny (1997) tutkimuksessaan corporate governancesta. He näkevät corporate governancen nimenomaan agenttiteoreettisesta näkökulmasta. Shleiferin ja Vishny (1997) mielestä hyvän hallintotavan tarkoituksena on varmistaa omistajien oikeudet, kun johto ja omistajat ovat erillään. Näin ollen voidaan olettaa hyvän hallintotavan lisäävän sijoittajien luottamusta, koska sen avulla voidaan ohjata johtoa toimimaan omistajien edun mukaisesti. Käytännön esimerkki corporate governancen merkityksestä luottamukseen voidaan nähdä, kun on tutkittu corporate governancen vaikutusta agenttikustannukseen. Sijoittajien oikeuksien heikko suojele eli heikko corporate governance voi johtaa korkeaan agenttikustannukseen. Tähän tulokseen on tullut muun muassa Mayer (1990) tutkimuksessaan

¹⁵ Suomen corporate governance-suositus on HEX:in, Keskuskauppakamarin ja Teollisuudentyöntekijöiden vuonna 2003 julkaisema ohjeistus hyvistä hallintokäytännöistä. Suomen uusi listayhtiöiden hallinnointikoodi on tullut voimaan 1.1.2009. Lähteissä kohdasta 6.1 voi löytää viittaukset Suomen corporate governance-suosituksiin.

¹⁶ Katso esimerkiksi Shleifer & Vishny (1997).

¹⁷ Johdon ja omistajien erotumisesta aiheutuvat ongelmat (Jensen & Meckling 1976).

ulkoisen rahoituksen kustannuksista yrityksille. Hänen mukaansa heikot osakkeenomistajien oikeudet voivat estää ulkoisen rahoituksen saannin. Tätä oletusta tukee myös Pagano ym. (1998) tutkiessaan Italian rahoitusmarkkinoita. Heidän mukaansa italialaisilla yrityksillä on vaikeuksia saada ulkoista rahoitusta, koska suurin osa yrityksistä on perheomisteisia. Perheillä on täysi päätäntävalta yrityksissä, joten pienet osakkeenomistajat eivät uskalla sijoittaa yrityksiin, koska heidän oikeuksiaan voidaan polkea¹⁸. On siis selvää näyttöä, että agenttiongelman kontrollointi parantaa luottamusta markkinoilla. Tällöin osakkeenomistajien oikeudet huomioidaan yrityksen johdon toimissa varmemmin. Tämä ei kuitenkaan ole ainoa osoitus siitä, että corporate governance vaikuttaa sijoittajien luottamukseen yrityksiä kohtaan.

Seuraava viite corporate governancen vaikutuksesta luottamukseen liittyy yritysten markkinoilla antamaan taloudelliseen informaatioon. Aikaisemmat tutkimukset antavat viitteitä siitä, että corporate governance voi parantaa yritysten antaman tiedon laatua. Parantamalla yritysten julkaiseman tiedon laatua voidaan vähentää yritysten ja omistajien välistä informaatio-ongelmaa, koska sijoittajat voivat näin luottaa yritysten julkaisemaan tietoon. Tätä oletusta tukee Levitt (1998) tutkimuksessaan toteamalla, että hyvät tilinpäätösstandardit lisäävät sijoittajien luottamusta. Corporate governance-suositukset voidaan nähdä standardeina, jotka säätelevät yritysten toimintaa. Cohen ym. (2004) toteavatkin taloudellisen informaation laadun varmistamisen olevan yksi tärkeimmistä corporate governancen tekijöistä. Cohen ym. (2004) määrittelevät taloudellisen tiedon laadun tekijöiksi petokset, earnings managementin ja taloudellisen informaation uudelleen tekemisen¹⁹. Cohenin ym. (2004) laatumääritelmän mukaan voidaankin olettaa, että laadukkailla tilinpäätöstiedoilla on huomattava merkitys sijoittajien luottamukseen yrityksiä kohtaan. Myös aikaisemmissa tutkimuksissa on osoitettu corporate governancen osa-alueiden parantavan tiedon laatua ja markkinoiden avoimuutta. Esimerkiksi Beasley'n (1996) tutkimuksesta voidaan päätellä hyvän hallintotavan mukaisen hallituksen vähentävän petosriskiä. Klein (2002) on puolestaan todennut itsenäisen hallituksen ja tarkastusvaliokunnan vähentävän epänormaaleja tilierä²⁰. Corporate governancen merkitystä myös tiedon luotettavuuden varmistajana ovat myös lisänneet huomattavasti viimeaikaiset yritysskandaalit kuten Enron, Parmalat ja Worldcom. Kyseiset skandaalit on mahdollistanut

¹⁸ Roen (2004) vertikaalinen corporate governance-ongelma.

¹⁹ Englanninkielinen termi ”Financial restatement”.

²⁰ Englanninkielinen termi ”Abnormal accruals”.

huono hallintatapa yrityksissä ja jopa valheellinen informaatio yritysten toiminnasta (Cohen 2004).

Kolmas viite corporate governancen merkityksestä luottamuskuilun kaventumiseen liittyy myös vahvasti yritysten antamaan taloudellisen tiedon luotettavuuteen. Lähtökohtaisestihan yrityksen johto voi pyrkiä alentamaan tiedon epäsymmetriaa tiedottamalla sijoittajille yrityksen taloudellisesta tilanteesta, koska johdolla on parempaa tietoa yrityksen tilasta (Healy & Palepu 2001). Tästä voimmekin päätellä, että yrityksen johto haluaa ainakin tiedottaa hyvistä uutisista Akerlofin (1970) esittelemän teorian mukaisesti. Oletusta positiivisen informaation antamisesta sijoittajille tukevat myös aikaisemmat tutkimukset. Esimerkiksi Verrecchia (1983) ja Jovanovic (1982) tulevat siihen johtopäätökseen, että arvostuksen maksimoimiseksi yrityksen johdon kannattaa tiedottaa yrityksen taloudelliseen tilanteeseen vaikuttavista asioista, mikäli ne ovat yritykselle edullisia. Vapaaehtoisella tiedottamisella näyttäisi siis olevan positiivinen merkitys yrityksen arvostukseen. Myös Healy & Palepu (1993) tukevat edellä esiteltyä oletusta, että yrityksen johto voi alentaa yrityksen pääoman hintaa vapaaehtoisella tiedottamisella. Kuitenkin tutkittaessa vapaaehtoisen tiedottamisen merkitystä yritysten toimintaan on otettava huomioon tiedon luotettavuuden arviointi. Yhtäläillä sijoittajat tietävät akateemisessakin kirjallisuudessa esitetyn teorian²¹, että yrityksen johdon kannattaa tiedottaa vain yrityksen positiivisista asioista. Tästä oletuksesta huolimatta vapaaehtoisella tiedottamisella on ollut merkitystä yritysten toimintaan. Esimerkiksi Pownall & Waymire (1989) ovat tulleet siihen tulokseen, että johdon ennusteilla tuloskehityksestä on yhtäläinen vaikutus markkinareaktioon kuin itse positiivisella tulosvaroituksella. Tutkiessa syitä kyseiseen ilmiöön on huomattu, että pakottavilla normeilla on merkitystä sijoittajien luottamukseen. Esimerkiksi Healy & Palepu (2001) mielestä lainsäädännöllisellä taustalla ja hallituksella on tärkeä merkitys, että vapaaehtoisella tiedottamisella on vaikutusta yritysten arvostukseen. Lainsäädöllinen tausta ja hallitus toimivat kurinpitäjinä johdolle, ettei se voi valehdella antaessaan tietoja. Myös Gigler ja Hemmer (1998) toteavat lakisääteisen tiedottamisen luovan ympäristön, jonka avulla sijoittajat voivat arvioida vapaaehtoisten tiedotteiden luotettavuutta. Tästä pääsemme mielenkiintoiseen ajatukseen corporate governancen merkityksestä vapaaehtoisen tiedottamisen vaikutukseen yritysten toimintaan. Corporate governance-suositukset voidaan

²¹ Esimerkiksi Verrecchia (1983) ja Jovanovic (1982) ovat tutkineet johdon tiedottamisen motiiveja ja syitä. He tulevat siihen tulokseen, että yrityksen johto ei anna yrityksen taloudellista tilannetta koskevia tietoja, mikäli tiedoilla on negatiivinen vaikutus yritysten toimintaan.

nähdä ulkopuolisena säätelynä, joka määrittelee yrityksiä tiedottamista hallinnosta ja riskien hallinnasta. Tämän ansiosta corporate governancella voi olla vaikutusta yrityksiä antamien vapaaehtoisten tiedotteiden luotettavuuteen sijoittajien silmissä.

Edellä esitettyjen kolmen viitteen lisäksi corporate governancella voi olla vaikutusta myös yleiseen luottamukseen markkinoita kohtaan, mikä heijastuu suoraan luottamukseen yrityksiä kohtaan. Lähtökohtaisestihan sijoittajat olettavat markkinoiden hinnoittelevan yrityksen oikein saatavilla olevan tiedon mukaisesti. Kuitenkin viimeaikoina on paljastunut skandaaleita yritysmaailmassa, koska yritykset ovat olleet yliarvostettuja markkinoilla (Jensen ym. 2004). Pahimpina esimerkkeinä näistä voidaan pitää jo mainittuja Enronia ja Worldcomia. Kyseiset skandaalit ovat horjuttaneet luottamusta kaikkia markkinatoimijoita kohtaan. Pohdittaessa syitä yliarvostukseen markkinoilla esille nousee vahvasti yrityksiä heikot hallintokäytännöt. Jensen (2005) tuokin esille, että parantamalla corporate governancea yritykset voivat ehkäistä yliarvostusta markkinoilla. Hänen mielestään perinteiset agenttiongelman ratkaisukeinot kuten yritysostojen uhka tai palkitseminen eivät ehkäise yliarvostusta²². Tästä pääsemmekin siihen, että hyvällä hallintotavalla voi olla myös rooli tehokkaiden markkinoiden rakentamisessa. Varmistamalla toimivat ja tehokkaat markkinat sijoittajien luottamus voi lisääntyä edellä esitellyn informaatio-ongelman mukaisesti.

Kuten olemme saaneet huomata ainakin teoreettisesti corporate governancella voi olla vaikutusta yrityksiä ja sijoittajien väliseen luottamukseen markkinoilla. Tästä esille nouseekin mielenkiintoinen ajatus corporate governancen mahdollisesta vaikutuksesta myös todellisuudessa yrityksiä toimintaan. Esimerkiksi aikaisemmin esittelemäni teoreettisen oletuksen pohjalta luottamuskulua kaventamalla yritys kykenee saamaan pääomaa toimintaansa edullisemmin. Ja tämä voi näkyä yrityksiä arvostuksessa²³. Viime vuosina corporate governancen merkitystä yrityksille onkin tutkittu melko runsaasti, ja viitteitä corporate governancen vaikutuksesta yrityksiä toimintaan on saatu. Varsinkin corporate governancen vaikutusta yritysten tulokseen ja arvostukseen on tutkittu viime vuosina runsaasti. Seuraavaksi esittelenkin huomattavimmat viimeaikaiset tutkimukset aihealueelta

²² Jensen (2005) esittää tutkimuksessaan palkitsemisen olevan tehoton keino yliarvostuksen ehkäisyyn, koska mahdollinen yrityksiä arvostukseen sidottu palkitsemisjärjestelmä vain pahentaa ongelmaa. Hän myös esittää uhan yritysostosta olevan huono keino ehkäistä ja valvoa johtoa yliarvostuksen tapauksessa, koska yliarvostetun yrityksiä osto on epätodennäköistä.

²³ Katso esimerkiksi Ohlson (1995).

2.2.3 Akateemiset tutkimukset corporate governancesta ja arvosta

Aikaisemmat akateemiset tutkimukset tukevat edellä esittelemääni teoreettista taustaa corporate governancen vaikutuksesta yrityksiin toimintaan myös käytännön markkinoilla. Tästä yhtenä vahvimpana todisteena voidaan pitää Gompers ym. (2003) tutkimusta corporate governancen merkityksestä yritysten toimintaan. Gompers ym. (2003) jakoivat yritykset demokraattisiin ja diktaattorisiin osakkeenomistajien oikeuksien mukaan. Heidän johtopäätöksensä on, että demokraattiset yritykset tuottavat paremmin, ja niiden markkina-arvo on korkeampi. Larcker ym. (2007) puolestaan tutkivat corporate governance-mittareiden vaikutusta epänormaaleihin tase-eriin, tulokseen ja osakekurssiin. He eivät löytäneet suoraa yhteyttä corporate governancen ja tase-erien välillä, mutta sen sijaan joitakin todisteita hallintotavan vaikutuksesta tulokseen ja tulevaisuuden osakekurssiin. Cremers & Nair (2005) ja Brown & Caylor (2006) toteavat tutkimuksissaan corporate governance lisäävän epänormaaleja tuottoja. He havaitsivat, että yritykseen arvoon vaikuttaa sekä sisäinen että ulkoisen corporate governancen mittarit. Myös Cheung ym. (2007) ovat havainneet corporate governance-tekijöiden lisäävän yrityksen markkina-arvoa. Faber (2005) puolestaan tutkiessaan corporate governancen merkitystä petosyrityksissä tulee siihen tulokseen, että parantamalla hallintotapaa yrityksen osakekurssi vahvistuu.

Myös Euroopasta on löytynyt tukea, että corporate governance vaikuttaa yrityksiin arvostukseen. Esimerkiksi Drobetz ym. (2003) tulevat siihen tulokseen, että heikot hallintokäytännöt alentavat yrityksiin arvostusta. Bauer ym. (2003) puolestaan löysivät heikon yhteyden eurooppalaisten yrityksiin corporate governance tason ja arvostuksen väliltä. Kuitenkin kontrolloimalla maakohtaiset tekijät Bauerin ym. (2003) tulokset eivät olleet enää tilastollisesti merkitseviä. Silti on huomattavaa, että erilaisissa ympäristöissä tehdyt tutkimukset antavat tukea corporate governancen vaikutuksesta arvostukseen.

Kuitenkin aikaisempien tutkimustulosten ristiriitaisuudesta johtuen, ei ole löydetty täydellistä tukea olettamukselle, että corporate governance tukisi yrityksen arvostusta. Esimerkiksi Larcker ym. (2007) toteavat aikaisempien tutkimuksien corporate governancen vaikutuksesta arvoon antavan hyvinkin erilaisia tuloksia. Tutkimustulosten ristiriitaa tukee myös Bhagat ja Bolton (2008) tutkimus, jossa he eivät löytäneet yhteyttä corporate governancen ja arvostuksen välille. Yhtenä syynä tähän varmasti on corporate governancen mitattavuus. Suurin osa aikaisemmista tutkimuksista käyttää erilaisia corporate governance-mittareita.

Esimerkiksi Gompers ym. (2003) käyttävät G-Indexiä ja Brown & Caylorin (2006) Gov-Scorea. Näin ollen kattava ja varma näyttö corporate governancen yhteydestä yrityksen arvoon sekä tulokseen on vielä saamatta. Mitattavuuteen liittyy vahvasti myös aihealueen tutkimusten endogeneisyysongelma, joka voi vääristää aihealueen tutkimustuloksia, kuten Bhagat ja Bolton (2008) esittävät. Kiinnostusta herättävää kuitenkin on ollut corporate governance tutkimuksien lähtökohta. Useimmat corporate governance tutkimukset ovat keskittyneet tutkimaan corporate governancea vain agenttiteoreettisesta lähtökohdasta. Esimerkiksi Gompers ym. (2003) tutkivat osakkeenomistajien oikeuksia, jotka kuvaavat selkeästi agenttiteoreettisen ongelman ratkaisua. Toinen suosittu näkökulma corporate governance tutkimuksissa on ollut tutkia yhtiön hallintorakenteiden juurtumisen²⁴ vaikututusta yrityksen toimintaan²⁵. Juurtumisen ongelmia ovat osakkeenomistajien oikeuksien kaventuminen yrityksissä, koska johtoa ei päästä vaihtamaan. Tämän näkökulman mukaan corporate governance estää haitallista juurtumista. Esimerkiksi Bebchuk ym. (2005) käsittelevät corporate governancea tästä näkökulmasta tutkimuksessaan ”What matters in corporate governance?”. Ottaen huomioon aikaisemmin esittelemäni määritelmän corporate governancen merkityksestä luottamuksen lisääjänä voisi olla hyödyllistä laajentaa corporate governance tutkimuksen näkökulmaa. Uutena näkökulmana corporate governancen voisi nähdä luottamuksen lisääjänä markkinoilla.

Aikaisemmat tutkimukset ovat myös keskittyneet lähinnä ulkoiseen corporate governanceen. Esimerkiksi Gompers ym. (2003) huomioivat tutkimuksessaan vain ulkoisen corporate governancen vaikutuksen arvostukseen. Corporate governance tutkimuksen keskittyminen ulkoiseen on sinänsä mielenkiintoista, koska sisäisellä corporate governancella voisi olla lähtökohtaisesti suurempi merkitys luottamuksen lisääjänä markkinoilla. Yrityksen johto voi lisätä luottamusta antamalla tietoa sijoittajille (Healy & Palepu 2001). Lisäksi toisella sisäisellä instituutiolla, hallituksella, on ratkaiseva rooli agenttiongelmia ratkaistaessa, koska hallitus on osakkeenomistajien edustaja yrityksessä (Cadbury 1999). Tätä oletusta tukee myös Hirvonen ym. (2003) esittämällä, että yritys pystyy selkeämmin vaikuttamaan sisäiseen corporate governanceen kehittämällä ohjausjärjestelmiä. Tarkastellessa corporate governancen osa-alueita luottamuksen näkökulmasta on myös hyvä huomata lainsäädännön ja tehokkaiden markkinoiden säätelevän ulkoista corporate governancea voimakkaasti. Siitä

²⁴ Englanninkielinen termi ”Entrenchment”

²⁵ Hyvä yhteenveto entrenchment tutkimuksista on esitelty Bebchuk ym. (2002) tutkimuksessa ”The powerful Antitakeover Force of Staggered boards: Theory, Evidence & Policy”.

syystä yritysten vaikutusmahdollisuudet parantaa ulkoisen corporate governancen luotettavuutta ovat rajalliset. Tämän johdosta voisi olla hedemällistä yrittää ymmärtää sisäisen corporate governancen merkitystä luottamuksen lisääjänä.

Ajatusta sisäisen corporate governancen merkityksestä tukee myös Jensen (1993) toteamalla tutkimuksessaan sisäisen corporate governancen (internal governance) olevan suurin syy yritysten epäonnistumisiin tehdä osakkeenomistajien kannalta parhaita ratkaisuja. Hänen mielestään toimivan johdon liian suuri muutosvastarinta on johtanut tehottomiin investointeihin, ja sen seurauksena omistajien varallisuus on pienentynyt. Pohtiessa sisäisen corporate governancen merkitystä luottamuksen lisääjänä tulee vastaan hallituksen rooli yrityksissä. Esimerkiksi Fama & Jensen (1983) pitävät hallitusta tärkeimpänä sisäisenä mekanismina varmistaa yrityksen toimivan täysin omistajien edun mukaisesti. Fama (1980) myös toteaa hallituksen olevan kustannustehokkain vaihtoehto agenttikustannuksen pienentämiseksi. Hallitus toimiikin siltana yhtiön johdon ja omistajien välillä (Cadbury 1999), joten voitaisiin luonnollisesti olettaa hallituksen olevan erittäin tärkeä luottamuksen lisääjä sijoittajien silmissä. Oletusta tukee myös Jensen (2005) sanoessaan hallituksella olevan huomattava merkitys mahdollisen yliarvostuksen ehkäisyssä. Tästä voidaan saada käytännön viitteitä esimerkiksi Chtourou ym. (2001) tutkimuksesta, jossa he toteavat hallituksen ja sen tilintarkastusvaliokunnan parantavan tilinpäätöstietojen luotettavuutta vähentämällä earnings managementia. Lisäksi hallituksen merkitystä tukevat aikaisemmat tutkimukset, joissa on pohdittu corporate governancen osa-alueiden vaikutusta arvonmuodostukseen. Esimerkiksi Cheung ym. (2007) toteavat hallituksen vaikuttavan eniten arvonmuodostukseen, kun on tutkittu hallintotavan merkitystä arvoon. Myös Bebchuk ym. (2005) tukevat ajatusta hallitusten tärkeydestä corporate governancessa. Heidän tutkimuksessaan juurtunut hallitus oli yksi eniten kuudesta negatiivisesti arvoon vaikuttavasta corporate governance tekijästä²⁶. Bebchuk ym. (2005) toteavatkin, että corporate governance -tutkimuksen tulisi keskittyä osakkeenomistajille tärkeisiin alueisiin.

Aikaisempien tutkimusten perusteella voidaan siis olettaa corporate governancen vaikuttavan yritysten toimintaan. Kuitenkin näkökulma aikaisemmissa tutkimuksissa on ollut yllättävänkin suppea. Näin ollen luottamusnäkökulman mukaan ottaminen corporate

²⁶ Bebchuk ym. (2005) tutkivat kahtakymmentäneljää corporate governance osatekijää, ja tulivat siihen tulokseen, että osakkeenomistajille merkityksellisimpiä ovat juurtunut hallitus, oikeuksien rajoitukset, enemmistövaatimukset, enemmistö vaatimukset muutoksissa, kultaisten kädenpuristukset ja yrityksen ostopojoitus(poison pill).

governance tutkimuksessa antaa mahdollisesti uusia mielenkiintoisia ajatuksia hyvän hallintotavan merkityksestä. Kuten aikaisemmin on tullut esille, sisäisellä corporate governancella voisi olla teoreettisesti suurempi merkitys luottamuksen lisääjänä. Tämän takia onkin syytä tarkastella lähemmin sisäistä corporate governancea. Sisäisen corporate governancen luottamustekijöistä hallituksen merkitys on kiistaton, joten seuraavassa kappaleessa otankin esille kysymyksen hallituksen merkityksestä luottamuksen lisääjänä ja roolista corporate governance osa-alueena. Tarkoituksena on ymmärtää hallituksen rooli yrityksissä. Tämän jälkeen tulen pohtimaan hallituksen merkitystä yritysten toimintaan, ja sen mahdollista vaikutusta arvostukseen.

2.3 Hallitus corporate governancessa

2.3.1 Hallituksen rooli yrityksissä

Hallitus on keskeinen tekijä corporate governancessa. Sen voidaankin sanoa olevan yksi tärkeimmistä instituutioista yrityksen hallintokäytännöissä. Kuitenkin on epäselvää, miksi hallituksia on yritysten hallintojärjestelmissä olemassa? Hallitusten olemassaoloa on kriittisesti arvioitu esimerkiksi Jensenin (1993)²⁷ sekä Liptonin ja Lorschin (1992)²⁸ toimesta. Näin ollen aluksi on hyvä tarkastella syitä hallitusten olemassa oloon ja hallituksen tehtäviä, jotta voimme arvioida niiden merkitystä omistajille.

Yksi mahdollinen selitys hallitusten olemassaoloon on säätely. Useiden maiden lainsäädännöllinen tausta vaatii yrityksiä muodostamaan toimintansa niin, että yrityksillä on hallitus johdon ja omistajien välissä²⁹. Kuitenkin yritysten hallitukset ovat usein laajempia kuin lainsäädäntö vaatii. Tästä voidaan päätellä, että hallituksilla on muukin rooli kuin täyttää vain lainsäädännön vaatimukset. Hermalin ja Weisbach (2003) kirjallisuuskatsauksessaan hallituksista tulevatkin siihen johtopäätökseen, että hallitukset ovat mahdollisesti markkinoiden ratkaisu yritysten ja omistajien välisiin ongelmiin³⁰. Hallitukset voivat

²⁷ Jensen (1993) toteaa tutkimuksessaan ”The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control system” hallitusten olevan yhtenä syynä, miksi yritykset ovat epäonnistuneet toimimaan omistajien kannalta parhaalla mahdollisella tavalla.

²⁸ Liptonin & Lorschin (1992) mukaan Yhdysvalloissa hallintojärjestelmät eivät ole toimineet oikein pääasiallisesti, koska hallitus ei ole kyennyt saamaan niitä toimimaan.

²⁹ Esimerkiksi Suomessa osakeyhtiölaki vaatii muodostamaan hallituksen.

³⁰ Hermalin ja Weisbach (2003) mukaan hallitukset olisivat vain minimi vaatimusten mukaisia, mikäli ne nähtäisiin vain pakottavan lainsäädännön aikaansaamana, koska markkinataloudessa yritykset optimoivat toimintaansa. Näin ollen hallituksilla on yritysten mielestä hyödyllinen rooli yritysten hallintorakenteissa.

vähentää informaatiokuilua sekä parantaa johdon omistajaohjausta. Tästä näkökulmasta on luontaista olettaa hallituksen olevan tehokas corporate governancen instituutio.

Hallituksen tehtävänä edellä esitellystä teoreettisesta lähtökohdasta on luonnollisesti johdon valvonta, jotta hallitus kykenee pienentämään informaatiokuilua ja varmistamaan omistajaohjauksen toteutuminen. Hermalin ja Weisbach (1998) toteavatkin yhden hallituksen tärkeimmistä tehtävistä olevan johdon palkkaaminen ja erottaminen. Hallituksella voidaan myös katsoa olevan monipuolisempi rooli yrityksessä. Esimerkiksi Holmstrom (2006) toteaa hallituksen tärkeäksi tehtäväksi johdon tukemisen päätöksenteossa. Hänen mielestään hallituksen pitäisi ottaa osaa yrityksen päätöksentekoon. Tätä ajatusta tukevat myös Lipton ja Lorsch (1992) todetessaan, että hallituksen pitäisi ottaa aktiivisesti osaa yrityksen strategian muodostamiseen. Van den Berghe ja Levrau (2004) puolestaan tulevat siihen tulokseen, että hallituksella on kuusi roolia, joita ovat tukeva, kontrolloiva, yhteistoiminnallinen, yhdistävä, ylläpitävä ja strateginen³¹.

Hallituksen voidaan siis olettaa olevan olemassa mahdollisena ratkaisuna yrityksiä ja omistajien välisiin luottamusongelmiin. Hallituksen tehtäväkenttä nähdään myös hyvin laajana akateemisessa kirjallisuudessa, mikä on luontevaa, koska näin hallitus pystyy paremmin vastaamaan omistajaohjauksesta. Tästä pääsemmekin aikaisemmin rakentamaani oletukseen, että hallituksella on vaikutusta yrityksen arvostukseen, koska hyvien hallintotapojen mukainen hallitus voi parantaa sijoittajien luottamusta. Esimerkiksi Cadbury (1999) mainitsee hallituksen luovan läpinäkyvyyttä yrityksiänsä toimintaan. Voidaksemme ymmärtää, miten hallitus kykenee parantamaan luottamusta, on hyvä tarkastella hallitusten toimintaa ja rakennetta vielä tarkemmin. Seuraavaksi tuonkin esille merkittävimmät löydökset liittyen hallituksen merkitykseen luottamuksen lisääjänä, ja sitä kautta yrityksiänsä toimintaan.

2.3.2 Hallituksen vaikutus luottamuskuluiin ja yrityksiänsä toimintaan

Pohdittaessamme hallituksen merkitystä sijoittajien luottamukseen, on syytä ottaa huomioon hyvän hallituksen osatekijät ja määritelmän. Hyvän hallituksen muodostumista on yritetty selvittää aikaisemmissa tutkimuksissa. Esimerkiksi Van den Berghe ja Levrau (2004) toteavat hallituksen koon, kokoonpanon ja johtajuusrakenteen määrittelevän akateemisen tutkimuksen

³¹ Van den Berghe ja Levrau (2004) toteavat tutkimuksessaan ”Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board?” hallituksen roolien tulevan corporate governancen teoreettisesta lähtökohdasta. Näitä rooleja ovat siis: linking role, coordinating role, control role, strategic role, maintenance role and support role.

mukaan hyvän hallituksen³². Van den Berghe ja Levrau (2004) tuovat esille tutkimuksessaan myös toisen näkökulman määritellä hyvä hallitus. Heidän mukaansa hyvän hallituksen määritelmän voi muodostaa myös corporate governance-suositukset. Van den Berghe ja Levrau (2003) yhteenvedon mukaan corporate governance-suositusten mukaisen hyvän hallituksen määrittelee jäsenten riippumattomuus, hallituksen valiokunnat ja hallituksen/johdon palkitseminen³³. Ottaen huomioon edellä esittelemäni hyvän hallituksen määritelmän tuon esille hallituksen kolme ominaisuutta, jotka voivat vaikuttaa läpinäkyvyyteen, ja sitä kautta luottamukseen yrityksiä kohtaan.

Ensimmäisenä ominaisuutena voidaan mainita hallituksen riippumattomuus. Oletettavasti yhtiöistä riippumattomat hallituksen jäsenet ajavat paremmin kaikkien omistajien etuja. Pohtiessamme hallituksen ominaisuuksia agenttiteorian näkökulmasta on luonnollista ajatella riippumattoman hallituksen kaventavan tehokkaammin luottamuskuilua. Oletusta tukevat myös osaltaan aikaisemmat tutkimukset. Esimerkiksi Cotter ym. (1997) tutkimuksessaan yritysostojen ostotarjouksen preemiosta toteavat yritysten, joilla riippumaton hallitus, saavan korkeamman preemion ostotarjouksesta. Myös Byrd ja Hickman (1992) tulevat samankaltaisiin johtopäätöksiin tutkiessaan kurssimuutoksia yritysostopäivänä. He havaitsivat riippumattomien hallitusten edustamien yritysten osakekurssin reagoivan vähemmän negatiivisesti ostoilmoitukseen. Lisäksi Rosenstein ja Wyatt (1990) sekä Dahya ja McConnell (2007) tukevat ajatusta, että riippumattomien yritysten hallituksilla voi olla vaikutusta yrityksen arvostukseen. Esimerkiksi Rosenstein ja Wyatt (1990) havaitsivat riippumattoman hallituksen jäsenen nimityksen johtavan poikkeukselliseen osakkeen arvon nousuun. Kuitenkaan yhteyttä riippumattomien jäsenten lukumäärän ja yrityksen tuloksen väliseen yhteyteen ei ole löydetty vahvistusta, vaikka useat tutkimukset ovat selvittäneet asiaa (Hermalin ja Weisbach 2003). Esimerkiksi Hermalin ja Weisbach (1991) toteavat, että hallituksen kokoonpano ei vaikuta yrityksen tulokseen positiivisesti tai negatiivisesti. Aikaisempien tutkimustulosten ristiriitaisia johtopäätöksiä hallituksen jäsenten riippumattomuuden vaikutuksesta yritysten menestykseen voi selittää Muth ja Donaldsonin

³² Van den Berghe ja Levrau (2004) tekevät yhteenvedon hallitukseen keskittyvistä akateemisista tutkimuksista. Heidän mielestään hallituksen koko, kokoonpano ja johtajuusrakenne esiintyvät eniten hallitusten merkitystä arvioivissa tutkimuksissa.

³³ Van den Berghe ja Levrau (2003) tutkivat corporate governance suosituksia, ja tulivat siihen, että corporate governance-suositusten mukaisen hyvän hallituksen määrittelee jäsenten riippumattomuus, hallituksen valiokunnat ja hallituksen/johdon palkitseminen.

(1998) esittelemä stewardship-teoria³⁴. Stewardship-teoreettisesta lähtökohdasta hallituksen jäsenillä tulisi olla vaikutusvaltaa ja vastuuta yrityksessä jäsenten motivoinnin takia. Tällöin riippumaton hallitus ei takaisi yrityksen kannalta parasta mahdollista menestymistä. Kuitenkin sekä agenttiteoria että stewardship-teoria antaa meille mielenkiintoisia viitteitä, että hallitusten koostumuksella voi olla vaikutusta sijoittajien luottamukseen yrityksiä kohtaan. Seuraavana lähestynkin tarkemmin hallituksen kokoonpanon mahdollista merkitystä sijoittajien silmissä.

Hallituksen kokoonpanoa voidaan siis pitää seuraavana hyvän hallituksen osatekijänä. Tehokkaan ja toimivan hallituksen kokoonpanon on edistettävä omistajien etuja. Lisäksi hallitusten ongelmakohtia esille tuoneet tutkimukset (Jensen 1993 ja Lipton & Lorsch 1992) ovat painottaneet erityisesti hallituksen koon vaikutusta hallituksen tehokkaaseen työskentelyyn, koska liian isot hallitukset voivat johtaa tehottomaan työskentelyyn. Yermack (1996) tuleeekin siihen johtopäätökseen, että pienet hallitukset nostavat yrityksen markkina-arvoa. Yermackin tulosta tukevat Eisenberg ym. (1998) tutkimuksessaan suomalaisista PK-yrityksistä. Eisenberg ym. (1998) löysivät negatiivisen korrelaation yrityksen hallituksen koon ja tuottavuuden väliltä. Hallituksen jäsenten toimikaudet vaikuttavat myös oletettavasti omistajien mahdollisuuksiin vaikuttaa yrityksen toimiin. Esimerkiksi Bebchuk ja Cohen (2005) toteavat juurtuneiden hallitusten alentavan yrityksen markkina-arvoa. Lisäksi hallituksen puheenjohtajan valinnalla voi lähtökohtaisesti olla merkitystä omistajien edun ajamiseen yrityksissä. Varsinkin agenttiteorian mukaan toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolit tulee pitää erillään, jotta omistajien edut yrityksessä voidaan varmistaa. Faber (2005) toteaaakin taloudellisen väärinkäytöksen kokeneissa yrityksissä olevan suurempi prosentuaalinen osuus toimijoita, joissa hallituksen puheenjohtajana toimii toimitusjohtaja. Kuitenkaan täysin selvää kuvaa toimitusjohtajan roolista hallituksen jäsenenä ei ole saatu, koska edellä esittelemäni Muth ja Donaldsonin (1998) stewardship-teorian mukaan toimitusjohtajan tulee toimia myös hallituksen puheenjohtajana toimitusjohtajan motivoinnin maksimoimiseksi.

Kolmantena hyvään hallitustyöskentelyn ominaisuutena esille voidaan tuoda hallituksen tehtävät. Hallitus voi kyetä luomaan luottamuksen ilmapiiriä toimintansa ympärille luomalla

³⁴ Stewardship-teorian mukaan johtajaa motivoi muutkin vaikuttimet kuin taloudelliset. Esimerkiksi työn tekeminen hyvin ja laajan vastuun saaminen motivoi johtajaa toimimaan parhaimmalla mahdollisella tavalla yrityksen hyväksi (Muth & Donaldson 1998).

itselleen selkeän tehtäväkentän ja arvioimalla toimintaansa säännöllisesti. Hirvonen ym. (2003) painottavatkin säännöllisen arvioinnin merkitystä hallitustyöskentelyssä. Myös Van den Berghe ja Levrau 2004 tulevat tutkimuksessaan siihen tulokseen, että hallituksilla on nimenomaan kehitettävää oman työskentelynsä arvioimisessa. Lisäksi hallituksen on syytä järjestää toimintansa tehokkaalla tavalla. Klein (1998) ehdottaakin, että hallituksen olisi syytä muodostaa valiokuntia³⁵, jotta hallituksen tehokkuus ja toimivuus paranisivat. Lisäksi valiokunnilla voidaan ehkäistä suurten hallitusten päätöksenteko-ongelmia (Van den Berghe ja Levrau 2004)³⁶. Tätä oletusta tukee vahvasti Jensenin (1993) esittämä kritiikki liian suurilla hallituksilla kohtaan. Kenties juuri valiokuntatyöskentelyllä voidaan ehkäistä Jensenin (1993) esille tuomia ongelmia. Kyseisillä valiokunnilla on todettu olevan myös käytännön merkitystä yritysten toimintaan. Esimerkiksi Klein (2002) tulee siihen tulokseen, että tarkastusvaliokunnan vaikuttaa vähentävästi epänormaaleihin tileriin. Tehtävien määrittelyllä ja oman toimintansa johdonmukaisella järjestämisellä hallitukset voivat ehkä lisätä sijoittajien luottamusta toimiinsa, koska tällöin hallituksen toiminta on läpinäkyvämpää ja tehokkaampaa.

Hallitus pystyy siis aikaisempien tutkimusten perusteella luomaan luottamusta sijoittajien yritysten välille. Ainakin hallituksen kokoonpanolla, riippumattomuudella ja tehtävillä on todettu olevan vaikutusta yritysten toimintaan. Seuraavaksi esittelenkin kappaleessa 3 edellä esittelemäni teorian pohjalta tutkimukseni hypoteesit, kuinka hyvän hallintokäytännöt omaksunut hallitus voi vaikuttaa yritysten toimintaan?

³⁵ Esimerkiksi Hirvonen ym. (2003) määrittelevät keskeisimmiksi hallituksen valiokunniksi tarkastus, palkitsemis- ja nimitysvaliokunnat.

³⁶ Van den Berghe ja Levrau (2004) toteavat suurten hallitusten kohtaavan päätöksenteko-ongelmia, koska suuressa joukossa koheesion ja yhteisen dynamiikan löytäminen on haasteellista.

3 TUTKIMUSHYPOTEEESIT

Olemme saaneet selville sijoittajien kohtaavan luottamusongelmia tehdessään sijoituspäätöksiä. Esille tuomani informaatio- ja agenttiongelman takia sijoittajat hinnoittelevat ongelmien mukana tuomat riskilisän (Verrecchia 2001) ja agenttikustannuksen (Schleifer & Vishny 1997) yrityksille antamaan rahoitukseen. Aikaisemman tutkimuksen pohjalta voidaan sanoa, että yrityksen kannalta on hyödyllistä pienentää luottamusongelmasta aiheutuvaa kuilua, jotta ne saavat pääomaa käyttöönsä alhaisemmalla kustannuksella (Verrecchia 2001 ja Schleifer & Vishny 1997).

Mahdolliseksi luottamuskuilun pienentäjäksi on viime vuosina muodostunut corporate governance. Corporate governance vähentää informaation epäsymmetriaa omistajien ja yrityksen välillä sekä auttaa omistajia ohjaamaan yritystä haluamaansa suuntaan. Aikaisempien tutkimuksen mukaan corporate governance voi rakentaa luottamusta sijoittajien ja yritysten välille vähentämällä agenttiongelmia (Schleifer & Vishny 1997), parantamalla taloudellisen tiedon laatua ja määrää (Cohen ym. 2004) sekä mahdollisesti vähentämällä yritysten yliarvostusta markkinoilla (Jensen ym. 2004). Corporate governance-osa-alueista varsinkin hallituksella voidaan olettaa olevan huomattava vaikutus luottamuksen rakentamiseksi, joten tässä tutkimuksessa hallitus on tarkastelun kohteena. Alla olevassa ensimmäisessä hypoteesissäni oletan, että yritysten hallitukset ovat lisänneet corporate governance-osatekijöiden noudattamista pienentääkseen luottamuskuilua.

H1: Corporate governance-osatekijöiden noudattaminen on lisääntynyt yritysten hallitusten keskuudessa

Luottamuskuilun pienentäminen puolestaan voisi näkyä yrityksen arvostuksessa markkinoilla, koska useimmissa arvonmääritysteorioissa pääomakustannuksen alentuminen kasvattaa yrityksen arvoa. Aikaisemmat tutkimukset tukevatkin oletusta corporate governancen vaikutuksesta yrityksen arvostukseen. Esimerkiksi Gompers ym. 2003 ovat havainnoineet hyvien hallintokäytäntöiden kasvattava yrityksen arvostusta. Myös tutkimuskohteena olevan corporate governancen osa-alueen hallituksen on todettu vaikuttavan yrityksen arvostukseen esimerkiksi Yermackin (1996) tutkimuksessa. Tästä pääsemmekin alla olevaan tutkimuseni seuraavaan hypoteesiin, joka olettaa corporate governance-toimitavat omaksuneen hallituksen vaikuttavan positiivisesti yrityksen arvostukseen.

H2: Hyvien corporate governance-toimitapojen mukainen hallitus vaikuttaa positiivisesti yrityksen markkina-arvoon.

Edellä esitettyjä hypoteeseja tulen testaamaan seuraavassa luvussa 4 esiteltyjen tilastollisten menetelmien avulla. Kuitenkin ensimmäisenä tulen esittelemään tutkimusaineistoni ja tutkimuksen toteutumisen eri vaiheet, jotta voimme ymmärtää tutkimushypoteesien testauksen.

4 TUTKIMUSMENETELMÄT JA EMPIIRINEN AINEISTO

4.1 Empiirisen aineiston kerääminen

Tutkimuksen alkuperäisenä aineistona on OMX-pörssin Helsinkiin ja Baltiaan listautuneet yritykset. Baltian listan yritykset sisältävät Viron, Latvian ja Liettuan pörssiyritykset. Yrityksiä Helsingin listalle on 128 kappaletta ja Baltian listalla yrityksiä on 93 kappaletta³⁷. Tutkimus toteutetaan ottamalla kohdeyrityksiksi edellä mainituissa pörseissä listatut yritykset vuonna 2005, 2006 ja 2007. Tutkielmassa tullaan käyttämään yritysvuosi-käsitettä, jotta voidaan erottaa tutkimusaineistosta eri yhtiöiden tilikaudet toisistaan. Yhdestä yhtiöstä kerätty aineisto eri vuosilta tullaan käsittelemään yksittäisinä havaintoja. Näin ollen saamme koko tutkimusaineistoksi 663 yritys vuotta. Kuitenkin ehtona tutkimukseen pääsyyllä on, että yritys on listattuna pörssiin koko ajan jakson. Tutkimuksen ensimmäisessä osiossa havainnoidessa corporate governance-indeksin kehitystä kohdemaissa on syytä käyttää paneeliaineistoa, jotta voimme luotettavimmin saada selville corporate governancen kehityksen. Suomen ja Baltian pörssiyritykset valikoituivat aineistoksi, jotta tutkimukseen voidaan vertailla corporate governancen vaikutusta sijoittajien luottamukseen erilaisilla markkinoilla. Tutkimus kuitenkin keskittyy Euroopan Unionin alueella toimiviin yrityksiin, koska tutkimuksen tarkoitus on löytää vahvistus sisäisen corporate governancen vaikutukseen arvostuksessa. Yritysten toimiessa samassa lainsäädännöllisessä alueessa³⁸ saadaan vähennettyä ulkoisen corporate governance tekijöiden vaikutusta tutkimuksen tuloksiin.

Tutkimuksessa mitataan sijoittajien luottamusta yrityksiin, joten on luonnollista hakea tutkimusaineisto sijoittajille julkisista asiakirjoista. Tämä asettaa myös rajoituksia tutkimusaineistoon pääsyyllä. Yrityksiltä on löydettävä koko ajanjaksolta tilinpäätöstiedot, jotta voidaan arvioida yrityksiin hallintokäytäntöjä tutkimuksen ajalta. Tutkimuksen tiedon lähteinä tulevatkin olemaan juuri tilinpäätökset ja vuosikertomukset. Nykyään moni yritys ilmoittaa hallintokäytännöistään myös Internet-sivuillaan. Sijoittajat voivat ottaa huomioon nämä tiedot arvioidessaan yrityksiin toimintaan. Kuitenkin tässä tutkimuksessa ei voida hyväksi käyttää yrityksiin Internet-sivuilta löytyvää informaatiota, koska tutkimus toteutetaan

³⁷ Helsingin ja Baltian listautuneet yritykset on kerätty OMX-pörssin kotisivuilta.

Helsinki: <http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/>

Baltia: <http://www.baltic.omxnordicexchange.com/market/?pg=mainlist>

³⁸ EU-alueella toimivia yrityksiä säätelevät EU-direktiivit, joten direktiivien osalta lainsäädäntö on harmonisoitu Suomessa ja Baltian-maissa.

pitkällä aikajanelalla. On mahdotonta sanoa, mitä tietoja yritysten Internet-sivuilta on löytynyt aikaisempina vuosina.

4.2 Empiirisen aineiston muodostuminen

Alla olevasta taulukosta 1 käy ilmi miten tutkimuksen lopullinen aineisto muodostui. Suomessa listattuja yrityksiä aineistoon pääsi 109 kappaletta ja Baltian maissa listattuja yrityksiä 70 kappaletta. Taulukossa 1 on myös esiteltyä aineiston yritysten kohdemaat sekä toimialat.

Taulukko 1
Empiirisen aineiston muodostuminen

	2005	2006	2007	Yhteensä
<i>Maakohtaiset havainnot</i>				
Suomi	109	109	109	327
Viro	8	8	8	24
Latvia	26	26	26	78
Liettua	36	36	36	108
Yhteensä	179	179	179	537
<i>Toimialakohtaiset havainnot</i>				
Energia	6	6	6	18
Teollisuustuoteet- ja palvelut	48	48	48	144
Päivittäistavarat	20	20	20	60
Tietoliikennepalvelut	5	5	5	15
Rahoitus	22	22	22	66
Informaatioteknologia	25	25	25	75
Terveystenhoito	8	8	8	24
Kulutustavarat- ja palvelut	27	27	27	81
Perusteollisuus	12	12	12	36
Yhdyskuntapalvelut	6	6	6	18
Yhteensä	179	179	179	537

Toimialat perustuvat OMX-pörssiin ilmoitamiin toimialaluokkiin.

Aineiston muodostumiseen vaikuttivat kolme kriteeriä, jotka yhtiöiden oli täytettävä tullakseen valituksi aineistoon. Ensimmäisenä kriteerinä on jo edellä mainittu listaus pörssiin koko tarkastelu ajanjaksolla. Suomessa alkuperäisessä aineistossa oli 5 yritystä, jotka eivät täyttäneet kyseistä ehtoa. Baltian maissa puolestaan 18 yritystä oli listautunut vuoden 2005 jälkeen pörssiin, joten ne tippuivat pois aineistosta. Seuraavana ehtona luonnollisesti oli tilinpäätöstietojen löytyminen yrityksille, jotta tutkimus voidaan toteuttaa. Suomessa 9 yrityksen kohdalla tiedot olivat puutteellisia tutkimuksen suorittamisen kannalta. Baltian maissa 5 yrityksen tilinpäätöstietoja ei löytynyt tutkimusta varten. Näiden kriteerien lisäksi tutkimusaineistoon pääsyn kriteeriksi otettiin listaamattomuus Yhdysvaltojen pörssiin. Yhdysvalloissa listayhtiöt joutuvat noudattamaan pakottavan lainsäädännön alaisuudessa

olevaa corporate governance-ohjeistusta Sarbanes-Oxley Actia, joka määrää tiukat vaatimukset muun muassa yrityksiensä hallituksille. Tämän takia näiden yrityksiensä hallintokäytännöt eivät anna oikeaa kuvaa yrityksiensä vapaaehtoisesta corporate governance-suositusten noudattamisesta. Suomen aineistosta poistettiin viisi yritystä kyseisen kriteerin johdosta.

Alkuperäisestä aineistosta poistettiin siis 126 havaintoa. Lopulliseksi otokseksi muodostui, kuten taulukosta 1 voidaan nähdä, 537 havaintoa. Havainnoista 327 kohdistui Helsingissä listattuihin yrityksiin ja 210 Baltian maiden listayrityksiin.

4.3 Corporate governance-indeksi (CG-indeksi)

Tämän tutkimuksen tarkoituksena selvittää hyvien hallintokäytäntöiden noudattamisen kehitystä ja vaikutusta arvostukseen. Voidaksemme saada selvyuden asiaan, aluksi on luotava corporate governance-tason mittari. Moni aikaisemmista aihealueen tutkimuksista on lähestynyt corporate governance-tason mittaamisen ongelmaa hyvin yksinkertaisesti Gompers ym. (2003) tavoin. Gompers ym. (2003) kehittivät G-indeksin, jolla he mittasivat osakkeenomistajien oikeuksia yrityksissä. G-indeksissä yritykset saavat pisteen, mikäli niillä on osakkeenomistajien oikeuksia vähentäviä lausekkeita esimerkiksi yhtiöjärjestyksessä. Näin ollen Gompers ym. (2003) saivat jaettua yritykset demokraattisiin ja diktaattoriin. Myös muita tapoja mitata corporate governance-tasoa on kehitetty. Esimerkiksi Brown & Caylorin (2006) loivat Gov-Scoren mittamaan corporate governancea. Larcker ym. (2007) puolestaan loivat oman tapansa mitata corporate governanceen vaikutusta arvostukseen. Heidän menetelmänsä oli monimutkaisempi, koska he yrittivät löytää kertoimia corporate governanceen osa-tekijöille tilastollisilla menetelmillä.

Tässä tutkimuksessa tulen lähestymään corporate governanceen mittaamista suoraviivaisesti kuten esimerkiksi Gompers ym. (2003) lähestyvät tutkimuksessaan. Tulen antamaan yrityksille pisteitä hallintotavoista, mikäli ne noudattavat hallinnossaan yleisesti hyväksytyjä corporate governance-tapoja. Pisteiden summa on corporate governance-mittarini. Kyseinen tapa mitata corporate governancea on hyvin yksinkertainen, mutta menetelmän vahvuutena on tuotettavuus ja läpinäkyvyys. Varsinkin tutkiessani corporate governancea luottamuksen näkökulmasta läpinäkyvyyden korostaminen on perusteltua. Tarkoitukseni on siis löytää tekijöitä, jotka voisivat vaikuttaa sijoittajien luottamukseen hallituksia kohtaan.

Rakennan corporate governance-indeksin (CG-indeksi) hyvien hallintotapasuositusten kautta. Kyseisiä suosituksia voidaan pitää vertailukohtana arvioidessa parhaita mahdollisia toimintatapoja. Corporate governance-suositukset perustuvat yleisesti hyväksytyihin hallintokäytäntöihin, joiden pohjana voidaan pitää OECD:n corporate governance-periaatteita (2004). Näin ollen ottamalla konsensukset Euroopan laajuisista hyvistä hallintokäytäntösuosituksista voimme saada hyvän näkemyksen parhaista tavoista muodostaa yrityksen hallinto. Tätä ajatusta tukee myös Van den Berghe ja Levrau (2003) määritellesään Euroopan maiden corporate governance-suositusten konsensusta. Myös luottamuksen näkökulmasta on perusteltua pohjata indeksi suosituksiin, koska suosituksilla voidaan lisätä sijoittajien luottamusta yrityksen ilmoittamaan tietoon (kts. esim. Gigler & Hemmer 1998). Liitteessä A voidaankin nähdä eurooppalaisten corporate governance-suositusten pohjalta tehty yhteenveto³⁹. Tämä yhteenveto mittaa hallitusten hallintokäytäntöjä edellä esittelemistäni kolmesta näkökulmasta. Näitä näkökulmiahan olivat hallituksen kokoonpano, riippumattomuus ja tehtävät. Tähän konsensukseen olen lisännyt kohdemaideni⁴⁰ corporate governance-suosituksista löytyneet tekijät, joilla voisi mielestäni olla merkitystä sijoittajien luottamukseen.

Tutkimuksen näkökulma huomioon ottaen on myös perusteltua tarkastella vain hallitusten näkyviä ominaisuuksia, kun rakennan CG-indeksiäni. Pohdittaessamme luottamuksen määritelmää on luonnollista ajatella, että vain hallituksen ulospäin näkyvät ominaisuudet voivat rakentaa luottamusta yrityksen ja sijoittajien välille.

Kuitenkin ennen kuin voin tuoda esille lopullisen CG-indeksini, on syytä vielä tarkemmin tarkastella esittelemiäni suosituksia, joihin indeksiini pohjautuu. Corporate governancen merkitys luottamuksen lisääjänä perustuu yrityksen omaehtoisesti luomiin hallintokäytäntöihin. Kaikissa kohdemaissani corporate governance-suositukset ovat periaatteessa vapaaehtoisia yrityksille noudattaa⁴¹. Näin ollen indeksistä on syytä poistaa

³⁹ Raunetsalo (2008) tutki eurooppalaisia hyvän hallintotavansuosituksia, ja hänen mukaansa liitteessä 1 esitellyt tekijät olivat merkityksellisimmät corporate governance-käytännöt.

⁴⁰ Kohdemaitani ovat Suomi, Viro, Latvia ja Liettua. Kyseisten maiden ajan tasalla olevat corporate governance-suositukset voidaan löytää Euroopan corporate governance instituutin sivulta http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php. Myös lähdeluettelossa kohdassa 6.1 on määriteltynä kohdemaideni suositukset.

⁴¹ Suomen, Viron ja Latvia suosituksia noudatetaan ”comply or explain” periaatteella. Tämä ei velvoita yrityksiä noudattamaan suosituksia, mikäli ne kertovat syynsä noudattamatta olemiseen. Liettuan suositukset ovat puolestaan vain nimensä mukaisesti suosituksia hyvien hallintokäytäntöjen luomisesta.

kohdat, jotka kuuluvat kohdemaiden lainsäädännön alaisuuteen. Tämän vuoksi liitteessä A on eriteltyinä kohdat, jotka määrätään lainsäädännössä. Lainsäädännön taustana olen pitänyt maiden osakeyhtiölakeja ja arvopaperimarkkinalakeja⁴². CG-indeksistäni olen siis poistanut kohdat, jotka löytyvät pakottavan lainsäädännön alaisuudesta, jotta CG-indeksini mittaa yrityksiä vapaaehtoisesti noudattamia hallintokäytäntöjä. Lähtökohtaisestihan kaikkien yritysten on noudatettava pakottavan lainsäädännön alla olevia määräyksiä. Hyvänä esimerkkinä poistetusta kohdasta voidaan pitää yrityksiä hallituksen valintaan. Kaikkien kohdemaideni corporate governance-suositusten mukaan yrityksen hallituksen⁴³ tulee valita yhtiökokous. Kuitenkin kohdemaideni osakeyhtiölait myös määrittelevät hallituksen valinnan yhtiökokouksen tehtäväksi, joten kyse ei ole kohdeyritysteni vapaaehtoisesta noudattamisesta, jos havainnon yrityksen yhtiökokouksen valitsevan hallituksen.

Corporate governance-indeksini (CG-indeksi) tarkoitus on siis mitata yrityksiä hallitusten toimintatapoja verrattuna corporate governance-suosituksiin. Liitteessä B on esiteltyinä, kuinka CG-indeksini väitteet mahdollisesti vaikuttavat sijoittajien luottamukseen yritystä kohtaan. Indeksissä yritykset saavat pisteen, kun ne edistävät suosituksen mukaista hyvää hallintotapaa. Mikäli kohtaan vaadittavaa tietoa ei löydy, niin olen tulkinnut, että tällöin yritys ei noudata suositusta. Taulukossa 2 on nähtävillä väitteet, joiden perusteella hallitukset pisteytetään.

⁴² Lähdeluettelossa kohdasta 6.1 voi tutustua lähemmin käyttämiini lakeihin.

⁴³ Englanninkielinen termi ”Board” tai ”Supervisory board”. Baltian-maiden suosituksissa supervisory board voidaan nähdä vastineena Suomen hallituksille, koska Baltia-maissa on lähtökohtaisesti kaksipuolainen hallitusrakenne.

Taulukko 2
Corporate governance-indeksi (CG-indeksi)
Noudattaako suositusta
Hallituksen kokoonpano
Hallituksen jäsenet valitaan vuodeksi kerrallaan
Jäsenellä oltava riittävä pätevyys ja riittävästi aikaa tehtävän hoitamiseen
Hallituksen palkkiot ilmoitetaan vuosikertomuksessa
Hallituksen jäsenet eivät saa olla osallisina johdannaismuotoisissa palkitsemisjärjestelmissä
Kokousten lukumäärä ja osallistumisprosentit ilmoitetaan
Hallituksen jäsenten lukumäärä
Yhtiöllä ei ole hallintoneuvostoa(kaksiportainen malli)
Hallituksen jäsenten muiden etuuskien ilmoittaminen
=CGI 1
Hallituksen riippumattomuus
Hallituksen enemmistö koostuu riippumattomista jäsenistä
Riippumattomuus on määritelty vuosikertomuksessa
Riippumattomat jäsenet kokoontuvat vähintään kerran vuodessa
Hallituksen puheenjohtaja on riippumaton
Toimitusjohtaja ei saa toimia hallituksen puheenjohtajana
Tarkastusvaliokunnan jäsenet ovat riippumattomia
=CGI 2
Hallituksen tehtävät
Hallituksella on työjärjestys
Hallitus seuraa tehokkaasti mahdollisia toimitusjohtajan seuraajia
Hallituksen jäsenet ottavat huomioon kaikkien osakkeenomistajien edut
Hallitus muodostaa tarkastusvaliokunnan
Hallitus muodostaa nimitysvaliokunnan
Hallitus muodostaa palkitsemisvaliokunnan
Hallituksen jäsenellä on mahdollisuus tavata yhtiön ylintä johtoa
Hallitus arvio vuosittain toimintaansa
Hallitus arvio vuosittain valiokuntien toimintaa
Hallitus arvio vuosittain toimitusjohtajaa
Hallitus ilmoittaa valiokuntien kokousten lukumäärän ja osallistumisprosentit
=CGI 3
=CGI (1+2+3)

Corporate governance-indeksin osatekijät perustuvat corporate governance-suosituksiin. CGI 1 kuvaa hallituksen kokoonpanoa, CGI 2 kuvaa hallituksen riippumattomuutta ja CGI 3 kuvaa hallituksen tehtäviä.

Taulukossa 2 esitettyjen väitteiden mukaan yritysten hallituksen saavat pisteitä, joiden summa on CG-indeksi. Lisäksi CG-indeksini on jaettu alaindekseihin, joiden avulla voidaan lähestyä hallituksia teoriassa esitetyistä näkökulmista. Näitä näkökulmia ovat hallituksen kokoonpano (CGI 1), hallituksen riippumattomuus (CGI 2) ja hallituksen tehtävät (CGI 3).

4.4 Tutkimuksen menetelmät

Tutkimuksen menetelmät pyrkivät tukemaan tutkimuksen tavoitteiden saavuttamista. Tutkimuksen tavoitteena on löytää vahvistusta kahdelle edellä esitetylle tutkimushypoteesille. Ensimmäisenä hypoteesin H1 tutkimista varten meidän on selvitettävä corporate governance-suositusten noudattamisen kehitys kohdeyrityksissä tutkimusajankohtana. Aikaisemmissa tutkimuksissa standardien noudattamisastetta on mitattu esimerkiksi Herfindahl-indeksillä

(Van der Tas 1988). Corporate governance-suositukset voidaan nähdä standardeina, joten on perusteltua hyväksikäyttää samankaltaista menetelmää tutkiessa corporate governance-indeksin kehitystä kohdeyrityksissä. Luvussa 4.4.1 tulen käymään tarkemmin lävitse Herfindahl-indeksin käytön tutkimuksessani.

Toisen hypoteesini H2 tutkimiseen tulen käyttämään monimuuttujaregressioanalyysia kuten on tehty aikaisemmissa corporate governancen ja arvostuksen välisissä tutkimuksissa. Regressioanalyysilla voidaan saada selville CG-indeksin mahdollinen vaikutus yrityksen arvostukseen markkinoilla. Luvussa 4.4.2 tulen esittelemään regressioanalyysin muuttujia ja käyttöä tässä tutkimuksessa.

Kuitenkin tutkimuksessani on otettava huomioon aikaisemmissa aihealueen tutkimuksissa noussut voimakasta keskustelu tulosten luotettavuudesta. Esimerkiksi Gompers ym. (2003) sekä Hermalin ja Weisbach (2003) pohtivat corporate governancen ja arvon välistä kausaaliteettia. Keskustelun pohjana on ollut yrityksen arvon ja corporate governance tekijöiden mahdollisesti kolmella eri tavalla esiintyvä kausaalinen suhde. Kuvaajassa 2 tuon esille, millainen suhde corporate governancella ja arvolla voi olla teoreettisesti. Kuvaaja 2 perustuu Chi (2005) tutkimukseen corporate governance tutkimuksen endogeenisyydestä.

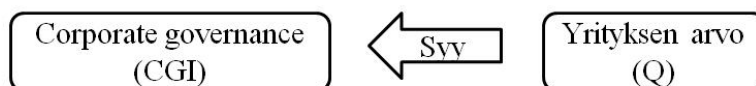
Kuvaaja 2 – Corporate governancen ja arvostuksen välinen suhde

Kuvaaja näyttää kolme mahdollista syy-seuraus-suhdetta corporate governancen (CGI) ja yrityksen (Q) arvon välillä. Ensimmäinen mahdollisuus on, että CGI vaikuttaa yrityksen arvostukseen. Toinen mahdollisuus on, että arvostus Q vaikuttaa CGI:hin. Kolmas vaihtoehto kuvastaa CGI:n ja Q:n korrelointia. Tässä vaihtoehdossa molempiin vaikuttaa samansuuntaisesti tuntematon muuttuja.

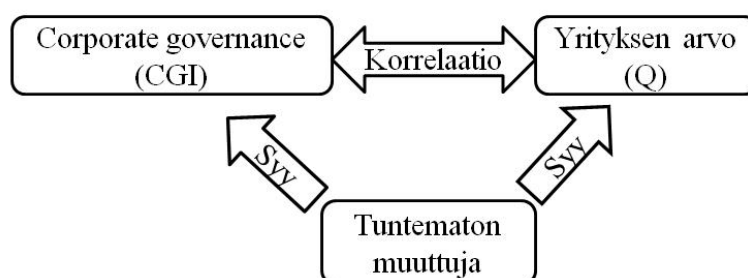
Vaihtoehto 1



Vaihtoehto 2



Vaihtoehto 3



Ensimmäisessä vaihtoehdossa corporate governance vaikuttaa yrityksen arvostukseen kuten on tutkimuksissa todettu. Toisessa vaihtoehdossa vaikutuksen suunta on puolestaan toisinpäin. Teoreettisesti tämä voi olla mahdollista esimerkiksi huonojen johtajien tapauksessa. Huonot johtajat alentavat yrityksen arvoa, ja voidakseen jatkaa toimessaan huonojen johtajien motivaationa voi olla yrityksen omistajien oikeuksien heikentäminen. Toinen vaihtoehto onkin lähellä kolmatta skenaariota, jossa sekä corporate governance että yrityksen arvostus riippuvat ulkopuolisesta tuntemattomasta tekijästä samansuuntaisesti. Esimerkiksi Hermalin ja Weisbach kuvaavat ongelmaa niin sanottuna tasapaino/epätasapaino ilmiönä⁴⁴. Tämä voi aiheuttaa illuusion corporate governancen ja arvostuksen suhteesta.

Tässä tutkimuksessa pyrin ottamaan huomioon mahdollisesta endogeenisyydestä aiheutuvat ongelmat huomioon tarkastelemalla corporate governancen vaikutusta arvostukseen kaksivaiheisella regressiomenetelmällä (2SLS). Tämän avulla voidaan saada selville mahdollinen endogeenisyys tutkimusmuuttujissa (Maddala 2001). Luvussa 4.4.3 käsittelem tarkemmin endogeenisyyden havaitsemiseksi tarkoitettua 2SLS-menetelmää.

4.4.1 Herfindahl-indeksi

Herfindahl-indeksin avulla voidaan mitata standardien noudattamisastetta. Herfindahl-indeksin lähtökohtana on mahdollisen harmonian selville saaminen tutkimusaineistossa. Tässä tutkimuksessa harmonia tarkoittaa yritysten hallitusten toimintaa corporate governance-suositusten näkökulmasta. Van der Tas (1988) on esimerkiksi käyttänyt Herfindahl-indeksimenetelmää liiketaloudellisessa tutkimuksessa.

Tutkimukseni ensimmäistä Herfindahl-indeksiä tulen kutsumaan H-indeksiksi Van der Tasin (1988) tutkimuksen mukaisesti. H-indeksi soveltuu mittaamaan maakohtaista hyvää hallintotapaa yrityksissä. Tulen hyväksikäyttämään H-indeksiä esimerkiksi vertailllessani corporate governance-indeksin osatekijöiden noudatusastetta tutkimukseni ajalla. Kaavassa 1 on esiteltyä H-indeksin.

⁴⁴ Hermalin ja Weisbach (2003) esittelevät hallitus tutkimusten tulosten olevan seurausta tasapaino- tai epätasapainoilmiöstä. Epätasapainoilmiössä hallituksella voi olla suorakin vaikutus tutkittavaan ilmiöön. Kuitenkin on mahdollista, että kolmas tekijä vaikuttaa yhtäläillä hallitukseen ja tutkittavaan ilmiöön, jolloin hallituksella ei ole vaikutusta ilmiön toteutumiseen. Tätä Hermalin ja Weisbach kutsuvat tasapainoilmiöksi.

Kaava 1 - H-indeksi

$$H = \sum_{i=1}^n p_i^2$$

H = Herfindahl indeksi
n = Suosituksen noudattamisen vaihtoehdot
p = Suosituksen noudattamisen frekvenssi

H-indeksin heikkoutena kuten Van der Tas (1988) esittää on, että sillä pystytään mittamaan vain maakohtaista suosituksien noudattamista yrityksissä. Kuitenkin tutkimuksessani on aineistona Suomi ja Baltian maat, joten tarvitsen H-indeksin sovelluksen kahden⁴⁵ maan konsensuksen mittaamiseen. I-indeksillä voidaan saada selvyys kansainväliseen harmoniaan kuten Van der Tas (1988) esittää tutkimuksessaan. Tässä tutkimuksessa tulenkin mittaamaan Suomen ja Baltian maiden hallitusten corporate governancen-suositusten harmonisoitumista I-indeksillä. I-indeksin esittelen kaavassa 2.

Kaava 2 – I-indeksi

$$I = \sum_{i=1}^n (f_i^1 \times f_i^2 \times \dots \times f_i^m)^{1/(m-1)}$$

f =suosituksen i noudattamisen määrä maassa m
m =maidan lukumäärä
n =suositusten määrä

4.4.2 Regressioanalyysi

Voidakseni mallintaa regressioanalyysillä corporate governancen vaikusta yritysten arvostukseen, on määritettävä regressiosuora, joka kuvaisi parhaalla mahdollisella tavalla yrityksen arvon muodostumista. Yrityksen arvostuksen mittarina tulen käyttämään Tobin's Q:ta. Tobin's Q on suhdeluku, joka mittaa yrityksen markkina-arvoa suhteessa yrityksen kirja-arvoon. Kaavassa 3 on esiteltynä Tobin's Q.

Kaava 3 – Tobin's Q

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Markkinaarvo} + \text{Velat}}{\text{Tase}}$$

⁴⁵ Tässä tutkimuksessa tulen käsittelemään Baltian-maita yhtenä maana, koska maiden yritykset on listattu samaan pörssiin, ja maiden kulttuurinen ja lainsäädännöllinen tausta on suhteellisen homogeeninen.

Tobin's Q soveltuu tutkimukseeni yrityksen arvonmittariksi, koska Tobin's Q:n mittaa suhteellista arvoa verrattuna yrityksen taseeseen. Bhagat ja Black (2002) toteavatkin Tobin's Q mittaavan hyvin yrityksen suhteellista menestymistä, koska suhdeluku mittaa yrityksen tuottamaa lisäarvoa. Aikaisemmat tutkimukset ovat ottaneet myös saman suhdeluvun yrityksen arvostuksella. Esimerkiksi Gompers ym. (2003) ja Ikäheimo ym. (2007) käyttävät Tobin's Q:ta arvostuksen mittarina. Tutkimuksessa tulen myös käyttämään vaihtoehtoisesti toimialamukautettua Tobin's Q:ta arvostuksen mittarina, jotta voisimme eliminoida toimialan vaikutuksen yrityksen tuottamaan lisäarvoon. Toimiala mukautettu Tobin's Q on esiteltyinä kaavassa 4.

Kaava 4 - Toimialamukautettu Tobin's Q

$$Tobin's Q_{mukautettu} = Tobin's Q_{yritys} - Tobin's Q_{toimiala}$$

Yrityksen arvostusta tulen siis selittämään corporate governace-suositusten noudattamisella. Mittarina tähän tulen käyttämään aikaisemmin esiteltyä corporate governance-indeksiä (CGI). Tulen myös jakamaan CGI:n alaindekseihin, jotta voimme saada selville mahdollisten hallituksen osatekijöiden vaikutuksen arvostukseen.

Mallissani on myös otettava huomioon yrityksiä arvostukseen vaikuttavat muut tekijät, jotta voin selvittää mahdollisemman luotettavasti CGI:n vaikutus arvostukseen. Näitä tekijöitä kutsutaan kontrollimuuttujiksi. Ensimmäinen selkeä kontrolloitava muuttuja on yrityksen koko. Yrityksen koon vaikutuksen tulen eliminoimaan ottamalla luonnollisen logaritmin yrityksen taseesta. Esimerkiksi Yermack (1996) kontrolloi yrityksen kokoa samalla muuttujalla. Yrityksen tuotolla voi olla luonnollisesti myös vaikutusta yrityksiä arvostukseen. Yrityksen tuottoja kontrolloin mallissani jakamalla tuloksen ennen korkoja, veroja sekä poistoja (EBITDA) taseella. Lisäksi mallissani oletan yrityksen velkaisuuden ja kasvun mahdollisesti vaikuttava arvoon, joten otan nämäkin kontrollimuuttujiksi. Tutkimuskohteideni ollessa useassa maassa ja tutkimusajankohtani käsittäessäni useita vuosia tulen eliminoidaan myös maakohtaiset sekä vuosikohtaiset tekijät dummy-muuttujilla. Otan myös huomioon dummy-muuttujalla eri toimialojen vaikutuksen mallissani. Mahdollisten huomattavien poikkeamien aiheuttamat vääristykset tuloksiin otan huomioon ottamalla aineistooni muuttujien arvot 1-99 % väliltä. Taulukossa 3a on esiteltyinä tutkimuksessani käytettävät muuttujat.

Taulukko 3a	
Regressiomuuttujien selitykset	
Muuttuja	Selitys
TQ	Tobin's Q suhteutettuna toimalan Tobin's Q:hun
Q	Tobin's Q
CGI	Corporate governance-indeksi
CGI 1	Corporate governance-alaindeksi. Kuvastaa hallituksen kokoonpanoa
CGI 2	Corporate governance-alaindeksi. Kuvastaa hallituksen riippumattomuutta
CGI 3	Corporate governance-alaindeksi. Kuvastaa hallituksen tehtäviä
EBITDA / Tase	Kuvastaa yrityksen suhteellista tuloksen teko kykyä
Leverage	Yrityksen velkaantuneisuus. Velat / Tase
Kasvu	Yrityksen liikevaihdon kasvu
LN(BV)	Luonnollinen logaritmi yrityksen kirja-arvosta
VD	Vuosi-Dummy. Muuttujalla eliminoidaan vuosikohtainen vaihtelu
MD	Maa-Dummy. Muuttujalla eliminoidaan maakohtainen vaihtelu
TD	Toimiala-Dummy. Muuttujalla eliminoidaan toimialakohtainen vaihtelu

Taulukossa 3a esitellyistä muuttujista olen siis rakentanut regressiomalleja, joilla tulen tutkimaan tutkimushypoteesiani, joka olettaa corporate governancen vaikuttavan yrityksen arvostukseen. Olen rakentanut useita malleja, jotta löytäisin parhaiten tutkimuskohdettani kuvaavan mallin ja saisin luotettavammin varmennettua tulokseni. Tilastollisessa menetelmäkirjallisuudessa kyseistä mallin rakennustani kutsutaan askeltavaksi menettelyksi, jonka avulla voidaan löytää parhaiten mallintavat muuttujat regressioanalyysiini. Esimerkiksi Lim ym. (2007) käyttävät regressioanalyysissä askeltavaa menettelyä vähentääkseen mallin mahdollista vääristymää⁴⁶. Alla esittelen regressiomallini kaavoissa 5 - 8.

Kaava 5 – Regressiomalli 1

$$TQ = \alpha + \beta_1 CGI + \beta_2 LN(tase) + \beta_3 EBITDA / Tase + \beta_4 Leverage + \beta_5 Kasvu + \beta_6 VD_z + \beta_7 MD_z + \beta_8 TD_z + \varepsilon$$

Kaava 6 – Regressiomalli 2

$$Q = \alpha + \beta_1 CGI + \beta_2 LN(tase) + \beta_3 EBITDA / Tase + \beta_4 Leverage + \beta_5 Kasvu + \beta_6 VD_z + \beta_7 MD_z + \beta_8 TD_z + \varepsilon$$

Kaava 7 – Regressiomalli 3

$$TQ = \alpha + \beta_1 CGI_1 + \beta_2 CGI_2 + \beta_3 CGI_3 + \beta_4 LN(tase) + \beta_5 EBITDA / Tase + \beta_6 Leverage + \beta_7 Kasvu + \beta_8 VD_z + \beta_9 MD_z + \beta_{10} TD_z + \varepsilon$$

Kaava 8 – Regressiomalli 4

$$Q = \alpha + \beta_1 CGI_1 + \beta_2 CGI_2 + \beta_3 CGI_3 + \beta_4 LN(tase) + \beta_5 EBITDA / Tase + \beta_6 Leverage + \beta_7 Kasvu + \beta_8 VD_z + \beta_9 MD_z + \beta_{10} TD_z + \varepsilon$$

⁴⁶ Englanninkielinen termi "Robustness"

4.4.3 Endogeenisyyden tutkiminen

Regressiomallieni mahdollisen endogeenisyyden tutkimiseen tulen käyttämään kaksivaiheista regressioanalyysia⁴⁷ Bhagat ja Black (2002) esittelemän mallin mukaisesti. Jatkossa kaksivaiheisesta regressioanalyysista tulen käyttämään alan kirjallisuudessa tunnettua lyhennettä 2SLS. 2SLS-menetelmä koostuu kahdesta vaiheesta (Maddala 2001). Ensimmäisessä vaiheessa mahdollisesti endogeenisiä muuttujia estimoidaan. Estimoinnissa käytetään instrumenttimuuttujia, jotta voimme saada selville mahdollisen ulkopuolisen vaikutuksen selittäviin muuttujiin. Verbeek (2000) on esitellyt kirjassaan ”A guide to modern econometrics” laajasti instrumenttimuuttujien käyttöä. Seuraavassa vaiheessa korvataan alkuperäisessä OLS-regressiossa olevat selittävät muuttujat estimaateilla. Tämän jälkeen uutta regressiosuoraa käsitellään OLS-menetelmien mukaisesti. Maddala (2001) mukaan 2SLS-menetelmällä voidaan saada selville mahdollista mallin endogeenisyyttä, koska estimoimalla mahdollisesti endogeeniset muuttujat voidaan vähentää ulkopuolisen tekijän vaikutusta mallin tuloksiin. Aikaisemmissa tutkimuksissa onkin laajasti hyväksikäytetty 2SLS-menetelmää mahdollisten endogeenisyysongelmien ratkaisemiseksi. Esimerkiksi Bhagat ja Bolton (2008) sekä Lim ym. (2007) käyttävät menetelmää tutkimuksissaan.

Lähtiessäni rakentamaan 2SLS-malliani on syytä ensimmäiseksi pohtia mahdollisia tekijöitä, jotka voisivat vaikuttaa corporate governance-indeksiin. Aikaisemmissa tutkimuksissa esille on noussut keskustelu todellisesti exogeenisten corporate governance-muuttujien hankalasta havaitsemisesta (kts. esim Gompers ym. 2003), joten tässä tutkimuksessa selitän koko corporate governance-indeksiäni instrumenttimuuttujilla. Pohtiessamme mahdollisia instrumenttimuuttujia eli selittäviä tekijöitä corporate governance-indeksin muodostumiselle, voimme tarkastella esimerkiksi corporate governance-indeksin ja mahdollisten muuttujien välistä riippuvuutta korrelaatiolla. Liitteessä C on esiteltynä korrelaatiot corporate governance-indeksin ja taulukossa 3b olevien kontrollimuuttujien välillä. Tästä voimme havainnoida, että yrityksen ja hallituksen koon sekä yrityksen omistuksen keskittymisen korreloivan tilastollisesti merkitsevästi corporate governance-indeksin kanssa. Niillä voi siis olla selittävää vaikutusta indeksiin. 2SLS-mallini ensimmäisessä vaiheessa käytän yrityksen liikevaihtoa yrityksen koon mittarina taseen loppusumman sijasta, koska näin voin ehkäistä mallini 2. vaiheen regressiosuoran muuttujien mahdollisen lineaarisen riippuvuuden. 2SLS-

⁴⁷ Englanninkielinen termi ”two-stage least square (2SLS)”

mallin ehtona on lisätä muuttujan estimointiin vähintään yksi selitettävästä muuttujasta⁴⁸ riippumaton tekijä (Greene 2003). 2SLS-mallissani tulen käyttämään hallituksen kokoa ja yrityksen omistuksen keskittymistä kyseisinä muuttujina. Liitteessä C olevasta korrelaatio taulukosta voimme nähdä hallituksen koolla sekä yrityksen omistuksen keskittymisellä ja corporate governance-indeksillä olevan tilastollisesti merkitsevä voimakas riippuvuus keskenään, joten näillä muuttujilla voi olla huomattava selittävä vaikutus indeksiin. Kummallakaan muuttujalla ei ole liitteen C olevien korrelaatioiden mukaan vaikutusta yrityksen arvostukseen, joten edellä 2SLS-mallin ehtona oleva riippumattomuus selitettävään muuttujaan täyttyy. Kaavassa 9 on esiteltyä 2SLS-mallini ensimmäisen vaiheen regressiosuora. Tulen estimoimaan sekä corporate governance-indeksiä että sen alaindeksejä 2SLS-mallissani. Taulukossa 3b löytyy selitykset 2SLS-mallissa käytetyille muuttujille.

Kaava 9 – 1. vaihe 2SLS-mallissa

$$CGI = \alpha + \beta_1 HalKok + \beta_2 Blockholder + \beta_3 LN(Sales) + \varepsilon$$

Toisessa vaiheessa käytän saatua estimaattia corporate governance-indeksistä edellä esittelemissäni regressiomalleissa 1-4. Toisen vaiheen regressiosuora on esiteltyä kaavassa 10.

Kaava 10 – 2. vaihe 2SLS-mallissa

$$TQ = \alpha + \beta_1 \overline{CGI} + \beta_2 LN(tase) + \beta_3 EBITDA / Tase + \beta_4 Leverage + \beta_5 Kasvu + \beta_6 VD_z + \beta_7 MD_z + \beta_8 TD_z + \varepsilon$$

Taulukko 3b

2SLS-mallin muuttujien selitykset

<i>Muuttuja</i>	<i>Selitys</i>
TQ	Tobin's Q suhteutettuna toimalan Tobin's Q:hun
CGI	Corporate governance-indeksi
\overline{CGI}	Estimoitu corporate governance-indeksi
LN (Sales)	Luonnollinen logaritmi yrityksen liikevaihdosta
HalKok	Hallituksen koko kohde yrityksissä
Blockholder	1, jos yrityksen omistus on yhden intressitahon hallussa
EBITDA / Tase	Kuvastaa yrityksen suhteellista tuloksen teko kykyä
Leverage	Yrityksen velkaantuneisuus. Velat / Tase
Kasvu	Yrityksen liikevaihdon kasvu
LN(BV)	Luonnollinen logaritmi yrityksen kirja-arvosta
VD	Vuosi-Dummy. Muuttujalla eliminoidaan vuosikohtainen vaihtelu
MD	Maa-Dummy. Muuttujalla eliminoidaan maakohtainen vaihtelu
TD	Toimiala-Dummy. Muuttujalla eliminoidaan toimialakohtainen vaihtelu

⁴⁸ Englanninkielinen termi: ” dependent variable”

5 TUTKIMUKSEN TULOKSET

5.1 Hallitusten corporate governance-osatekijöiden noudattaminen

Tarkastellessa corporate governance-indeksin muodostumista on hyvä ensin tutustua indeksin taustalla oleviin osatekijöihin, jotka pohjautuvat yleisesti hyväksytyihin corporate governance-käytäntöihin. Taulukossa 4 on nähtävillä tutkimusaineistossani olevien kohdeyritysten osatekijöiden noudattamisaste sekä vuosittain että maittain.

Taulukosta 4 voidaan nähdä, että hallitukset pyrkivät noudattamaan corporate governance-suosituksia. Corporate governance-suositusten noudattamisaste on noussut 55,31 %:sta aina 87,15 %:iin saakka. Suurin syy tähän havaintoon selittyy Baltian maiden corporate governance-suosituksilla. Baltian maat ottivat suositukset käyttöön vuonna 2006⁴⁹, joten on ymmärrettävää, että vuosina 2006 ja 2007 suositusten käyttöönotto on lisääntynyt koko aineistossa. Kuitenkin kasvu suositusten noudattamisessa edelleen vuonna 2007, antaa meille viitteitä, että yritykset haluavat noudattaa toiminnassaan hyvien hallintotapojen ohjeistuksia.

Tarkastellessa lähemmin osatekijöitä voimme huomata selkeää jakautumista eri kohtien noudattamisasteissa. Parhainten kohdeyritykset valitsevat osaavat jäsenet hallitukseen, ilmoittavat hallituksen palkkiot ja erottavat hallituksen puheenjohtajan sekä toimitusjohtajan roolit. Yleisesti ottaen voidaan sanoa tutkimukseni perusteella, että parhainten hallitukset noudattavat kokoonpanoa koskevia suosituksia. Suurimmassa osassa näistä suosituksista yli puolet kohdeyrityksistäni noudattaa hyvän hallintotavan mukaista käytäntöä. Ainoana poikkeuksena voidaan mainita hallituksen muiden etuuskien ilmoittaminen. Näitä etuuksia ei ollut hallituksilla tai yritykset eivät ilmoittaneet näistä etuuksista julkisissa asiakirjoissa. Hallituksen tehtävien määrittelyssä kohdeyrityksien näkemykset puolestaan erosivat huomattavasti corporate governance-indeksini osatekijöistä. Valiokuntia oli vain noin joka neljännellä hallituksella, vaikka valiokunta työskentelyn etuja on korostettu viime aikoina. Lisäksi hallitukset harvoin ilmoittivat tapaavansa ylintä johtoa tai seuraavansa toimitusjohtajan seuraajia. Ylimmän johdon tapaamiset tosin voivat hoitua ilman virallisia ilmoittamisia, joten tässä kohtaa ulkopuolisessa tarkastelussa emme välttämättä pääse näkemään kokonaiskuvaa. Mielenkiintoa herättää myös hallitusten nuiva suhtautuminen toimitusjohtajan arvioitiin, vaikka hallituksen yhtenä pääasiallisena tehtävänä on toimivan johdon valvonta.

⁴⁹ Liitteessä A on nähtävillä kohdemaideni corporate governance-suositukset ja niiden käyttöönottoaika.

Taulukko 4

CG-indeksin osatekijöiden noudattaminen Suomessa ja Baltiassa

	Yritykset noudattavat osatekijöitä (%-osuus)			Yritykset noudattavat osatekijöitä (%-osuus)			Yritykset noudattavat osatekijöitä (%-osuus)		
	Suomi			Baltia			Koko aineisto		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Noudattaa CG-suositusta	90,83 %	91,74 %	92,66 %	0,00 %	68,57 %	78,57 %	55,31 %	82,68 %	87,15 %
Hallituksen kokoonpano									
Hallituksen jäsenet valitaan vuodeksi kerrallaan	86,24 %	86,24 %	86,24 %	1,43 %	1,43 %	0,00 %	53,07 %	53,07 %	52,51 %
Jäsenellä oltava riittävä pätevyys ja riittävästi aikaa tehtävän hoitamiseen	95,41 %	95,41 %	96,33 %	22,86 %	65,71 %	78,57 %	67,04 %	83,80 %	89,39 %
Hallituksen palkkiot ilmoitetaan vuosikertomuksessa	95,41 %	95,41 %	96,33 %	44,29 %	61,43 %	70,00 %	75,42 %	82,12 %	86,03 %
Hallituksen jäsenet eivät saa olla osallisina johdannaismuotoisissa palkitsemisjärjestelmissä	74,31 %	76,15 %	76,15 %	12,86 %	38,57 %	45,71 %	50,28 %	61,45 %	64,25 %
Kokousten lukumäärä ja osallistumisprosentit ilmoitetaan	88,07 %	91,74 %	94,50 %	4,29 %	11,43 %	12,86 %	55,31 %	60,34 %	62,57 %
Hallitus ilmoittaa valiokuntien kokousten lukumäärän ja osallistumisprosentit	34,86 %	37,61 %	41,28 %	1,43 %	4,29 %	4,29 %	21,79 %	24,58 %	26,82 %
Yhtiöllä ei ole hallintoneuvosto(a)kaksiportainen malli)	91,74 %	92,66 %	93,58 %	18,57 %	28,57 %	31,43 %	63,13 %	67,60 %	69,27 %
Hallituksen jäsenten muiden etuuskien ilmoittaminen	2,75 %	3,67 %	3,67 %	7,14 %	11,43 %	12,86 %	4,47 %	6,70 %	7,26 %
Hallituksen riippumattomuus									
Hallituksen enemmistö koostuu riippumattomista jäsenistä	73,39 %	77,06 %	77,06 %	0,00 %	8,57 %	12,86 %	44,69 %	50,28 %	51,96 %
Riippumattomuus on määritelty vuosikertomuksessa	60,55 %	62,39 %	62,39 %	0,00 %	47,14 %	55,71 %	36,87 %	56,42 %	59,78 %
Riippumattomat jäsenet kokoontuvat vähintään kerran vuodessa	0,92 %	0,92 %	0,92 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,56 %	0,56 %	0,56 %
Hallituksen puheenjohtaja on riippumaton	45,87 %	49,54 %	44,95 %	2,86 %	7,14 %	7,14 %	29,05 %	32,96 %	30,17 %
Toimitusjohtaja ei saa toimia hallituksen puheenjohtajana	92,66 %	91,74 %	92,66 %	50,00 %	78,57 %	84,29 %	75,98 %	86,59 %	89,39 %
Tarkastusvaliokunnan jäsenet ovat riippumattomia	21,10 %	23,85 %	24,77 %	0,00 %	1,43 %	1,43 %	12,85 %	15,08 %	15,64 %
Hallituksen tehtävät									
Hallituksella on työjärjestys	70,64 %	77,98 %	80,73 %	2,86 %	34,29 %	42,86 %	44,13 %	60,89 %	65,92 %
Hallitus seuraa tehokkaasti mahdollisia toimitusjohtajan seuraajia	0,92 %	0,92 %	0,92 %	0,00 %	1,43 %	2,86 %	0,56 %	1,12 %	1,68 %
Hallituksen jäsenet ottavat huomioon kaikkien osakkeenomistajien edut	13,76 %	14,68 %	13,76 %	1,43 %	41,43 %	48,57 %	8,94 %	25,14 %	27,37 %
Hallitus muodostaa tarkastusvaliokunnan	34,86 %	39,45 %	44,95 %	2,86 %	8,57 %	8,57 %	22,35 %	27,37 %	30,73 %
Hallitus muodostaa nimitysvaliokunnan	26,61 %	30,28 %	34,86 %	0,00 %	0,00 %	1,43 %	16,20 %	18,44 %	21,79 %
Hallitus muodostaa palkitsemisvaliokunnan	27,52 %	28,44 %	34,86 %	1,43 %	2,86 %	2,86 %	17,32 %	18,44 %	22,35 %
Hallitus jäsenellä on mahdollisuus tavata yhtiön ylintä johtoa	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Hallitus arvioi vuosittain toimintaansa	73,39 %	80,73 %	81,65 %	0,00 %	7,14 %	11,43 %	44,69 %	51,96 %	54,19 %
Hallitus arvioi vuosittain valiokuntien toimintaa	0,92 %	0,92 %	0,92 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,56 %	0,56 %	0,56 %
Hallitus arvioi vuosittain toimitusjohtajaa	7,34 %	7,34 %	8,26 %	0,00 %	1,43 %	1,43 %	4,47 %	5,03 %	5,59 %

Aineisto sisältää 327 kappaleelta Helsingin pörsssiä ja 210 Baltian maiden pörsssiä ja 210 Baltian maiden pörsssiä. Havaintojen tiedot on kerätty yritysten virallista tilinpäätöksistä ja vuosikertomuksista. Corporate governance-suositusta tarkoitetaan maan valvontaviranomaisen tai vastaavan julkaisemaa corporate governance-ohjeistusta.

Suomessa noudatetaan huomattavasti tunnollisemmin corporate governance-suosituksia, mikä voi johtua kehittyneimmistä markkinoista sekä aktiivisemmista valvontaviranomaisista. Toisaalta luultavimmin suurin syy suositusten noudattamiseen löytyy corporate governance-suositusten ilmestymisajankohdasta. Kuten mainitsin, Baltian maissa suositukset tulivat voimaan vasta vuonna 2006. Suositusten voimassaolo vaikuttaa huomattavasti corporate governance-indeksin osatekijöiden noudattamiseen tutkimukseni mukaan. Suurimmat eroavaisuudet corporate governance-osatekijöiden välillä Suomessa ja Baltiassa voidaan löytää hallituksen riippumattomuudesta sekä valiokunnista. Baltiassa hallitukset ovat harvoin riippumattomia ja hallitusten käytäntönä ei ole muodostaa valiokuntia. Lisäksi Baltiassa yritysten hallintorakenne on usein kaksiportainen, joten tässäkin suhteessa Baltia eroaa Suomesta.

Osatekijöitä tarkastelemalla voimme siis todeta hallitusten haluavan noudattaa suosituksia, mutta käytännössä hallitukset eivät kohdeyrityksissä ole muodostettu täysin corporate governance-periaatteiden mukaisesti. Myös Suomen ja Baltian maiden välillä on huomattavia eroja corporate governance-osatekijöiden noudattamisessa. Kuitenkin havainnoidessamme corporate governance-osatekijöiden kehitystä, voimme saada jotain tukea hypoteesilleni H1, että yrityksen hallitukset haluavat noudattaa hyviä hallintokäytäntöjä toiminnassaan. Kyseistä hypoteesia on kuitenkin syytä tarkastella lähemmin myös corporate governance-indeksi tasolla. Seuraavaksi tuonkin esille corporate governance-indeksin muodostumisen kohdeyrityksissäni vuodesta 2005 vuoteen 2007.

5.2 Hallitusten corporate governance-indeksi (CGI)

Corporate governance-indeksi (CGI) vaihtelee huomattavasti kohdeyrityksieni keskuudessa. Tätä tukee edellä esittämäni taulukko 4 indeksin osatekijöiden noudattamisesta. Alimmillaan indeksi saa arvon 0, mikä tarkoittaa, että yritys ei noudata yhtään osatekijää, jotka ovat esiteltyinä taulukossa 2. Aineistossa suurimman indeksi arvon saanut yritys puolestaan noudattaa 17 osatekijää mahdollisesta 19:sta. Koko aineiston CGI:n keskiarvo on noin 9 ja keskihajonta olleessa kohdevuosina 4-5. Suuri keskihajonta tarkoittaa, että yritysten hallitukset noudattavat hyvinkin erilaisia menetelmiä hallinnossaan. Taulukossa 5 on esiteltyä CGI:n jakautuminen kohdemaideni ja vuosien välillä. Lisäksi taulukossa 5 on

corporate governance-indeksin alaindeksien kehittyminen ja yritysten koon vaikutus CGI:hin. Huomattavaa on yrityksen kokoluokan selkeä vaikutus corporate governance-indeksiin. Tämä voisi tarkoittaa suurten yritysten pyrkivän rakentamaan paremmat suhteet sijoittajiin, koska niille ulkoisella rahoituksella voisi olla suurempi merkitys. Toisaalta suurilla yrityksillä voi olla paremmat resurssit noudattaa corporate governance-ohjeistuksia.

Taulukko 5

CG-Indeksin kuvaava taulukko									
	<i>Suomi</i>			<i>Baltia</i>			<i>Koko aineisto</i>		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Voimassa oleva CG-suositus	x	x	x	x	x		x	x	
Minimi	3	3	3	0	0	1	0	0	1
Keskivarvo	11,2	11,7	11,9	1,7	4,6	5,4	7,5	8,9	9,4
Mediaani	12	12	12	1,5	5	5,5	8	9	9
Moodi	14	15	15	1	6	6	1	15	15
Maksimi	17	17	17	8	11	10	17	17	17
Q1	9	10	10	1	2,25	4	2	5	6
Q3	14	14	15	2	6	7	12	13	13
Keskihajonta	3,34	3,33	3,27	1,56	2,50	2,41	5,39	4,58	4,36
<i>Yritysten lukumäärä</i>									
CGI=0	0	0	0	16	3	0	19	3	0
CGI=1	0	0	0	19	3	3	18	3	3
CGI=2	0	0	0	18	12	9	7	12	9
CGI=3	5	4	2	7	7	5	12	11	7
CGI=4	2	1	2	7	8	7	4	9	9
CGI=5	2	1	1	2	8	11	2	9	12
CGI=6	1	3	2	0	14	13	1	17	15
CGI=7	3	2	4	0	9	8	4	11	12
CGI=8	8	7	5	1	0	7	8	7	12
CGI=9	7	8	9	0	4	3	7	12	12
CGI=10	11	10	8	0	1	4	11	11	12
CGI=11	15	11	11	0	1	0	15	12	11
CGI=12	12	15	14	0	0	0	12	15	14
CGI=13	13	7	10	0	0	0	13	7	10
CGI=14	16	14	10	0	0	0	16	14	10
CGI=15	6	17	19	0	0	0	6	17	19
CGI=16	5	7	9	0	0	0	5	7	9
CGI=17	3	2	3	0	0	0	3	2	3
CGI=18	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CGI=19	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Alaindeksi keskiarvot</i>									
CG1	6,00	6,21	6,33	1,13	2,23	2,56	3,91	4,40	4,58
CG2	3,39	3,58	3,48	0,53	1,43	1,61	2,00	2,42	2,47
CG3	3,55	3,91	4,06	0,09	0,97	1,20	1,59	2,09	2,30
<i>Kokoluokka keskiarvot</i>									
Pieni	10,47	10,85	10,96	1,44	4,27	5,02	6,08	7,65	8,07
Keskisuuri	10,65	11,13	11,74	2,00	5,27	6,36	8,38	9,60	10,33
Iso	13,65	14,26	14,43	3,57	6,29	6,43	11,30	12,40	12,57

Aineisto sisältää 327 kappaletta Helsingin pörssilistattuja yrityksiä ja 210 Baltian maiden pörssilistattuja yrityksiä. CGI on aikaisemmin esittelemäni corporate governance-indeksi. CGI 1, CGI 2 ja CGI3 ovat corporate governancen-indeksin alaindeksijä. CGI kuvaa hallituksen kokoonpanoa, CGI 2 kuvaa hallituksen riippumattomuutta ja CGI 3 kuvaa hallituksen tehtäviä. Koko luokat perustuvat OMX-Helsingin pörssin market cap-jaotteluun.

Tarkastellessamme koko aineiston CGI:n kehittymistä huomattavaa on CGI:n arvojen selkeän kohoaminen kohdeaineistossani. Lisäksi keskihajonta on pienentynyt, mikä voi tarkoittaa, että yritykset pyrkivät noudattamaan hyviä hallintotapoja hallituksiensa toiminnassa. Taulukosta 5 näemme corporate governance-indeksin parantuneen kohdeaineistossani ajanjaksolla 2005–2007. Jopa Suomessa CGI:n arvot ovat kasvaneet vuodesta 2005 vuoteen 2007, vaikka Suomen suositukset ovat olleet voimassa jo vuodesta 2003 lähtien. Tämä antaa selkeää näyttöä ensimmäisen hypoteesini puolesta. Seuraavassa tarkastelenkin corporate governance-indeksin kehitystä Herfindahl-menetelmällä, jonka avulla voimme saada viitteitä jo edellä esitetystä ajatuksesta, että yritykset ovat alkaneet noudattamaan yhä enenemissä määrin hyviä hallintotapoja toiminnassaan.

5.3 Corporate governancen noudattaminen Herfindahl-indeksin mukaan

Ensimmäistä Herfindahl-indeksiä (H-indeksi) tulkittaessa on syytä muistaa kohdemaideni lähtötilanne. Taulukossa 6 esillä olevassa aineistosta voimme huomata, että Baltian maissa vallitsee milteipä täydellinen harmonia vuonna 2005 corporate governance-osatekijöiden keskuudessa, mutta muistaessamme taulukossa 4 esitetyt noudattamisasteet voimme todeta harmonian johtuvan siitä, että Baltian maissa juuri mikään yritys ei toiminut corporate governance-tapojen mukaisesti.

Taulukko 6

H-indeksi corporate governance osatekijöiden kehitys Suomessa ja Baltiassa

	Suomi			Baltia			Koko aineisto		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Voimassa oleva CG-suositus	x	x	x						
Noudattaa suositusta	0,76	0,78	0,79	1,00	0,57	0,66	0,50	0,71	0,78
Hallituksen jäsenet valitaan vuodeksi kerrallaan	0,70	0,70	0,70	0,97	0,97	1,00	0,50	0,50	0,50
Jäsenellä oltava riittävä pätevyys ja riittävästi aikaa tehtävän hoitamiseen	0,83	0,83	0,85	0,65	0,55	0,66	0,56	0,73	0,81
Hallituksen palkkiot ilmoitetaan vuosikertomuksessa	0,83	0,83	0,85	0,51	0,53	0,58	0,63	0,71	0,76
Hallituksen jäsenet eivät saa olla osallisina johdannaismuotoisissa palkitsemisjärjestelmissä	0,57	0,58	0,58	0,78	0,53	0,50	0,50	0,53	0,54
Kokousten lukumäärä ja osallistumisprosentit ilmoitetaan	0,72	0,78	0,82	0,92	0,80	0,78	0,51	0,52	0,53
Hallitus ilmoittaa valiokuntien kokousten lukumäärän ja osallistumisprosentit	0,50	0,49	0,47	0,97	0,92	0,92	0,66	0,63	0,61
Yhtiöllä ei ole hallintoneuvostoa(kaksiportainen malli)	0,78	0,79	0,80	0,70	0,59	0,57	0,53	0,56	0,57
Hallituksen jäsenten muiden etuuskien ilmoittaminen	0,87	0,85	0,85	0,87	0,80	0,78	0,91	0,87	0,87
Hallituksen enemmistö koostuu riippumattomista jäsenistä	0,56	0,59	0,59	1,00	0,84	0,78	0,51	0,50	0,50
Riippumattomuus on määritelty vuosikertomuksessa	0,48	0,49	0,49	1,00	0,50	0,51	0,53	0,51	0,52
Riippumattomat jäsenet kokoontuvat vähintään kerran vuodessa	0,90	0,90	0,90	1,00	1,00	1,00	0,99	0,99	0,99
Hallituksen puheenjohtaja on riippumaton	0,46	0,46	0,46	0,94	0,87	0,87	0,59	0,56	0,58
Toimitusjohtaja ei saa toimia hallituksen puheenjohtajana	0,79	0,78	0,79	0,50	0,66	0,74	0,63	0,77	0,81
Tarkastusvaliokunnan jäsenet ovat riippumattomia	0,61	0,58	0,57	1,00	0,97	0,97	0,78	0,74	0,74
Hallituksella on työjärjestys	0,54	0,60	0,63	0,94	0,55	0,51	0,51	0,52	0,55
Hallitus seuraa tehokkaasti mahdollisia toimitusjohtajan seuraajia	0,90	0,90	0,90	1,00	0,97	0,94	0,99	0,98	0,97
Hallituksen jäsenet ottavat huomioon kaikkien osakkeenomistajien edut	0,70	0,69	0,70	0,97	0,51	0,50	0,84	0,62	0,60
Hallitus muodostaa tarkastusvaliokunnan	0,50	0,48	0,46	0,94	0,84	0,84	0,65	0,60	0,57
Hallitus muodostaa nimitysvaliokunnan	0,56	0,53	0,50	1,00	1,00	0,97	0,73	0,70	0,66
Hallitus muodostaa palkitsemisvaliokunnan	0,55	0,54	0,50	0,97	0,94	0,94	0,71	0,70	0,65
Hallituksen jäsenellä on mahdollisuus tavata yhtiön ylintä johtoa	0,91	0,91	0,91	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Hallitus arvioi vuosittain toimintaansa	0,56	0,63	0,64	1,00	0,87	0,80	0,51	0,50	0,50
Hallitus arvioi vuosittain valiokuntien toimintaa	0,90	0,90	0,90	1,00	1,00	1,00	0,99	0,99	0,99
Hallitus arvioi vuosittain toimitusjohtajaa	0,79	0,79	0,78	1,00	0,97	0,97	0,91	0,90	0,89

Aineisto sisältää 327 kappaletta Helsingin pörssi-listattuja yrityksiä ja 210 Baltian maiden pörssi-listattuja yrityksiä. Koko aineisto käsittellään kuin se olisi yksi maa, jotta voimme käyttää H-indeksi harmonian mittaamiseen.

Taulukosta 6 näemme siis, että corporate governance-suositusten noudattaminen on lisääntynyt kohdeyrityksissä. H-indeksin arvo on kohonnut 0,50:stä 0,78:aan. Myös Suomessa, jossa corporate governance-suositukset ovat olleet voimassa koko tutkimusajankohtani aikana, H-indeksin arvo suositusten noudattamisessa on kohonnut 0,76:sta 0,79:ään. Koko aineistosta selkeimmin ovat kehittyneet toimitusjohtajan sekä hallituksen puheenjohtajan roolin eriyttäminen, hallituksen palkkioiden ilmoittaminen ja hallituksen jäsenten pätevyyden arvioiminen. Baltiassa voidaan todeta harmonian pienentyneen vuosien 2005–2007 aikana, johon syynä varmasti on edellä esittämäni corporate governance-suositusten käyttöönotto. Kaikki yritykset eivät ole vielä alkaneet noudattamaan hallinnossaan hyviä hallintokäytäntöjä suosituksista huolimatta, joten eroavaisuuksia yrityksiä välillä löytyy. Suomessa vuosina 2005–2007 parannusta corporate governance-osatekijöissä voidaan löytää hallituksen kokousten lukumäärän ilmoittamisessa, hallituksen työjärjestyksen määrittelyssä sekä hallituksen itsearvioinnissa. Lisäksi huomattavaa on valiokuntien muodostamisen harmonisaation pienenemisen. Tämä johtuu taulukosta 4 nähtävästä noudattamisasteesta. Valiokuntia on muodostettu ajankohtana yrityksissä lisää, mutta heikko noudattamisaste tutkimuksen alussa johti parempaan H-indeksin arvoon vuonna 2005. Kokonaisuudessaan voidaan nähdä Suomen ja Baltian maiden käytäntöjen eroavan joissakin kohdin huomattavasti toisistaan, mikä johtaa melko huonoon harmoniaan kokonaisotoksessa. Maiden välistä harmoniaa olenkin tutkinut taulukossa 7 I-indeksillä.

Taulukko 7
I-indeksi Suomen ja Baltian-maiden corporate governancen osatekijöiden kannalta

	I-indeksi		
	2005	2006	2007
Noudattaa suositusta	0,09	0,63	0,71
Hallituksen jäsenet valitaan vuodeksi kerrallaan	0,14	0,14	0,13
Jäsenellä oltava riittävä pätevyys ja riittävästi aikaa tehtävän hoitamiseen	0,24	0,61	0,73
Hallituksen palkkiot ilmoitetaan vuosikertomuksessa	0,43	0,58	0,66
Hallituksen jäsenet eivät saa olla osallisina johdannaismuotoisissa palkitsemisjärjestelmissä	0,31	0,42	0,46
Kokousten lukumäärä ja osallistumisprosentit ilmoitetaan	0,15	0,17	0,16
Hallitus ilmoittaa valiokuntien kokousten lukumäärän ja osallistumisprosentit	0,62	0,59	0,55
Yhtiöllä ei ole hallintoneuvostoa(kaksiportainen malli)	0,23	0,30	0,32
Hallituksen jäsenten muiden etuuskien ilmoittaminen	0,87	0,82	0,81
Hallituksen enemmistö koostuu riippumattomista jäsenistä	0,25	0,26	0,29
Riippumattomuus on määritelty vuosikertomuksessa	0,38	0,47	0,49
Riippumattomat jäsenet kokoontuvat vähintään kerran vuodessa	0,95	0,95	0,95
Hallituksen puheenjohtaja on riippumaton	0,52	0,48	0,52
Toimitusjohtaja ei saa toimia hallituksen puheenjohtajana	0,48	0,71	0,76
Tarkastusvaliokunnan jäsenet ovat riippumattomia	0,75	0,72	0,71
Hallituksella on työjärjestys	0,29	0,44	0,44
Hallitus seuraa tehokkaasti mahdollisia toimitusjohtajan seuraajia	0,95	0,92	0,92
Hallituksen jäsenet ottavat huomioon kaikkien osakkeenomistajien edut	0,81	0,49	0,49
Hallitus muodostaa tarkastusvaliokunnan	0,61	0,52	0,52
Hallitus muodostaa nimitysvaliokunnan	0,70	0,62	0,62
Hallitus muodostaa palkitsemisvaliokunnan	0,69	0,61	0,61
Hallituksen jäsenellä on mahdollisuus tavata yhtiön ylintä johtoa	0,96	0,96	0,96
Hallitus arvioi vuosittain toimintaansa	0,25	0,24	0,24
Hallitus arvioi vuosittain valiokuntien toimintaa	0,95	0,95	0,95
Hallitus arvioi vuosittain toimitusjohtajaa	0,89	0,87	0,87

Aineisto sisältää 327 kappaletta Helsingin pörssilistattuja yrityksiä ja 210 Baltian maiden pörssilistattuja yrityksiä.

Selkein kehitys Suomen ja Baltian maiden välisessä harmonisaatiossa on tullut suositusten noudattamisessa, mikä johtuu luonnollisesti vasta 2006 Baltiassa julkaistuista suosituksista. Osatekijöistä varsinkin pätevän hallituksen valinta yhdistää molempien maiden yrityksiä. Lisäksi negatiivisessa mielessä, kuten taulukosta 4 voidaan vahvistaa, Suomi ja Baltian maat noudattavat yhtä huonosti suosituksia valiokuntien ja toimitusjohtajan arvioinnista, toimitusjohtajan seuraajan tarkastelusta sekä riippumattomien jäsenten kokoontumisesta. Kuitenkin I-indeksi kertoo meille selkeästi, että Suomen ja Baltian maiden hallintokäytännöt ovat lähestyneet toisiaan tutkimusajankohtana.

Kokonaisuudessaan tutkiessamme corporate governance mukaisen hallitustyöskentelyn noudattamista voimme huomata, että yritykset ovat lisänneet hyvien hallintotapojen käyttöä hallinnossaan. Corporate governance-indeksi on kasvanut kohdeaineiston yrityksissäni ja Herfindahl-indeksi antaa meille tukea corporate governance-osatekijöiden käytön lisääntymiselle ajanjaksona 2005–2007. Tämä siis tukee ensimmäistä hypoteesiani H1. Kuitenkin on vielä epäselvää johtuuko hyvien hallintotapojen noudattamisen kasvu lisääntyneistä vaatimuksista⁵⁰ vai yrityksiä omasta halusta? Voidaksemme saada selvyyttä kysymykseen voimme esimerkiksi ottaa selvää hyötyvätkö yritykset corporate governancen mukaisista hallintokäytännöistä. Seuraavaksi tuonkin esille corporate governancen ja yrityksiä arvostuksen välisen suhteen tutkimusaineistossani.

5.4 Regressioanalyysin kuvailevat tilastot

Ennen regressioanalyysiin pääsemistä on syytä esitellä regressioanalyysin aineisto. Aineistonahan tutkimuksessani on taulukon 1 mukaisesti 537 yritys vuotta. Näillä yrityksille regressioanalyysia varten etsin *Orbis*-tietokannasta taulukossa 3a esitellyt kontrollimuuttujat. Kuitenkin jokaiselle yritys vuodelle en löytänyt kontrollimuuttujaa tietokannasta, joten jouduin poistamaan aineistostani nämä yritys vuodet. Yhteensä tämän johdosta eliminoitui 75 havaintoa. Tämän jälkeen saadakseni mahdollisimman selittävän mallin aikaiseksi otin mukaan tutkimukseeni havainnot 1-99 % väliltä mahdollisten epänormaalien⁵¹ havaintojen vaikutuksen ehkäisemiseksi. Tämän avulla voimme parantaa mallin reliabiliteettia. Havainnot

⁵⁰ Baltian-maiden corporate governance-suositukset tulivat voimaan 2006. Suomessa suosituksia on myös kehitetty. Esimerkiksi vuonna 2008 julkaistiin uudet ohjeistukset pörssiyrityksille liittyen hyviin hallintokäytäntöihin.

⁵¹ Englanninkielinen termi ”Outlier”.

1-99 % väliltä sain normittamalla havaintoni normaalijakaumaan, jonka jälkeen poistin havainnot, jotka eivät kuuluneet 1-99 % välille. Tämän seurauksena aineistostani poistui 87 yritysvuotta. Lopullinen aineistoni, joka sisältää 368 yritysvuotta, on nähtävillä taulukossa 8.

Taulukko 8
Regressioanalyysin aineisto

	2005	2006	2007	Yhteensä
<i>Maakohtaiset havainnot</i>				
Suomi	83	77	79	239
Baltia	27	52	50	129
Yhteensä	110	129	129	368
<i>Toimialakohtaiset havainnot</i>				
Energia	4	6	4	14
Teollisuustuotteet- ja palvelut	35	42	45	122
Päivittäistavarat	13	17	16	46
Tietoliikennepalvelut	3	3	3	9
Rahoitus	6	6	2	14
Informaatioteknologia	18	16	18	52
Terveydenhuolto	5	6	7	18
Kulutustavarat- ja palvelut	20	19	22	61
Perusteollisuus	5	9	8	22
Yhdyskuntapalvelut	1	5	4	10
Yhteensä	110	129	129	368

Toimialat perustuvat OMX-pörssin ilmoittamiin toimialaluokkiin. Regressioanalyysin aineisto on saatu ottamalla taulukossa 1 esitetystä alkuperäisestä aineistosta esitetystä yrityksien muuttujien havainnoista 1-99%.

Taulukossa 9 on puolestaan nähtävillä regressioanalyysini muuttujien kuvaileva taulukko. Kuvailevien tilastojen perusteella voidaankin todeta regressiomallini kontrollimuuttujien vaihtelun olevan kohtalaisen maltillista. Edellä poistamani epänormaalit poikkeamat eivät siis kuvaileviakaan tilastojen perusteella häiritse malliani.

Taulukko 9
Kuvailevat tilastot regressioanalyysin muuttujista

	Mediaani	Keskiarvo	Hajonta	Min	Max
TQ	-0,23	-0,15	0,62	-1,54	1,80
Q	1,30	1,42	0,59	0,28	3,12
CGI	10,00	9,08	4,55	0,00	17,00
CGI 1	5,00	4,55	2,11	0,00	8,00
CGI 2	2,00	2,39	1,35	0,00	5,00
CGI 3	2,00	2,14	1,66	0,00	6,00
LN (BV)	11,47	11,81	1,78	7,47	15,67
EBITDA / Tase	0,12	0,13	0,07	-0,07	0,32
Velkaantuminen	0,17	0,18	0,12	0,00	0,50
Kasvu	0,07	0,05	0,42	-0,81	1,84

Taulukossa kuvailevat tunnusluvut regressioanalyysin muuttujista. Otokseen kuuluu 368 Helsingin ja Baltian pörssiyritystä. Näistä 129 on listattu Baltian pörssiin. TQ on toimialamukautettu Tobin's Q. Q on Tobin's Q.

Ennen regressioanalyysia voi olla hyödyllistä tarkastella muuttujien välisiä suhteita, jotta saamme selville mahdollisen riippuvuus-suhteen muuttujien välillä. Seuraavassa kappaleessa onkin esiteltyä muuttujien väliset suhteet Pearsonin korrelaationa sekä Spearmanin järjestyskorrelaationa.

5.5 Pearsonin ja Spearmanin korrelaatio

Korrelaatioita tarkastellessa voidaan löytää vahvojakin viitteitä, että corporate governance-indeksillä on vaikutusta yrityksen arvostukseen markkinoilla. Taulukosta 10 on nähtävillä muuttujien väliset Spearmanin järjestyskorrelaatio ja Pearsonin korrelaatio.

Varsinkin corporate governance-indeksi korreloi tilastollisesti erittäin markitsevästi Tobin's Q arvon kanssa aineistossani. Korrelaation suunta ja suuruus antaa selkeitä vihjeitä, että yrityksen arvostuksella voi olla riippuvuus suhde yrityksen arvon kanssa. Spearmanin järjestykorrelaation arvoksi tulee 0,224 ja Pearson korrelaation 0,205. Tätä tukee myös corporate governance-indeksin tilastollisesti merkitsevä korrelaatio toimialamukautetun Tobin's Q:n kanssa. Kuitenkin tässä tapauksessa korrelaation voimakkuus ei ole yhtä vahva kuin corporate governance-indeksin ja Tobin's Q:n välinen korrelaatio. Spearmanin järjestyskorrelaation voimakkuus on 0,105 ja Pearsonin korrelaation 0,094. Myös alaindeksi CGI 1, CGI2 ja CGI3 korreloivat tilastollisesti merkitsevästi Tobin's Q:n kanssa. Voimakkainta korrelaatio on CGI 1 tapauksessa (Spearman 0,232 ja Pearson 0,219). Tästä voisimme päätellä, sijoittajien arvostavan yrityksen hallituksen hyvien hallintotapojen mukaista kokoonpanoa. Tälle oletukselle antaa myös tukea tilastollisesti merkittävä korrelaatio toimialamukautetun Tobin's Q:n sekä CGI 1:den välillä.

Korrelaatiotaulukosta 10 voimme myös havaita, että regressiomallini kontrollimuuttujat eivät voimakkaasti korreloi keskenään, joten mallini mahdolliset multikollineaarisuusongelmat eivät näytä vaikuttavan mallini tuloksiin.

Tutkiessamme korrelaatiotaulukkoa 10 on kuitenkin otettava huomioon corporate governance-indeksin ja kontrollimuuttujien välinen tilastollisesti merkittävä riippuvuus. Varsinkin yrityksen koolla on voimakas tilastollisesti merkitsevä riippuvuus corporate governance-indeksin kanssa (Spearman 0,56 ja Pearson 0,58). Tämä voi antaa meille viitteitä mahdollisesta endogeenisyysongelmasta tutkimuksessani, jonka toin esille kappaleessa 4.4.

Taulukko 10

Pearsonin ja Spearmanin korrelaatiot muuttujien kesken

		Pearsonin korrelaatio yleisessä kolmiossa ja Spearmanin korrelaatio alemmassa kolmiossa. (P-arvot kertoimien alapuolella)									
		CGI					EBITDA				
		Q	CGI	CGI1	CGI2	CGI3	/Assets	Leverage	Kasvu	LN(BV)	
Toimiala-	Toimialamukautettu Q	Q	CGI	CGI1	CGI2	CGI3	/Assets	Leverage	Kasvu	LN(BV)	
	--	0,811***	0,094*	0,096*	0,064	0,075	0,362***	0,037	0,058	0,265***	
p-arvo		<0,0001	0,071	0,065	0,224	0,151	<0,0001	0,485	0,265	<0,0001	
Q	0,769***	--	0,205***	0,219***	0,147**	0,146**	0,466***	-0,056	-0,045	0,13*	
p-arvo	<0,0001		<0,0001	<0,0001	0,005	0,005	<0,0001	0,282	0,386	0,013	
CGI	0,105*	0,224***	--	0,927***	0,837***	0,875***	0,169***	0,134**	-0,140**	0,580***	
p-arvo	0,045	<0,0001		<0,0001	<0,0001	<0,0001	0,001	0,010	0,007	<0,0001	
CGI1	0,117*	0,232***	0,918***	--	0,703***	0,709***	0,141**	0,162**	-0,132*	0,522***	
p-arvo	0,024	<0,0001	<0,0001		<0,0001	<0,0001	0,007	0,002	0,012	<0,0001	
CGI2	0,070	0,166**	0,84***	0,710***	--	0,617***	0,189***	0,083	-0,109*	0,402***	
p-arvo	0,178	0,001	<0,0001	<0,0001		<0,0001	0,001	0,111	0,037	<0,0001	
CGI3	0,082	0,169**	0,889***	0,739***	0,63***	--	0,117*	0,110*	-0,103*	0,609***	
p-arvo	0,115	0,001	<0,0001	<0,0001	<0,0001		0,025	0,035	0,047	<0,0001	
EBITDA / Tase	0,357***	0,485**	0,155**	0,133*	0,166***	0,125*	--	-0,094	-0,159**	0,115*	
p-arvo	<0,0001	<0,0001	0,003	0,011	0,001	0,017		0,073	0,002	0,028	
Leverage	0,058	-0,030	0,152**	0,183***	0,100	0,116*	-0,104*	--	0,022	0,287***	
p-arvo	0,265	0,565	0,004	0,001	0,057	0,027	0,047		0,670	<0,0001	
Kasvu	0,085	0,004	-0,133*	-0,12271*	-0,084	-0,096	-0,137**	0,019	--	0,011	
p-arvo	0,103	0,942	0,011	0,019	0,107	0,065	0,008	0,711		0,831	
LN(BV)	0,264***	0,127*	0,560***	0,498***	0,378***	0,579***	0,116*	0,286***	-0,008	--	
p-arvo	<0,0001	0,015	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	0,027	<0,0001	0,885		

Otokseen kuuluu 368 pörssiyritystä, jotka on listattu Helsingin ja Baltian pörssiin. Taulukossa on Pearsonin ja Spearmanin korrelaatiot muuttujien kesken. Korrelaatiokertoimien alapuolella on p-arvot. Toimialamukautettu Q on Tobin's Q yrityksen pääomarakennetta velat/tase. CGI on tutkimukseni corporate governance-indeksi. CGI alaindeksi ovat numeroutuina 1, 2 ja 3. Leverage kuvaa yrityksen pääomarakennetta velat/tase. Kasvu on liikevaihdon kasvu tarkastelu vuonna. EBITDA/ Tase kuvastaa yrityksen tuloksenteko kykyä. LN(BV) on luonnollinen logaritmi yrityksen taseesta. Yritysten tiedot on haettu ORBIS-tietokannasta vuosilta 2005-2007 ja yrityksen tilinpäätöksistä.

Tilastollinen merkitsevyystaso on merkitty tähdillä: *** 0,1%, **1% ja *5%.

Muuttujieni välisestä korrelaatiosta saimme siis vahvistusta corporate governance-indeksin sekä yrityksen arvosuksen väliseen suhteeseen. Voidaksemme vielä tarkemmin havainnoida corporate governance-indeksin ja arvon välistä suhdetta tuon seuraavaksi esille regressioanalyysini tulokset kappaleessa 5.6. Tämän jälkeen tarkoituksena on selvittää mahdollisen riippuvuuden syy-seuraus-suhteita kappaleessa 5.7, jotta voimme varmemmin havainnollistaa tutkimukseni tuloksia.

5.6 Corporate governace ja markkina-arvo OLS-regressioanalyysissa

Regressiomallieni 1 ja 2 mukaan ei löydy viitteitä yrityksen arvotuksen ja corporate governance-indeksin välillä. Taulukossa 11 on nähtävillä OLS-regression tulokset mallien 1 ja 2 regressioista. Mallina regressioni 1 ja 2 kuvaavat melko hyvin yrityksen Tobin's Q määräytymistä. Varsinkin toimialamukautettuun Tobin's Q:hun mallina saa 37 % selityssasteen (R^2 noin 0,37), ja F-arvon vahva tilastollinen merkitsevyys tukee myös mallin selitysarvoa. Verrattuna aikaisempiin tutkimuksiin voidaan mallin selityssastetta pitää tyydyttävänä. Taulukosta 11 voimme myös nähdä, että lisäämällä kontrollimuuttujiksi velkaantumisen ja kasvun ei mallin selityssasteeseen tule suurta muutosta. Mallini mukaan varsinkin tuloksen teko kyvyllä näyttäisi olevan suuri merkitys yrityksen Tobin's Q:hun, mikä on teorian mukaisesti luonnollista, koska yrityksen tuottamaan lisäarvoon vaikuttaa suoraan yrityksen aikaansaama tulosvaikutteinen kassavirta.

Taulukko 11

OLS-regressio CGI:n vaikutuksesta arvoon						
Malli	Toimialamukautettu Q			Q		
	1a	1b	1c	2a	2b	2c
Leikkaupiste	-0,2003	-0,1964	-0,2078	-0,0767	-0,0707	-0,0783
CGI	0,0033	0,0034	0,0004	0,0040	0,0043	0,0045
<i>p-arvo</i>	0,7668	0,7557	0,7402	0,7105	0,6936	0,6837
LN (BV)	0,0410	0,0400	0,0395	0,0402	0,0388	0,3841
<i>p-arvo</i>	0,0733	0,0892	0,0943	0,0766	0,0972	0,1012
EBITDA / Tase	3,7352***	3,7444***	3,7655***	3,7055***	3,7195***	3,734***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001
Velkaantuminen		0,0430	0,0417		0,0650	0,0640
<i>p-arvo</i>		0,8580	0,8625		0,7852	0,7880
Kasvu			0,0322			0,0217
<i>p-arvo</i>			0,6559			0,7617
R2	0,372	0,372	0,372	0,314	0,314	0,314
F-arvo	12,19***	11,84***	10,86***	9,43***	8,88***	8,4***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001
Havainnot	368	368	368	368	368	368

Taulukossa on OLS-regressio corporate governancen-indeksin vaikutuksesta markkina-arvoon. Regressiomuuttujien kertoimien alapuolella on p-arvot. Markkina-arvoa on kuvattu regressioissa 1a-c toimialamukautetulla Tobin's Q:lla ja regressioissa 2a-c Tobin's Q:lla. Toimialamukautettu Q on Tobin's Q yritys- toimialan Tobin's Q. Tobin's Q on markkina-arvo+velat/tase. CGI on tutkimukseni corporate governance-indeksi. Leverage kuvaa yrityksen pääomarakennetta velat/tase. Kasvu on liikevaihdon kasvu tarkastelu vuonna. EBITDA/ Tase kuvastaa yrityksen tuloksenteko kykyä. Regressiossa on myös käytetty maa-, toimiala- sekä vuosi-dummy muuttujia. Yritysten tiedot on haettu ORBIS -tietokannasta ja tilinpäätöksistä vuosilta 2005-2007.

Tilastollinen merkitsevyystaso on merkitty tähdillä: *** 0,1%, **1% ja *5%.

Kuitenkaan emme löytäneet vahvistusta regressiomalleillani 1 ja 2 aikaisemmin Pearsonin ja Spearmanin korrelaatioiden indikoimaan corporate governance-indeksin ja yrityksen arvostuksen väliseen suhteeseen. Mallien mukaan corporate governance-indeksin vaikutus Tobin's Q:hun on pieni ja tilastollisesti merkitsemätön. Muistaessamme korrelaatiotaulukossa 10 esitetyt korrelaatiot esille nousee kuitenkin ajatus, corporate governance-indeksin osatekijöiden erilaisesta vaikutuksesta yrityksen arvostukseen. Korrelaationhan mukaan varsinkin yrityksen kokoonpanolla, jota mitataan CGI 1-indeksillä, on voimakkain riippuvuus-suhde arvoon. Tämän vuoksi onkin mielenkiintoista tutkia myös corporate governance-alaindeksien suhdetta arvoon. Taulukossa 12 olenkin esitellyt mallieni 3 ja 4 regressioanalyysin tulokset, jossa selittävänä tekijänä on käytetty alaindeksijä CGI 1, CGI 2 ja CGI 3.

Taulukko 12

OLS-regressio CG-alaindeksien vaikutus arvoon						
Malli	Toimiala Q			Q		
	3a	3b	3c	4a	4b	4c
Leikkaupiste	-0,2256	-0,2243	-0,2369	-0,1089	-0,1051	-0,1139
CGI 1	0,0793*	0,0719*	0,0723*	0,073*	0,073*	0,0732*
<i>p-arvo</i>	0,0194	0,0196	0,0192	0,0167	0,017	0,0174
CGI 2	-0,04072	-0,0407	-0,0408	-0,0389	-0,03828	-0,04463
<i>p-arvo</i>	0,1587	0,1599	0,1592	0,1803	0,1824	0,182
CGI 3	-0,0225	-0,02238	-0,0022	-0,00234	-0,023	-0,0229
<i>p-arvo</i>	0,396	0,4015	0,4063	0,3737	0,3837	0,3873
LN (BV)	0,0367	0,03642	0,03589	0,03639	0,03561	0,0352
<i>p-arvo</i>	0,1231	0,1369	0,1435	0,1233	0,1426	0,1476
EBITDA / Tase	3,7555***	3,7582***	3,7816***	3,722***	3,7297***	3,7459***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001
Velkaantuminen		0,0122	0,01053		0,0333	0,03215
<i>p-arvo</i>		0,9593	0,9649		0,8884	0,8925
Kasvu			0,0347			0,02405
<i>p-arvo</i>			0,6393			0,7357
R2	0,383	0,383	0,383	0,326	0,326	0,326
F-arvo	11,76***	10,75***	10,22***	8,86***	8,39***	7,98***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001
Havainnot	368	368	368	368	368	368

Taulukossa on OLS-regressio corporate governancen-indeksin vaikutuksesta markkina-arvoon. Regressiomuuttujien kertoimien alapuolella on p-arvot. Markkina-arvoa on kuvattu regressioissa 1a-c toimialamukautetulla Tobin's Q:lla ja regressioissa 2a-c Tobin's Q:lla. Toimialamukautettu Q on Tobin's Q yritys- toimialan Tobin's Q. Tobin's Q on markkina-arvo+velat/tase. CGI 1-3 ovat tutkimukseni corporate governance-indeksin alaindeksejä. Leverage kuvaa yrityksen pääomarakennetta velat/tase. Kasvu on liikevaihdon kasvu tarkastelu vuonna. EBITDA/ Tase kuvastaa yrityksen kuvastaa yrityksen tuloksenteko kykyä. Regressiossa on myös käytetty maa-, toimiala- sekä vuosi-dummy muuttujia. Yritysten tiedot on haettu ORBIS-tietokannasta vuosilta 2005-2007.

Tilastollinen merkitsevyytaso on merkitty tähdillä: *** 0,1%, **1% ja *5%.

Ensimmäiseksi voimme huomata mallin selitys asteen R^2 parantuneen jakamalla corporate governance-indeksi osatekijöihin. Esimerkiksi mallin 3c selitysaste R^2 on 0,3825 verrattuna mallin 1c 0,3722 selitysasteeseen. Tämä antaa meille viitteitä, että corporate governance-osa-alueet vaikuttavat eritavoin arvoon. Taulukosta 12 voidaankin nähdä alaindeksien kertoimien olevan erisuuntaisia. Alaindeksi kokoonpanosta CGI 1 näyttäisi vaikuttavan tilastollisesti merkitsevästi sekä toimialamukautettuun Tobin's Q:hun että Tobin's Q:hun. Vaikutuksen voimakkuuden ollessa noin 0,07. Huomattavaa onkin edellä mainitsemani erisuuntainen vaikutus kahden muun alaindeksin ja arvon välillä. CGI 2 ja CGI 3 saavat negatiivisen kertoimen malleissani. Negatiivinen kerroinhan tarkoittaa corporate governance-indeksin

vaikuttavan alentavasti yrityksen arvon muodostumiseen. Kuitenkaan kyseiset tulokset eivät ole tilastollisesti merkitseviä.

Corporate governance-alaindeksien erisuuntainen vaikutus voisi selittää taulukossa 11 olevien alkuperäisten regressiomallieni 1 ja 2 antamaa kuvaa corporate governancen ja arvon välisestä suhteesta. Niissä en löytänyt vahvistusta olettamukselleni corporate governance ja yrityksen arvon välisestä positiivisesta suhteesta. Alaindeksien erisuuntainen vaikutushan kumoaa toistensa merkityksen. Taulukoissa 12 esiteltyjen tuloksien mukaan hallituksen kokoonpanolla on positiivista tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen arvostukseen. Hallituksen riippumattomuudella ja tehtävillä näyttäisi puolestaan olevan negatiivinen vaikutus yrityksen arvostukseen, mutta tälle riippuvuudelle ei löytynyt malleissani 3-4 tilastollisesti merkitsevää suhdetta.

Taulukoiden 11 ja 12 regressioanalyysit on tehty koko aineistosta. Kuitenkin aikaisemmin teoriaosuudessa on esitelty ajatus, että corporate governance voi vaikuttaa erilailla erilaisissa ympäristöissä. Tämän vuoksi hakiessani vahvistusta edellä saamiini tuloksiin on syytä tehdä analyysit myös maakohtaisesti. Taulukossa 13 olen havainnoinut corporate governance-indeksin ja arvon välistä suhdetta Suomessa ja Baltiassa, jotta näemme vaikuttaako ympäristö tuloksiini? Ainakin edellä esittelemäni corporate governance-indeksin arvoissa on Suomessa ja Baltian maissa huomattavaa eroavaisuutta. Lisäksi olen ottanut aineistostani regressioanalyysit vuosikohtaisesti, koska aikaisemmin olemme saaneet selville corporate governance-indeksin kasvaneen vuodesta 2005 vuoteen 2007. Tämä voi antaa meille uusia näkökulmia corporate governance vaikutuksesta arvoon. Taulukossa 13 on myös esiteltyinä tulokset vuosikohtaisesta regressioanalyysistä. Maa- ja vuosikohtaisessa analyysissä olen käyttänyt regressiomalleja 1 ja 3, koska aikaisemmista tuloksista voimme päätellä näiden mallien kuvastavan parhaiten arvostusta.

Taulukko 13

OLS-regressio CGI ja CG-alaindeksi maittain sekä vuosittain												
		Suomi		Baltia		2005		2006		2007		
Malli		1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	
Leikkauspiste		-0,8555	-1,0498	-2,055	-2,062	-0,879	-0,9147	-0,31	-0,4023	0,19	0,252	
CGI		0,01196		-0,0106		0,00916		0,0224		-0,0002		
<i>p</i> -arvo		0,3616		0,6711		0,6414		0,25		0,9923		
CGI 1			0,1236**		0,0164		0,0406		0,0792		0,15023*	
<i>p</i> -arvo			0,0047		0,746		0,4688		0,1296		0,0124	
CGI 2			-0,0628		-0,0096		-0,0152		0,009		-0,114*	
<i>p</i> -arvo			0,0588		0,8835		0,7689		0,8599		0,0334	
CGI 3			-0,01273		-0,04979		-0,002		-0,0155		-0,039	
<i>p</i> -arvo			0,6966		0,3885		0,9653		0,7535		0,397	
LN (BV)		0,03062	0,02218	0,2033***	0,201***	0,0466	0,0458	0,0363	0,0377	0,02354	0,0047	
<i>p</i> -arvo		0,2783	0,4462	<0,0001	<0,0001	0,2736	0,3015	0,3814	0,3866	0,5945	0,9183	
EBITDA / Tase		3,9595***	3,962***	2,8458***	2,867***	3,4326***	3,421***	3,901***	3,8906***	3,369***	3,466***	
<i>p</i> -arvo		<0,0001	<0,0001	<0,0001	0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	
Velkaantuminen		-0,4974	-0,555	0,1985	0,1555	-0,2416	-0,2516	-0,2879	-0,293	0,362	0,175	
<i>p</i> -arvo		0,1103	0,0715	0,6128	0,6961	0,6133	0,6053	0,4657	0,4587	0,4123	0,686	
Kasvu		0,2242	0,236*	0,02	0,0277	0,0619	0,0633	0,1807	0,1646	-0,0205	0,00	
<i>p</i> -arvo		0,0516	0,038	0,8338	0,774	0,7521	0,7509	0,3164	0,3697	0,8613	0,999	
R2		0,324	0,349	0,517	0,520	0,385	0,387	0,433	0,441	0,398	0,441	
F-arvo		7,13***	6,97***	8,07***	7,08***	3,38***	2,99***	4,98***	4,52***	4,32***	4,53***	
<i>p</i> -arvo		<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	0,0003	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	
Havainnot		239	239	129	129	110	110	129	129	129	129	

Taulukossa on OLS-regressio corporate governancen-indeksin vaikutuksesta markkina-arvoon. Regressiomuuttujien kertoimien alapuolella on *p*-arvot. Markkina-arvoa on kuvattu regressioissa toimialamukautetulla Tobin's Q:lla. Regressio 1 kuvastaa CGI vaikutusta arvoon ja regressio 2 kuvastaa CGI:n alaindeksien vaikutusta arvoon. Toimialamukautettu Q on Tobin's Q yritys-toimialan Tobin's Q. Tobin's Q on markkina-arvo+velat/tase. Leverage kuvaa yrityksen pääomarakennetta velat/tase. Kasvu on liikevaihdon kasvu tarkastelu vuonna. EBITDA/ Tase kuvastaa yrityksen kasvua yrityksen tuloksenteo kykyä. Regressiossa on myös käytetty maa-, toimiala- sekä vuosi-dummy muuttujia. Yritysten tiedot on haettu ORBIS-tietokannasta vuosilta 2005-2007.

Tilastollinen merkitsevyystaso on merkitty tähdillä: ***0,1%, **1% ja *5%.

Maakohtaisesta regressioanalyysistä esille nousee corporate governance-indeksin voimakkaampi vaikutus yrityksen arvostukseen Suomessa. Vaikka corporate governance-indeksi ei vaikuta yrityksen arvostukseen Suomessa eikä Baltian maissa, voidaan indeksin osatekijöistä löytää tilastollisesti merkittävää riippuvuutta Suomessa suhteessa arvoon. Suomessa CGI 1 eli hallituksen kokoonpano vaikuttaa positiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi yrityksen toimialamukautettuun Tobin's Q:hun. CGI 1 saa myös Suomen aineistolla suuremman kertoimen (0,1236) kuin koko aineistolla mitattuna (0,0723). Lisäksi Suomessa aikaisemmin havainnoinnissa muiden osatekijöiden negatiivinen vaikutus arvostukseen tulee vahvemmin esille. Varsinkin CGI 2 eli riippumattomuuden lisääntymisen arvoa alentava vaikutus on hyvin lähellä tilastollisesti merkittävää (p-arvo 5,9 %), joten Suomen aineistoa analysoimalla saamme lisää vahvistusta corporate governance-osatekijöiden erisuuntaiseen vaikutukseen arvostuksessa.

Vuosikohtaisista tuloksista huomattavimpana havaintona voidaan pitää selkeää eroa corporate governance-indeksin ja arvostuksen välillä eri vuosina kuten taulukosta 13 voidaan nähdä. Vuonna 2007 voidaan havainnoida tilastollisesti merkittävä CGI 1:den vaikutus toimialamukautettuun Tobin's Q:hun. Lisäksi vuonna 2007 voidaan saada lisätukea CGI 2:den arvoa alentavasta vaikutuksesta. Vuonna 2007 CGI 2:den kerroin on -0,114 ja tuloksia voidaan pitää tilastollisesti merkitsevinä (p-arvo 3,3 %). Aikaisempina vuosina 2005 ja 2006 ei löydy suhdetta corporate governance-osatekijöiden ja arvostuksen välille.

Regressioanalyysin perusteella voimme osittain hyväksyä hypoteesini H2, jonka mukaan hyvien corporate governance-tapojen mukaisesti toimiva hallitus kasvattaa yrityksen markkina-arvoa. Regressioanalyysin mukaan tilastollisesti merkittävää arvoa kohottavaa vaikutusta on hallituksen kokoonpanolla. Varsinkin Suomessa ja vuonna 2007 tämä tulos korostui. Kuitenkin kenties yllättäväkin oli havainnoida toisen corporate governance-alaindeksin CGI 2 eli hallituksen riippumattomuuden lisääntymisen arvoa alentava vaikutus. Tilastollisesti merkitseväksi tämä tulos muodostui vuoden 2007 aineistolla tehdyssä analyysissä. Ennen kuin voimme täysin hyväksyä saatuja tuloksia, on syytä vielä tarkastella tutkimukseni aikaisemmin esittämäni mahdollista endogeenisyysongelmaa. Seuraavassa kappaleessa 5.7 tulenkin tutkimaan mallini endogeenisyyttä 2SLS-menetelmällä.

5.7 Corporate governance ja arvon suhde 2SLS-regressioanalyysissa

2SLS-regressioanalyysin ensimmäinen vaihe on estimoida mahdollisesti endogeenisiä muuttujia. Taulukossa 14 on esiteltynä corporate governance-indeksi ja sen alaindeksien estimointi edellä kappaleessa 4.4.3 esitetyillä instrumenttimuuttujilla.

Taulukko 14

2SLS 1. vaihe - Corporate governance-indeksin estimointi				
Estimoitava muuttuja	CGI	CGI 1	CGI 2	CGI 3
Leikkaupiste	-8,459	-2,695	-1,169	-4,590
HalKok	0,63***	0,215***	0,158***	0,257***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	0,001	0,001	<0,0001
Blockholder	-1,665***	-0,85***	-0,51***	-0,257
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	0,000	0,088
LN(Sales)	1,219***	0,529***	0,237	0,453***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001
R2	0,453	0,368	0,248	0,456
F-arvo	100,49***	70,65***	40,1***	101,48***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001
Havainnot	368	368	368	368

Taulukossa estimoidaan corporate governance-indeksiä OLS-regressioanalyysilla. Havainnot sisältävät 368 yritys vuotta Suomesta ja Baltiasta vuosilta 2005, 2006 ja 2007. Selittävinä muuttujina on HalKok eli hallituksen koko, Blockholder eli omistamisen keskittyminen ja LN(Sales) eli luonnollinen logaritmi liikevaihdosta. Blockholder-muuttuja saa arvon 1, jos yrityksen omistus on keskittynyt. Blockholder-muuttujan tiedot ja yrityksen liikevaihto on saatu ORBIS-tietokannasta. Hallituksen koko on kerätty tilinpäätöksistä.

Tilastollinen merkitsevyytaso on merkitty tähdillä: *** 0,1%, **1% ja *5%.

Taulukosta 14 voidaankin selkeästi nähdä, että instrumenttimuuttujat hallituksen koko, omistamisen keskittyminen sekä yrityksen koko selittävät tilastollisesti erittäin merkittävästi corporate governance-indeksin muodostumista. Lisäksi 2SLS-mallin 1. vaiheen regressio selittää tyydyttävän hyvin corporate governance-indeksiä (R2 arvo 45,3 %). Tämä antaa meille viitteitä, että 1. vaiheen mallia voidaan käyttää 2SLS-analyysissa.

Seuraavaksi pääsemmekin analysoimaan 2SLS-mallin antamia tuloksia. Vertailemalla OLS- sekä 2SLS-regression muuttujien kertoimia ja selitysasteita voimme saada tarvittavaa lisäevidenssiä mallin endogeenisyydestä. Mikäli molemmat mallit antavat selittävät tutkittavaa muuttujaa samankaltaisesti, voidaan saada viitteitä, että mallia ei häiritse endogeenisyys eli ulkopuolinen tekijä (Maddala 2001). Taulukossa 15 onkin nähtävillä regressiomallini 1 ja 3 molemmilla analysointi tavoilla.

	OLS	OLS	2SLS	2SLS
Malli	1	3	1	3
Leikkaupiste	-0,2078	-0,2369	-0,1797	0,2498
CGI	0,0004		0,0068	
<i>p-arvo</i>	0,7402		0,7646	
CGI 1		0,0723*		0,819*
<i>p-arvo</i>		0,0192		0,0133
CGI 2		-0,0408		-1,171*
<i>p-arvo</i>		0,1592		0,0411
CGI 3		-0,0022		-0,105
<i>p-arvo</i>		0,4063		0,5165
LN (BV)	0,0395	0,03589	0,0334	-0,048
<i>p-arvo</i>	0,0943	0,1435	0,3861	0,4513
EBITDA / Tase	3,7655***	3,7816***	3,745***	3,709***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001
Velkaantuminen	0,0417	0,01053	0,0435	0,1098
<i>p-arvo</i>	0,8625	0,9649	0,857	0,6495
Kasvu	0,0322	0,0347	0,035	0,072
<i>p-arvo</i>	0,6559	0,6393	0,633	0,339
R2	0,372	0,383	0,372	0,384
F-arvo	10,86***	10,22***	10,86***	10,28***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001
Havainnot	368	368	368	368

Taulukossa on OLS- ja 2SLS-regressiot corporate governance-indeksin vaikutuksesta yrityksen markkina-arvoon. Kaikissa regressioissa markkina-arvoa kuvaa toimialamukautettu Tobin's Q. Toimialamukautettu Q on Tobin's Q yritys- toimialan Tobin's Q. Tobin's Q on markkina-arvo+velat/tase. CGI ja CGI 1-3 ovat tutkimukseni corporate governance-indeksejä. 2SLS-regressiossa corporate governance-indeksit on estimoitu. LN(BV) kuvastaa luonnollista logaritmia yrityksen taseesta. Leverage kuvaa yrityksen pääomarakennetta velat/tase. Kasvu on liikevaihdon kasvu tarkastelu vuonna. EBITDA/ Tase kuvastaa yrityksen tuloksenteko kykyä. Regressiossa on myös käytetty maa-, toimiala- sekä vuosi-dummy muuttujia. Yritysten tiedot on haettu *ORBIS* -tietokannasta vuosilta 2005-2007 ja tilinpäätöksistä.

Tilastollinen merkitsevyytaso on merkitty tähdillä: *** 0,1%, **1% ja *5%.

OLS- ja 2SLS-menetelmien tulokset ovat hyvin samansuuntaisia kuten taulukosta 15 voimme nähdä. Mallien selitysasteet esimerkiksi tutkittaessa CGI vaikutusta arvoon on täsmälleen sama (R2 0,372). Lisäksi eri menetelmillä muuttujien kertoimet tai tilastolliset merkitsevyydet eivät muutu olennaisesti. Pientä poikkeamaa voimme kuitenkin havainnoida tutkiessamme regressiomallia 3, jossa tarkoituksena on tutkia alaindeksien vaikutusta yrityksen arvostukseen. Myös 2SLS-menetelmällä saadaan vahvistusta CGI 1 eli kokoonpanon positiivisesta vaikutuksesta yrityksen arvostukseen. Tämän lisäksi 2SLS-menetelmällä saatujen tuloksien mukaan hallituksen riippumattomuuden lisääntymisellä näyttäisi olla arvoa

alentava vaikutus. Tämä tukee aikaisemmin saatuja tuloksia vuoden 2007 aineistolla OLS-menetelmällä saatuja tuloksia hallituksen riippumattomuuden negatiivisesta vaikutuksesta arvostukseen.

Kokonaisuudessaan 2SLS-regressioanalyysillä saamme lisävahvistusta hypoteesille H2. 2SLS-menetelmän tulokset indikoivat meille, että endogeenisyys ei vääristäisi saamiamme tuloksia. 2SLS-regression tulokset vahvistavat näkemystä, että hallituksen muodostaessa kokoonpanonsa hyvien hallintokäytäntöiden mukaisesti yrityksen arvo voi kasvaa. Lisäksi 2SLS-regression mukaan myös aikaisemmin havainnoimamme hallituksen riippumattomuuden kasvu voi alentaa yrityksen arvoa markkinoilla. Seuraavaksi tarkoituksenani onkin pohtia tutkimukseni tuloksia, ja niiden antamia mahdollisia uusia näkökulmia corporate governance-tutkimuksiin.

6 TULOSTEN TULKINTA JA PÄÄTELMÄT

6.1 Tutkimuksen keskeisimmät tulokset

Tutkimukseni vahvisti kokonaisuudessaan teoriassa esittelemääni ajatusta yritysten lisääntyneestä halusta noudattaa hyviä corporate governance-käytäntöjä toiminnassaan. Tutkimukseni perusteella voimme siis hyväksyä ensimmäisen hypoteesin H1, jonka mukaan yritysten hallitukset ovat omaksuneet toimintaansa corporate governance-suositusten mukaisia toimintamalleja. Hypoteesia H1 tuki sekä yritysten corporate governance-indeksin keskiarvollinen kasvu että Herfindahl-indeksin mukaisen harmonian lisääntyminen kohdeotoksessani tutkimusajankohtanani. Varsinkin hallituksen kokoonpanoa koskevia corporate governance-suosituksia yritykset noudattivat mallikkaasti tutkimusaineistossani. Tutkimukseni myös antoi viitteitä, että Suomen ja Baltian maiden yritysten hallitusten toimintatavat ovat lähestyneet toisiansa tutkimusajankohtana. Maiden keskinäistä harmoniaa mittaavan I-indeksin mukaan yritysten hallitukset eri maissa noudattavat enenemissä määrin samankaltaista hallintotapaa toiminnassaan. Kuitenkin tutkimustuloksiani tulkitessa on pidettävä mielessä aikaisemminkin esittelemäni tieto, että Baltian maissa corporate governance suositukset tulivat voimaan vasta vuonna 2006. Tästä johtuen on hieman epäselvää johtuuko corporate governance-suositusten omaksuminen toimintaan lisääntyneistä suosituksista vai yrityksiensä omasta tahdosta? Jotta yritykset tahtovat lisätä hyvin hallintotavan mukaisia hallintomekanismeja, niiden on luultavasti hyödyttävä corporate governancesta. Tutkimukseni toinen vaihe keskittyikin ottamaan selvää corporate governancen vaikutukseen yrityksiensä arvostamisessa.

Tutkiessani corporate governance-indeksin ja yrityksen arvostuksen välistä suhdetta en löytänyt suoranaista yhteyttä corporate governance-indeksin ja yrityksen toimialamukautetun Tobin's Q välille. Näin ollen tutkimukseni toista hypoteesia H2 ei voida näiden tutkimustulosten valossa hyväksyä. Kuitenkin jakaessani corporate governance-indeksini alaindekseihin pystyimme havainnoimaan tilastollisesti merkitsevän arvoa kasvattavan vaikutuksen CGI 1 eli hallituksen kokoonpanoa kuvaavan alaindeksin kohdalla. Lisäksi tulokseni antoivat viitteitä CG2 eli hallituksen riippumattomuuden arvoa alentavasta vaikutuksesta. Corporate governance-osatekijöiden erisuuntainen vaikutus arvoon voisi selittää aikaisempia corporate governancen ja arvon välisistä ristiriitaisia tutkimustuloksia, joita raportoivat esimerkiksi Larcker ym. (2007) sekä Bhagat ja Bolton (2008).

Pohtiessamme kokoonpanon positiivista vaikutusta arvoon esille nousee kokoonpanoalaindeksin CGI 1:den luonne. Tutkimukseni näkökulmasta corporate governance-suositusten mukainen osaava, osallistuva ja avoimesti palkittu hallitus voi hyvinkin kohottaa sijoittajien luottamusta yritystä kohtaa, koska kyseisiä hallituksen ominaisuuksia on helppo ulkopuolelta havainnoida. Lisääntynyt luottamushan voisi teorian mukaan kasvattaa yritysten arvostusta. Myös aikaisemmat tutkimustulokset vahvistavat saamiani tuloksia hallituksen kokoonpanon vaikutuksesta yrityksen arvostukseen. Esimerkiksi Yermack (1996) tutkimuksessa toteaa hallituksen koolla olevan vaikutusta yrityksen arvostukseen. Lisäksi Bebchuk ja Cohen (2005) toteavat juurtuneiden hallitusten alentavan yritysten arvostusta. Aikaisemmissa corporate governance-tutkimuksissa puolestaan Brown ja Caylor (2006) päätyivät myös samankaltaisiin tuloksiin kanssani hallituksen kokoonpanon arvoa kohottavasta vaikutuksesta. Mielenkiintoisen huomion kokoonpanon vaikutuksesta arvostukseen antaa myös tutkimukseni ensimmäisen vaiheen tulokset, joiden mukaan kohdeyritykseni noudattavat parhaiten hallituksen kokoonpanoon liittyviä corporate governance-suosituksia. Tämä antaa meille mahdollisia viitteitä, että hyvien hallintokäytäntöiden lisääntyminen kasvattaa niiden merkitystä yritysten toiminnassa.

Hieman ehkä yllättäenkin tuloksista esille nousi hallituksen riippumattomuuden lisääntymisen yrityksen arvoa alentava vaikutus. Saamiani tutkimustuloksiani selittävät aikaisemmat tutkimukset, jotka ovat päätyneet hallituksen riippumattomuuden ja arvostuksen välisessä suhteessa hyvin erilaisiin lopputuloksiin. Vaikka esimerkiksi Rosenstein ja Wyatt (1990) havaitsivat riippumattoman jäsenen nimityksen johtavan yrityksen arvon nousuun, ei Hermalin ja Weisbachin (2003) sekä Bhagatin ja Blackin (2002) tutkimuksien mukaan ole löydetty vahvistusta riippumattomien hallitusjäsenten lukumäärään ja yrityksen menestymisen välille. Tutkimustuloksiani vahvistaa myös Brown ja Caylorin (2006) tutkimus corporate governancen vaikutuksesta arvoon. He päätyivät kanssani samaan johtopäätökseen, että hallituksen jäsenten riippumattomuuden lisääntyminen mahdollisesti alentaa yrityksen arvostusta. Lisäksi muistaessamme Muth ja Donaldsonin (1998) esittelemän stewardship-teorian yrityksen johdon motivoinnista aukeavat tutkimukseni tulokset hallituksen riippumattomuuden osalta vielä tarkemmin. Tutkimustuloksieni riippumattomuuden lisääntymisen arvoa alentava vaikutus selittyy hyvin stewardship-teorian pohjalta, koska teorian mukaan yrityksen johdolla on oltava täydellinen valta myös hallituksessa yrityksen menestymisen maksimoimiseksi.

Kolmannen alaindeksin eli hallituksen tehtävien ei voitu todeta vaikuttavan yrityksen arvoon tutkimuksessani. Teoriassa esittämästäni luottamusnäkökulmasta varsinkin hallituksen valiokunnilla olisi voinut olla merkitystä sijoittajille. Jensen (1993) esittämä kritiikki hallituksia kohtaan myös tukee kyseistä oletusta. Pohtiessamme syitä hallituksen tehtävien olemattomaan vaikutukseen arvoon esille nousee kysymys hallitustyöskentelyn luonteesta. Kenties hallituksen todellista työskentelyä on vaikea havainnoida yrityksen ulkopuolelta, koska hallituksen työnjako sekä toimitavat voivat olla hyvinkin monimutkainen kokonaisuus. Toinen vaihtoehto hallituksen tehtävien merkitsettömyydelle sijoittajien silmissä on corporate governance-indeksin yksinkertaisuus. Ehkä yksinkertainen mittari ei tulkitse oikein monitahoisesti jakautuvaa tehtäväkenttää.

Vertailllessani corporate governancen vaikutusta yrityksen arvotukseen Suomessa ja Baltiassa sain hyvinkin erilaisia tuloksia. Tutkimukseni mukaan Baltiassa ei löytynyt yhteyttä yrityksen arvostuksen ja corporate governance-indeksin välillä. Suomessa puolestaan varsinkin hallituksen kokoonpanolla oli selkeä yhteys yrityksen arvostukseen. Mahdollisia syitä Suomen ja Baltian maiden erilaisiin tutkimustuloksiin miettiessämme esille nousee tutkimustulokseni corporate governancen-noudattamisesta kohdemaissani. Baltian maissahan on huomattavasti enemmän kehitettävää yrityksillä hyvien hallintotapojen noudattamisessa verrattuna Suomeen. Ehkäpä sijoittajat kokevat niin monella yrityksellä olevan puutteita corporate governance-suositusten noudattamisessa Baltiassa, että eivät näe corporate governancea luottamusta lisäävänä tekijänä. Toinen mahdollisuus erilaisiin tuloksiin Suomessa ja Baltiassa voi olla markkinoiden kehitysaste. Kuten sekä Weimer ja Pipe (1999) sekä Roe (2004) toteavat markkinapaikalla ja ympäristöllä voi olla vaikutusta corporate governanceen. Baltian oletettavasti heikommin kehittyneet markkinat voivat saada sijoittajat näkemään corporate governancen eri näkökulmasta tai saada sijoittajat arvostamaan yrityksessä muita tekijöitä luottamuksen lisääjänä. Edellistä ajatusta tukee taulukossa 13 esillä olevien kontrollimuuttujien vaikutus yrityksen arvostukseen. Vain Baltian maiden yritysten kohdalla yrityksen koolla oli tilastollisesti merkitsevää vaikutusta arvoon.

Vuosikohtaisessa analyysissä esille nousi selvästi corporate governance-alaindeksien vaikutuksen arvoon voimistuminen vuonna 2007. CGI 1 eli hallituksen kokoonpano kohotti arvoa ja CGI 2 eli riippumattomuus alensi yrityksen arvoa selkeästi aikaisempia vuosia enemmän vuonna 2007. Tämä herättää mielenkiintoisia ajatuksia corporate governancen

vaikutuksesta yritysten toimintaan erilaisissa taloudellisissa tilanteissa. Voi olla, että voimakkaalla nousukaudella kuten 2007 sijoittajat etsivät mahdollisia luottamusindikaattoreita markkinoilla. Tähän pystyivät corporate governance-toimitapoja noudattavat yritykset vastaamaan. Toisaalta corporate governance-suositusten noudattaminen on kehittynyt koko tutkimukseni ajanjaksolla, joten voi olla mahdollista, että sijoittajat arvostavat corporate governancea luottamuksen lisääjänä vasta kehityksen myötä. Kyseiselle ajatukselle antaa jonkinlaista tukea myös Baltian maiden ja Suomen välinen analyysi, jonka mukaan corporate governancella on suurempi vaikutus arvostukseen Suomessa, jossa corporate governance-suosituksia noudatetaan Baltian maita paremmin.

Kuten edellä olemme saaneet selville, vuosi- ja maakohtainen analyysi corporate governancen ja yrityksen arvostuksen välisestä suhteesta antaa mielenkiintoisia viitteitä, että corporate governance vaikuttaa voimakkaammin arvoon corporate governance-suositusten noudattamisen kehittyessä. Mahdolliseksi selitykseksi ilmiöön voi olla, että sijoittajat näkevät corporate governancen luottamuksen lisääjänä vasta yritysten noudattaessa tarpeeksi laajasti corporate governance-suosituksia. Toisaalta hyvien hallintotapojen käyttöönoton laajetessa ja yleistyessä huonosti corporate governance-suosituksia noudattavat yritykset nousevat näkyvämmiin esille. Tästä lähtökohdasta voisimme ajatella heikosti corporate governance-suosituksia noudattavan hallituksen alentavan yrityksen arvostusta, koska epäluottamusta herättävät hallintotavat voivat johtaa korkeampaan pääomakustannukseen. Kyseistä ajatusta tukevat myös Drobetz ym. (2003) toteamalla markkinoiden rankaisevan heikosti corporate governance-suosituksia noudattavia yrityksiä. Voidakseni saada viitteitä kumpi lähtökohdista mahdollisesti selittäisi tutkimustuloksiani, olen vielä liitteessä D jakanut aineistoni hyvin ja huonosti corporate governance-suosituksia noudattaviin yrityksiin. Hyviin yrityksiin olen lukenut yläkvartaalin eli corporate governance-alaindeksien mukaan parhaaseen 25 % kuuluvat yritykset. Huonot yritykset puolestaan sisältää corporate governance-alaindeksien perusteella alimmassa neljänneksessä olevat yritykset. Corporate governanance-alaindeksejä käytän jatkoanalyysissäni, koska vain hallituksen kokoonpanolla ja riippumattomuudella olen havainnoinut olevan vaikutusta arvoon. Liitteessä D olenkin tutkinut sekä ala- että yläkvartaalin kuulumisen vaikutuksen arvostukseen OLS-regressiossa. Kvartaaleihin kuulumista OLS-regressiossa kuvastan dummy-muuttujalla. Tulkitessamme liitteessä D olevia tuloksia voimme nähdä oletetusti alakvartaaliin kuulumisen alentavan arvoa ja yläkvartaaliin kuulumisen kasvattavan yrityksen arvoa hallituksen kokoonpanoa kuvaavan indeksin kohdalla. Kuitenkin voimme liitteestä D havainnoida, että koko aineiston kohdalla

alakvartaaliin kuuluminen alentaa arvoa voimakkaammin kuin yläkvartaaliin kuuluminen kasvattaa CGI 1:den kohdalla. Lisäksi alakvartaalin ollessa dummy-muuttujana tulokset ovat tilastollisesti merkitsevämpi sekä koko aineistossa että Suomen yritysten keskuudessa. Tämä antaa meille viitteitä, että esittelemä toinen lähtökohta eli heikkojen hallintotapojen arvoa alentava vaikutus voisi olla selittävämpi tekijä tutkimukseni tuloksissa.

Edellistä ajatusta heikkojen hallintotapojen arvoa alentavasta vaikutuksesta tukee myös osittain liitteessä E tekemäni lisäanalyysi corporate governancen ja arvon välisestä suhteesta. Liitteessä E olen vielä jakanut kohdeyritykseni kahteen ryhmään corporate governance-indeksin arvojen perusteella, jotta voimme ymmärtää vielä paremmin tutkimustuloksiani. Kohdeyritykseni ovat siis maakohtaisesti jaettu hyvin ja huonosti noudattaviin yrityksiin corporate governance-indeksin mediaanin perusteella. Tulkitessamme liitteessä E olevia ryhmäkohtaisia regressioanalyysieja, voimme huomata varsinkin Suomessa hallituksen kokoonpanon eli CGI 1:den vaikuttavan arvostukseen voimakkaammin heikosti corporate governancetta noudattavien yritysten keskuudessa. Lisäksi sekä Suomessa että Baltiassa OLS-mallilla on selkeästi parempi selitysaste alhaisen corporate governance-indeksin yritysten joukossa, joten liitteen E lisäanalyysikin tukee osin edellä esille nousutta ajatusta heikkojen corporate governance-käytäntöjen arvoa alentavasta vaikutuksesta. Kuitenkin voidaksemme saada täydellisen varmistuksen arvostuksen ja corporate governancen välisestä suhteesta, tarvitsemme lisäevidenssiä liittyen sijoittajien näkemyksiin corporate governancesta. Tämän tutkimuksen lisäanalyysit ovat vain suuntaa-antavia viitteitä, että heikoilla corporate governance-käytännöillä voisi olla suurempi arvoa alentava vaikutus verrattuna hyvien corporate governance-toimitapojen arvoa kasvattavaan vaikutukseen.

Kokonaisuudessaan tutkimukseni antaa siis tukea aikaisemmissakin tutkimuksissa havainnoidusta corporate governancen ja arvon välisestä yhteydestä. Kuitenkin ennen kuin voimme täysin hyväksyä saamani tutkimustulokset, on syytä vielä tarkastella tutkimukseni yleistettävyyttä. Seuraavassa kappaleessa pohdinkin tutkimukseni mahdollisia rajoitteita.

6.2 Tutkimuksen yleistettävyys ja rajoitteet

Tutkimukseni antaa siis viitteitä corporate governance merkityksestä yrityksen arvostuksessa. Pohtiessamme tulosteni uskottavuutta esille nousee kaksi merkittävää uhkaa luotettavuudella aikaisempien tutkimusten perusteella. Ensimmäinen mahdollinen uhka corporate governance-tutkimuksessa on todettu olevan tutkimuksen mahdollinen endogeenisyys (kts. esim. Gompers ym. 2003). Kuitenkin tässä tutkimuksessa voimme melko todennäköisesti olettaa 2SLS-regressiotulosten perusteella, että endogeenisyys ei vaaranna tutkimukseni havaintoja. Toinen corporate governance-aihealueen tutkimushaasteista on ollut corporate governance-mittarin rakentaminen. Subjektiiivisesti rakennettu mittari voi antaa vääriä johtopäätöksiä corporate governancen vaikutuksesta. Ottaen huomioon aikaisempien tutkimuksien käyttämät mittarit (kts esim. Gompers ym. 2003 sekä Brown ja Caylor 2006) ja oletuksen corporate governance luottamusta lisäävästä vaikutuksesta, voimme pitää läpinäkyvää corporate governance-indeksiäni hyvänä välineenä havainnollistaa yritysten hyvien hallintotapojen noudattamisastetta. Lisäksi huomioimalla corporate governance-indeksissä pakottavan lainsäädännön normit corporate governance-indeksini kuvastaa todennäköisesti riittävän luotettavasti yritysten vapaaehtoista halua noudattaa corporate governance-suosituksia.

Pohtiessamme regressiomallini luotettavuutta tutkimukseni tuloksia vahvistaa askeltavamenettely malliani rakentaessa. Näin ollen saamme hyvän kuvan yrityksen arvostukseen vaikuttavista tekijöistä ja samalla voimme todeta, ettei mallini ole kovin herkkä kontrollimuuttujien vaihtuessa.

Empiirisestä aineistosta voidaan todeta, että se antaa todellisen ja kattavan kuvan kohdemaistani. Corporate governance-indeksiaineistoni edusti peräti 81 %:a Suomen ja Baltian maiden listatuista yrityksistä vuosina 2005–2007. Tutkiessani corporate governance-indeksin vaikutusta arvostukseen otokseni edusti 56 %:a kohdemaideni listatuista yrityksistä. Aineistoni keräämisen luotettavuutta puolestaan lisää, että yritysten perustiedot on kerätty yhdestä lähteestä *Orbis*-tietokannasta. Lisäksi *Orbis*-tietokannasta saadut yrityskohtaiset luvut on tarkastettu pistokokein, jotta tiedot vastaavat yritysten tilinpäätöksissä ilmoitettuja lukuja. Näin ollen voimme olettaa yrityskohtaisen aineiston olevan vertailukelpoista. Corporate governance-indeksin tiedot on puolestaan poimittu alkuperäisistä lähteistä eli yritysten tilinpäätöksistä ja vuosikertomuksista. Tiedon käsittelyssä virheiden todennäköisyyden

minimoimiseksi on käytetty välivaiheita ja tarkastuslaskelmia, jotta alkuperäisen aineiston tiedot on saatu kokonaisuudessaan analyysiin.

Kokonaisuudessa tutkimukseni antaa laajan katsauksen corporate governance tilasta ja vaikutuksesta kohdemaissani. Näin ollen edellä esitetyt rajoitteet eivät anna aihetta epäillä saamiini tulosten luotettavuutta, joten tutkimukseni tuloksia corporate governancen ja arvon suhteesta voidaan pitää uskottavina.

7 YHTEENVETO JA JATKOTUTKIMUS

Tässä tutkimuksessa tarkoitukseni on ymmärtää sekä havainnoida yrityksen arvon ja corporate governance välistä suhdetta. Tutkimuksen lähtökohtana ovat sijoittajien kohtaamat luottamusongelmat markkinoilla. Informaatio- ja agenttiongelman aiheuttama luottamuskriisi sijoittajien ja yritysten välillä kasvattaa yritysten pääomakustannusta. Mahdolliseksi ratkaisuksi kyseiseen ongelmaan esittelen tässä tutkimuksessa corporate governancen. Noudattamalla hyviä hallintotapoja yrityksen hallitus voi kyetä kaventamaan luottamuskriisiä, ja sitä kautta kasvattamaan yrityksen arvostusta.

Tätä oletusta tutkin rakentamalla corporate governance-indeksiä, joka mittaa yrityksen hallituksen käyttämiä hallintotapoja verrattuna corporate governance-suosituksiin. Tämän jälkeen analysoin yritysten corporate governance-suositusten noudattamista, ja sen vaikutusta yrityksen arvostukseen kohdeyrityksissä. Kohdeyritykseni koostuivat Suomessa ja Baltiassa listatuista yrityksistä vuosina 2005- 2007. Corporate governancen noudattamisen tutkimiseen käytin Herfindahl-indeksiä. Corporate governancen ja arvon välisen suhteen selvittämiseen hyödynsin monimuuttujaregressioanalyysia sekä 2SLS-regressiota muuttujieni mahdollisen endogeenisyyden selvittämiseksi.

Tutkimukseni tulokset vahvistavat näkemystä yritysten halusta maksaa hyvän hallintotavan mukaiset toimitavat. Suomessa ja Baltiassa voitiin todeta yritysten hallitusten parantaneen hallintotapojaan vastaamaan paremmin corporate governance-suosituksia. Kuitenkin Baltian osalta tuloksiini voi vaikuttaa vasta vuonna 2006 käyttöön otetut corporate governance-suositukset. Joka tapauksessa tutkimukseni vahvisti käsitystä corporate governancen merkityksen kasvamisesta yritysten toiminnassa.

Tutkimustulokseni myös tukevat sekä aikaisempien tutkimusten löytämää yhteyttä corporate governancen ja arvostuksen välisestä yhteydestä. Tämä yhteys tuli esille tutkiessani corporate governance-alaindeksien vaikutusta arvostukseen. Corporate governance-suositusten mukaisella hallituksen kokoonpanolla on tutkimukseni perusteella tilastollisesti merkittävä yrityksen arvoa kasvattava vaikutus. Kuitenkin hallituksen riippumattomuudella kasvulla on tutkimukseni mukaan arvoa alentava vaikutus. Tilastolliseksi merkitseväksi kyseinen tulos muodostui vuonna 2007, kun suoritin vuosikohtaisen tarkastelun aineistostani. Huomattava havainto tuloksista on myös, että corporate governancen vaikutus arvostukseen vaihtelee

vuosittain sekä maakohtaisesti. Tulokseni voimistuivat varsinkin Suomessa ja vuonna 2007. Kokonaisuudessaani saamani tutkimustuloksia vahvistaa 2SLS-regressioanalyysi, jonka perusteella voidaan todeta, että tutkimustuloksiani ei todennäköisesti vääristäisi muuttujien endogeenisyys.

Pohtiessamme tutkimukseni tuloksia esille nousee mahdollisia uusia näkökulmia corporate governance-tutkimukseen. Ensinnäkin tutkimustulokseni corporate governance osa-alueiden erisuuntaisesta vaikutuksesta yrityksen arvon kehitykseen antaa meille viitteitä, että hyviä hallintomekanismeja tulisi jatkossa tarkastella yksityiskohtaisemmin. Näin voitaisiin havainnoida vielä tarkemmin corporate governancen ja arvon välistä suhdetta. Toiseksi tutkimustulokseni näyttivät selkeästi, että corporate governace vaikuttaa yritysten toimintaan hyvinkin eritavoin Suomessa ja Baltiassa. Jatkossa tutkimuksen kannattaisikin yrittää ymmärtää corporate governancen vaikutusta erilaisissa ympäristöissä, jotta saataisiin vielä kattavampi kuva corporate governancen vaikutuksesta yritysten toimintaan. Kolmanneksi tutkimukseni tulokset vahvistuivat corporate governancen tutkimusajankohdan loppupuolella. Mahdollisia syitä ilmiöön voi olla corporate governancen merkityksen kasvu sijoittajille erilaisissa markkinatilanteissa tai corporate governancen kehityksen vaikutus tutkimukseni tuloksiin. Tämän ilmiön tarkempi tutkiminen voisi antaa mielenkiintoisia uusia ajatuksia aihealueen tutkimukseen, ja auttaa vielä paremmin ymmärtämään arvioivatko sijoittajat yrityksiä hyvien vai huonojen corporate governance-toimitapojen näkökulmasta.

8 LÄHTEET

Akerlof, G. 1970, The market for lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84 p. 488-500.

Agrawal A. & Knoeber C. 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis* Vol. 31 Issue 3, p. 377-397.

Baiman S. & Verrecchia R. 1996. The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency, and inside trading. *Journal of Accounting Research*. 34. 1-22.

Bauer R., Gunsterm N. & Otten R. 2004. Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, Vol. 5 Issue 2, p91-104.

Beasley M.S. 1996. An empirical analysis of the relation between the Board of Director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 71, 433-465.

Bebchuk L., Coates IV J. & Subramanian, G. 2002. The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy. Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 353. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=304388>.

Bebchuk L. Cohen A. & Ferrell. 2004. What Matters in Corporate Governance. Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 491 Available at SSRN: http://papers.ssrn.com/abstract_id=593423.

Bebchuk L. & Cohen A. 2005. The cost of entrenched boards. *Journal of Financial Economics* Vol. 78, p. 409-433.

Bhagat, S. and Black, B. S. 2002 ,The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, Vol. 27, Pp. 231-273.

Bhagat S. & Bolton B. 2008. Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*. 14, 257-273.

Boyko M., Shleifer A. & Vishny R. 1993. Privatizing Russia, *Brookings Papers economic active*, Issue 2,139-192.

Bushman R. M.& Smith A. J. 2001. Financial accounting information and corporate governance, *Journal of Accounting & Economics* Vol. 31, Issues 1-3, p. 237-333.

Brealey, R. Stewart M. & Franklin A., 2005, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, 8th edition

Brown, Lawrence D. & Caylor, Marcus L. 2006. Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting & Public Policy* Vol. 25 Issue 4, p 409-434.

Byrd J. & Hickman K. 1992. Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32, 195-207.

Cadbury, A. 1999. What are the Trends in Corporate Governance? How Will They Impact Your Company, *Long Range Planning*, 32, 12–19.

Cheung, Yan-Leung; Thomas Connelly, J.; Limpaphayom, P.& Zhou L. 2007. Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market. *Journal of International Financial Management & Accounting* Vol. 18 Issue 2, p86-122.

Chi, Jianxin Daniel. 2005. Understanding the Endogeneity between Firm Value and Shareholder Rights. *Financial Management*, Vol. 34, No. 4,. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=796167>

Chtourou S. Bedard, J. and Courteau L. 2001. Corporate Governance and Earnings Management. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=275053>

Cohen J., Krishnamoorthy G. & Wright A., 2004, The Corporate Governance Mosaic and Financial Reporting Quality. *Journal of Accounting Literature*, 87-152. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1086743>

Cotter J., Shivdasani A. & Zenner M. 1997. Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? *Journal of Financial Economics*, 43, 195-218.

Greene W. H. 2003. Econometric Analysis. Upper Saddle River, Prentice Hall.

- Cremers K.J.M. & Nair V.B. 2005. Governance mechanisms and equity prices. *Journal of Finance* Vol. 60 Issue 6, p 2859-2894.
- Dahya J & McConnell J. 2007. Board composition, corporate performance and the Cadbury committee recommendation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*,42, 535-564.
- Diamond D.W. & Verrecchia R.E. 1991. Disclosure, Liquidity and the cost of capital. *Journal of Finance* 46, 1325-1359.
- Demb A. & Neubauer F. 1992. The Corporate board. Confronting the paradoxes. Oxford university press, New York.
- Drobetz W., Schillhifer A. & Zimmermann H. 2004. Corporate Governance and expected share returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, Vol. 10 Issue 2, p267-293.
- Dye, Ronald A. 2001, An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 32 Issue 1-3, p181-235.
- Eisenberg T., Sundgren S. & Wells M. 1998. Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, Vol 48, Issue 1, 35-54.
- Fama E. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy* Vol. 88 No. 2, p. 288-307.
- Fama, E. F. & Jensen, M.C .1983 Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*. Vol. 26, Iss. 2; p. 301.
- Farber, D. B. 2005, Restoring Trust after Fraud Does Corporate Governance Matter? *Accounting Review*, Vol. 80, pp. 539-561,
- Gigler F. & Hemmer T. 1998. On the frequency, quality and informational role of mandatory financial reports. *Journal of accounting research*. 36, 117-147.
- Gompers, P.; Ishii, J.; Metrick, A. 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* Vol. 118, p107-155.

- Healy, P. and Palepu, K., 1993. The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons*, 7, pp. 1–11.
- Healy P.M. & Palepu K.G., 2001, Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Hermalin B. & Weisbach M. 1991. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, Vol. 20, No. 4, pp. 101-112
- Hermalin B. & Weisbach M., 1998. Endogenously chosen board of directors and their monitoring of the CEO. *American economic review*, 88, 96-118.
- Hermalin B. & Weisbach M., 2003, Boards of Directors as an Endogeneously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, 9, 7-26.
- Hirvonen A.; Niskakangas H.; Steiner M-L. 2003. Corporate governance: hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely. 1. painos Juva WS Bookwell oy.
- Holmstrom B., 2006, Pay without Performance and the Managerial Power Hypthesis: A Comment. Working paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=899096>
- Ikäheimo S. Puttonen V. & Ratilainen T., 2007, External Corporate Governance and Performance – Evidence from the Nordic Countries.
- Jensen M.C and Meckling W.H 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4.
- Jensen M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* Vol. 48 Issue 3, p 831-880.
- Jensen, M. C. 2001. "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function." *European Financial Management Review*, V. 7, No. 3: pp. 297-317. Available from the Social Science Research Network eLibrary at: <http://papers.ssrn.com/Abstract=220671>.

Jensen M.C., Murphy K.J. and Wruck E.G., 2004, Remuneration: Where we've been, how we got to there, what are the problems, and how to fix them? Harvard Business School NOM Research Paper No. 04-28.

Jensen, M. 2005. Agency Costs of Overvalued Equity. ECGI - Finance Working Paper No. 39/2004. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=480421>

Jovanovic, B., 1982. Truthful disclosure of information. *Bell Journal of Economics* 13, p. 36–44.

Klein A. 2002. Audit committees, board of director characteristics and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* (33): 375-400.

Klein, A. 1998. Firm Performance and Board Committee Structure. *Journal of Law and Economics*, vol. 41, s. 275-303.

Kreps D. 1990. A course in microeconomic theory. New York. Harvester Wheatsheaf

Larcker D.; Richardson S. & Tuna I. 2007. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting review* Vol.82 No. 4, p. 963-1008.

Levitt A. 1998. The importance of high quality accounting standards. *Accounting Horizons* vol.12,p.79-82.

Lim S., Matolcsy Z. & Chow D. 2007. The Association between Board Composition and different Types of Voluntary Disclosure. *European Accounting Review*. 16:3, 555-583.

Lipton M. & Lorsch J. 1992. A Modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer* 48, No 1, p. 59-77.

Mace M. 1986. Directors, Myth and Reality. Harvard Business Scholl Press, Boston.

Maddala G. S. 2001. Introduction to econometrics. 2. pianos, Chichester, John Wiley & Sons

Mayer, C. 1990, Financial systems, corporate finance, and economic development, in R. G. Hubbard, Ed.: Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment. University of Chicago Press, Chicago.

Muth M. & Donaldson L. 1998. Stewardship Theory and Board Structure: a contingency approach. *Corporate governance: An International Review*. Vol. 6 Issue 1.

OECD Principles of corporate governance. 2004:
<http://www.oecd.org/DATAOECD/32/18/31557724.pdf> 27.9.2008

Ohlson J. 1995. Book values and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research* p.661-87

Pagano, Marco, F. Panetta, and Luigi Zingales, 1998, Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of Finance*. Vol. 53 Issue 1, p27-64.

Pownall G. & Waymire G. 1989. Voluntary disclosure credibility and securities prices: evidence from management earnings forecasts. *Journal of accounting research*. 27, 227-246.

Raunetsalo J. 2008. Hallitus eurooppalaisissa corporate governance suosituksissa. Kulttuurin, oikeusjärjestelmien ja rahoitusmarkkinoiden kehitysasteen näkökulmasta, Pro Gradu, Laskentatoimen ja rahoituksen laitos, Helsingin Kauppakorkeakoulu.

Roe M.J., 2004, The institutions of corporate governance. Harvard Law School, Discussion Paper 488. (28 pages).

Scott, W.R. 2003. Financial Accounting Theory, 3rd ed., Prentice Hall.

Shleifer, A.; Vishny, R.W. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* Vol. 52 Issue 2, p737-775.

Sloan R. 2001. Financial accounting and corporate governance: a discussion. *Journal of Accounting & Economics* Vol. 31, Issues 1-3 (September), pp. 335-347

Rosenstein S. & Wyatt J. 1990. Outside directors, board independence and shareholder wealth. *Journal of Financial economics*, 26,175-184.

Van den Berghe L. & Levrau A., 2003. Measuring the quality of corporate governance: In search of a tailormade approach? *Journal of General Management*, 28, 71-86.

Van den Berghe L. & Levrau A., 2004, Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board? *Corporate Governance*, Vol.14, p.461-478.

Van der Tas L. 1988. Measuring Harmonisation of Financial Reporting Practice. *Accounting and Business Research*, vol 18, No. 70, p.157-169.

Weimer J. & Pape J.C., 1999, A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance*, 7, p152-166

Verbeek M. 2000. A guide to modern econometrics. 2. painos. NJ USA, John Wiley & Sons inc.

Verrecchia, R.E., 1983. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 5, pp. 365–380.

Verrecchia, R. E. 2001. Essays on disclosure. *Journal of Accounting & Economics*. Vol. 32 Issue 1-3, p97-180.

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

Lainsäädännölliset ja corporate governance-suositus lähteet maakohtaisesti

Suomi

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.

<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624?search%5Btype%5D=pika&search%5Bpika%5D=osakeyhti%C3%B6>. 4.11.2008.

Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495

<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1989/19890495?search%5Btype%5D=pika&search%5Bpika%5D=arvopaperi>. 4.11.2008.

Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä. 2003.

http://www.ecgi.org/codes/documents/recommendation_fin.pdf 4.11.2008

Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2008,

http://www.keskuskauppakamari.fi/kkk/media/tiedotteet/2008_lehdistotiedotteet/fi_FI/cg_koodi20102008/_files/80247981894795333/default/CG_listayhtiot_2008_NET.pdf. 31.3.2009

Viro

Commercial Code (consolidated text Dec 2006).

http://www.legaltext.ee/en/andmebaas/ava.asp?tyyp=SITE_ALL&ptyyp=I&m=000&query=commercial+code. 4.11.2008

Securities Market Act. <http://www.legaltext.ee/text/en/X40057K5.htm>. 4.11.2008

Corporate Governance Recommendations.2006.
http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_recommendations_2005_en.pdf. 4.11.2008.

Latvia

The Commercial Law. <http://www.lexadin.nl/wlg/legis/nofr/oeur/lxwelat.htm>. 5.11.2008

Law on the financial instruments market.
http://www.fktk.lv/en/law/financial_instruments_market/laws. 5.11.2008

Corporate governance principles and recommendations on their implementation. 2005.
http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_latvia_2005_en.pdf 4.11.2008.

Liettua

The Law on Companies of the Republic of Lithuania (2003-12-11).
http://www3.lrs.lt/pls/inter2/dokpaieska.showdoc_l?p_id=233471&p_query=&p_tr2=5.11.2008

The Law on Securities (2007-02-08) <http://www.vpk.lt/en/legal-information/effective-national-laws/>. 5.11.2008

Corporate Governance Code for the Companies listed on the National Stock Exchange of Lithuania. 2004. http://www.ecgi.org/codes/documents/code_lithuania.pdf. 4.11.2008

9 LIITTEET

9.1 Liite A - Corporate governance - indeksin pohja

Liite A - Corporate governance-suositusten yhteenveto									
	Suomi CG- suositus 2003 "Comply or explain" 1.7.2004	Suomi CG- suositus 2008 "Comply or explain" 1.1.2006	Suomi lainsäädäntö	Viro CG- suositus "Comply or explain" 1.1.2006	Viro lainsäädäntö	Latvia CG- suositus "Comply or explain" 27.12.2005	Latvia lainsäädäntö	Liettua CG- suositus Suositus 23.4.2005	Liettuan lainsäädäntö
Noudatusperuste Voimaantulo									
Lainsäädännöllinen nimitys			Osakeyhtiölaki, Arvopaperimarkkinlaki		Commerce Code, Securities Market Act		The Commercial Law, Financial Instruments Market law		The Law on Companies, Law on Securities
Hallituksen kokoonpano									
Yhtiökokous valitsee hallituksen	1	1	1	1	1		1	1	1
Hallituksen jäsenet valitaan vuodeksi kerrallaan	1	1							
Jäsenellä oltava riittävä pätevyys ja riittävät aikaan tehtävän hoitamiseen	1	1				1		1	
Hallituksen palkkiot ilmoitetaan vuosikertomuksessa	1	1	1	1	1	1		1	
Hallituksen jäsenet eivät saa olla osallisia johdannaismuutoksissa palkkiesiintymisasetelmässä	1	1							
Kokouksen lukumäärä ja osallistumisprosentti ilmoitetaan	1	1							
Hallituksen jäsenen ikäraja	1	1							
Yhtiöllä ei ole hallitonoivosaikaohjelmien malli	1	1							
Hallituksen jäsenen tiedot ilmoitetaan	1	1							
Hallituksen jäsenen muiden etuuksien ilmoittaminen	1	1							
Hallituksen jäsenet osallistuvat yhtiökokoukseen/hallitukseen ehdotettavien ilmoitettavien	1	1	1	1	1	1	1	1	1
CG1	10	10	1	3	2	4	3	4	2
Hallituksen riippumattomuus									
Hallituksen enemmistö koostuu riippumattomista jäsenistä	1	1		1				1	
Riippumattomuus on määritelty vuosikertomuksessa									
Riippumattomat jäsenet kokouvat vähintään kerran vuodessa									
Hallituksen puheenjohtaja on riippumaton	1	1						1	
Toimitusjohtaja ei saa toimia hallituksen puheenjohtajana	1	1							
Takausvalokunnan jäsenet ovat riippumattomia									
CG2	3	3	0	1	0	1	0	2	0
Hallituksen tehtävät									
Hallituksella on pääjärjestys	1	1		1		1		1	
Hallitus muodostaa yrityksen strategian	1	1		1		1		1	1
Hallitus nimittää toimitusjohtajan	1	1				1		1	1
Hallitus seuraa tehokkaiden taloudellisten toimitusjohtajan seurajia									
Hallitus päättää ylimmän johdon palkitsemisesta									
Hallituksen jäsenet ottavat huomioon kaikkien osakkeenomistajien edut	1	1		1	1	1		1	1
Hallitus muodostaa tarkastusvalokunnan	1	1		1		1		1	
Hallitus muodostaa nimitysvalokunnan	1	1		1		1		1	
Hallitus muodostaa palkitsemisvalokunnan	1	1		1		1		1	
Hallituksen jäsenellä on mahdollisuus tavata yhtiön ylimpiä johtoa									
Hallituksen jäsenellä on mahdollisuus saada tieto yrityksistä									
Hallitus arvio vuosittain toimintaansa	1	1		1	1	1		1	
Hallitus arvio vuosittain valokuntien toimintaa									
Hallitus arvio vuosittain toimitusjohtajaa									
Hallitus ilmoittaa valtakunnan kokouksen lukumäärän ja osallistumisprosentin	1	1							
CG3	8	9	0	5	2	9	0	8	3
CG1 ja 2+3	21	22	1	9	4	14	3	14	5

Taulukossa on esitelty yhteenveto Eurooppalaisista corporate governance suosituksista. Yhteenveto perustuu Raunetsalo (2007) tutkimukseen. Lisäksi taulukkoon on merkitty *koskimalla* kohtamien suosituksista hallituksen luottamukseen vaikuttavia tekijöitä. Taulukosta voidaan nähdä, miten hyvin kohtamien suosituksista vastaavat Eurooppalaisia suosituksia. Taulukossa on myös olettanut huomioon kohtamien lainsäädännön määräykset, jotta voidaan eliminoida suosituksia, joihin vaikuttaa pakottava lainsäädäntö.

Huomioita:

Suomi CG-suositus: hallitus voi muodostaa palkitsemis- ja nimitysvalokunnan.

Latvian CG-suositus: hallitonoivoston jäsenistä enemmistön on oltava riippumattomia, hallitus saa muodostaa valokuntaa.

Liettuan CG-suositus: kehoitetaan muodostamaan hallitonoivosto suostellian valitsemään hallitukseen riippumattomia jäseniä, mutta lukumäärä ei määritä.

Liettuan lainsäädäntö: Hallitusta ei ole pakko muodostaa

9.2 Liite B - Corporate governance -indeksin osatekijät

Hallituksen jäsenet valitaan vuodeksi kerrallaan: Hallituksen jäsenten valinta vain vuodeksi kerrallaan mahdollistaa osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksien kasvamisen. He voivat halutessaan vaihtaa koko hallituksen yhdellä kertaa. Lisäksi hallitusten toimikausien rajoittaminen estää esimerkiksi Bebchukin ja Cohenin (2005) esittämää osakkeenomistajien kannalta vahingollista juurtumista

Jäsenillä oltava riittävä pätevyys ja riittävästi aikaa tehtävän hoitamiseen: Hallitusten tehtäväkenttä yrityksissä on erittäin laaja ja vastuullinen. On siis tärkeää, että hallituksissa on ammattitaitoisia ihmisiä, joilla on aikaa perehtyä asioihin.

Hallituksen jäsenten palkkiot ilmoitetaan vuosikertomuksessa: Palkkioiden ilmoittaminen lisää yritysten toiminnan läpinäkyvyyttä. Lisäksi palkitsemisella voidaan ohjalla agenttiteorian yritysten toimielimiä toimimaan omistajien edun mukaisesti (Jensen & Meckling 1976).

Hallituksen jäsenet eivät saa olla osallisina johdannaismuotoisissa palkitsemisjärjestelmissä: Johdannaismuotoisissa palkitsemisjärjestelmissä voi olla vaarana vääränlaisten ajureiden korostuminen johdon ohjailussa (Jensen 2002). Tämä voi johtaa omistajien kannalta huonoihin ratkaisuihin esimerkiksi Jensenin (2002) mukaan.

Kokosten lukumäärä ja osallistumisprosentit ilmoitetaan: Hallituksen toiminnasta tiedottaminen lisää luonnollisesti läpinäkyvyyttä, ja sitä kautta luottamusta hallituksen toimintaan.

Hallitus ilmoittaa valiokuntien kokosten lukumäärän ja osallistumisprosentit: katso edellinen kohta.

Yhtiöllä ei ole hallintoneuvostoa(kaksiportainen malli): Kaksiportainen hallintomalli heikentää omistajien vaikutus mahdollisuuksia yrityksen toimintaan. Tämän tähden on suositeltavaa antaa omistajien suoraan valita hallituksen jäsenet, jotta varmistutaan omistajien tahdon toteutumisesta yrityksen hallinnossa.

Hallituksen jäsenten muiden etuuksien ilmoittaminen: Hallituksen jäsenten palkkiot voivat suureltakin osalta muodostua suoranaisten palkkioiden ulkopuolisista eristä. Toiminnan läpinäkyvyyden ja agenttiteorian mukaisesti kyseiset etuudet on yritysten syytä ilmoittaa.

Hallituksen enemmistö koostuu riippumattomista jäsenistä: Riippumattoman hallitus ajaa lähtökohtaisesti paremmin kaikkien osakkeenomistajien etuja. Suurin osa corporate governance-suosituksista ottaakin tämän huomioon vaatiessaan riippumattomuutta (Van den Berghe & Levrau 2004). Riippumattomuus voi lisätä sijoittajien luottamusta hallituksia kohtaa. Käytännössä tämä näkyy esimerkiksi Rosensteinin ja Wyattin (1990) tutkimuksessa, jossa on löydetty riippumattomien hallitusten vaikuttavan arvostukseen positiiviseksi.

Riippumattomuus on määritelty vuosikertomuksessa: Äskeisen kohdan toteutumisen kannalta on tärkeää, että yritys ilmoittaa avoimesti määritelmät riippumattomille jäsenille.

Riippumattomat jäsenet kokoontuvat vähintään kerran vuodessa: Riippumattomien jäsenten kokoontuminen mahdollistaa, että kyseiset jäsenet voivat avoimesti käsitellä yrityksen asioita kaikkien osakkeenomistajien etujen kannalta.

Hallituksen puheenjohtaja on riippumaton: Hallituksen puheenjohtajalla on huomattava valta. Näin ollen hallituksen riippumattomuuden varmistamiseksi puheenjohtajankin on oltava riippumaton

Toimitusjohtaja ei saa toimia hallituksen puheenjohtajana: Hallituksen riippumattomuuden kannalta toimitusjohtajan ei tulisi olla hallituksen puheenjohtajana. Lisäksi hallituksen roolin johdon valvojana voidaan kyseenalaistaa, mikäli toimitusjohtaja johtaa myös hallitusta.

Tarkastusvaliokunnan jäsenet ovat riippumattomia: Hallituksen tehtävistä kriittisimpiä ovat luonnollisesti johdon valvontaan liittyvät. Riippumaton tarkastusvaliokunta voi paremmin varmistaa yrityksen tarkastuksen asiallisen järjestämisen. Näin yrityksen julkaisema informaatio on paremmin tarkastettua.

Hallituksella on työjärjestys: Jensenin (1993) mukaan hallitukset ovat epäonnistuneet tehtävässään luoda lisäarvoa omistajille. Tästä näkökulmasta sijoittajat voivat arvioida hallituksen toimintaa ulkopuolelta, mikäli hallituksella on selkeä työjärjestys.

Hallitus seuraa tehokkaasti mahdollisia toimitusjohtajan seuraajia: Johdon merkitys yrityksen menestyksessä on ilmeinen. Näin ollen sijoittajat voivat arvostaa, mikäli hallitus jatkuvasti tarkkailee tulevia johtajia. Lisäksi hallituksen aktiivinen rooli johdon seuraajien etsinnässä motivoi nykyistä johtoa toimimaan tehokkaasti.

Hallituksen jäsenet ottavat huomioon kaikkien osakkeenomistajien edut: Hallituksella on nimenomaan kaikkien omistajien edunvalvoja yrityksessä, joten hyvä hallitus ottaa huomioon toiminnassaan kaikkien edut.

Hallitus muodostaa tarkastusvalokunnan: Valiokunta työskentelyllä hallitus voi tehostaa toimintaansa ja vahvistaa osaamistaan. Valiokuntien muodostamista tukee Yermack (1996) mainitessaan pienten hallitusten nostavan yrityksen markkina-arvoa. Lisäksi Jensen (1993) painottaa hallituksen koon vaikutusta tehokkaaseen työskentelyyn.

Hallitus muodostaa nimitysvaliokunnan: katso edellinen kohta.

Hallitus muodostaa palkitsemisvaliokunnan: katso edellinen kohta.

Hallituksen jäsenellä on mahdollisuus tavata yhtiön ylintä johtoa: Hallituksen jäsenellä täytyy olla mahdollisuus päästä tapamaan johtoa, jotta hän pysyy perillä yhtiön toiminnasta ja saa kaiken tarvittavan tiedon oman työskentelynsä tehokkuuden varmistamiseksi. Van den Berghe ja Levrau (2004) painottavat varsinkin ulkopuolisen jäsenen tiedon saannin tärkeyttä.

Hallitus arvioi vuosittain toimintaansa: Arvioimalla toimintaansa hallitus kykenee kehittämään toimitapojansa, ja sitä kautta tuottamaan uutta lisäarvoa omistajille. Lisäksi itse arviointi lisää toiminnan läpinäkyvyyttä. Van den Berghe ja Levrau (2004) toteavatkin arvioinnissa olevan hallituksilla vielä huomattavasti kehitettävää.

Hallitus arvioi vuosittain valiokuntien toimintaa: katso edellinen kohta.

Hallitus arvioi vuosittain toimitusjohtajaa: Toimitusjohtaja arvioinnilla on osa valvontatehtävää, joka hallituksella on. Lisäksi arvioimalla toimitusjohtajan toimintaan voidaan tehostaa johtajan palkitsemista ja sitä kautta agenttiongelman ratkaisua.

9.3 Liite C - Pearsonin ja Spearmanin korrelaatio corporate governance-indeksiin

Liite C - Pearsonin ja Spearmanin korrelaatiot corporate governance-indeksiin												
Pearsonin korrelaatio yleisessä kolmiossa ja Spearmanin korrelaatio alemmassa kolmiossa. (P-arvot kerroittomien alapuolella)												
	Toimialamukautettu Q	CGI	CGI 1	CGI 2	CGI 3	EBITDA /Assets	Leverage	Kasvu	LN(BV)	LN(Sales)	Blockholder	Hallituksen koko
Toimialamukautettu Q	--	0,094*	0,096*	0,064	0,075	0,362***	0,037	0,058	0,265***	0,272***	0,07838	0,07184
<i>p-arvo</i>		0,071	0,065	0,224	0,151	<0,0001	0,485	0,265	<0,0001	<0,0001	0,1334	0,1691
CGI	0,105*	--	0,927***	0,837***	0,875***	0,169***	0,134**	-0,140**	0,580***	0,616***	-0,231***	0,513***
<i>p-arvo</i>	0,045		<0,0001	<0,0001	<0,0001	0,001	0,010	0,007	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001
CGI 1	0,117*	0,918***	--	0,703***	0,709***	0,141**	0,162**	-0,132*	0,522***	0,555***	-0,233***	0,441***
<i>p-arvo</i>	0,024	<0,0001		<0,0001	<0,0001	0,007	0,002	0,012	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001
CGI 2	0,070	0,84***	0,710***	--	0,617***	0,189***	0,083	-0,109*	0,402***	0,430***	-0,220***	0,391***
<i>p-arvo</i>	0,178	<0,0001	<0,0001		<0,0001	0,001	0,111	0,037	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001
CGI 3	0,082	0,889***	0,739***	0,63***	--	0,117*	0,110*	-0,103*	0,609***	0,634***	-0,144***	0,524***
<i>p-arvo</i>	0,115	<0,0001	<0,0001	<0,0001		0,025	0,035	0,047	<0,0001	<0,0001	0,0055	<0,0001
EBITDA /Assets	0,357***	0,155**	0,133*	0,166***	0,125*	--	-0,094	-0,159**	0,115*	0,209***	-0,1008	0,224***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	0,003	0,011	0,001	0,017		0,073	0,002	0,028	<0,0001	0,0534	<0,0001
Leverage	0,058	0,152**	0,183***	0,100	0,116*	-0,104*	--	0,022	0,287***	0,213***	0,04184	0,126*
<i>p-arvo</i>	0,265	0,004	0,001	0,057	0,027	0,047		0,670	<0,0001	<0,0001	0,4235	0,0154
Kasvu	0,085	-0,133*	-0,12271*	-0,084	-0,096	-0,137**	0,019	--	0,011	-0,136**	0,131*	-0,07079
<i>p-arvo</i>	0,103	0,011	0,019	0,107	0,065	0,008	0,711		0,831	0,0092	0,0116	0,1754
LN(BV)	0,264***	0,560***	0,498***	0,378***	0,579***	0,116*	0,286***	-0,00758	--	0,937***	0,00174	0,529***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	0,027	<0,0001	0,8847		<0,0001	0,9735	<0,0001
LN(Sales)	0,311***	0,595***	0,541***	0,404***	0,596***	0,2390***	0,212***	-0,13704	-0,008	--	-0,05338	0,528***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	0,0085	0,885		0,3163	<0,0001
Blockholder	0,03674	-0,229***	-0,226***	-0,229***	-0,148**	-0,119*	0,025	0,10974	-0,019	-0,09764	--	-0,206***
<i>p-arvo</i>	0,4823	<0,0001	<0,0001	<0,0001	0,0044	0,0226	0,628	0,353	0,7077	0,0613		<0,0001
Hallituksen koko	0,08636	0,592***	0,527***	0,440***	0,588***	0,201***	0,149**	-0,07444	0,557***	0,556***	-0,196***	--
<i>p-arvo</i>	0,0981	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	0,0001	0,0041	0,1541	<0,0001	<0,0001	0,0002	

Otokseen kuuluu 368 pörssiyritystä, jotka on listattu Helsingin ja Baltian pörssiin. Taulukossa on Pearsonin ja Spearmanin korrelaatio muuttujien kesken. Korrelaatiokerroin alapuolella on p-arvot. Toimialamukautettu Q on Tobin's Q yrityksen Tobin's Q, Tobin's Q on markkina-arvo+velat/lase. CGI on tutkimuksen corporate governance-indeksi. CGI alaindeksi ovat numerot 1, 2 ja 3. Leverage kuvaa yrityksen pääomarakennetta velat/lase. Kasvu on liikevaihdon kasvu tarkastelu vuonna. EBITDA/ Tase kuvastaa yrityksen tuloksentekeä. LN(BV) on luonnollinen logaritmi yrityksen taseesta. Yritysten tiedot on haettu ORBIS-tietokannasta vuosilta 2005-2007 ja yritysten tilinpäätöksistä.

Tilastollinen merkitsevyystaso on merkitty tähdillä: ***0,1%, **1%, ja *5%.

9.4 Liite D - CGI:n ylä- ja alakvartaalin vaikutus yrityksen arvostukseen

Liite D - CGI:n ylä- ja alakvartaalin vaikutus yrityksen arvostukseen

Taulukossa on OLS-regressio corporate governance-indeksin vaikutuksesta markkina-arvoon. CGI kuvastaa corporate governance-indeksin vaikutusta arvoon. Q1/Q3 CGI regressiossa yritykset on jaettu ryhmään kvartaalittain CG-indeksin arvon mukaisesti. Q1 ryhmään kuuluvat yritykset, joiden CG-indeksin arvot ovat alimmassa kvartaalissa. Q3 CGI ryhmään kuuluvat yritykset, joiden CG-indeksi arvot ovat ylimmissä kvartaalissa. Regressiomallissa ryhmiin kuuluvautta kuvastetaan dummy-muuttujilla. Regressiomuuttujien kertoimien alapuolella on p-arvot.

Malli	Koko aineisto			Suomi			Baltia		
	CGI	CGI Q1-dummy	Q3 CGI-dummy	CGI	Q1 CGI	Q3 CGI	CGI	CGI Q1-dummy	Q3 CGI-dummy
Leikkauspiste	-0,2369	-0,158	-0,2256	-1,0498	-0,7135	-1,0073	-2,062	-1,9458	2,0068
CGI 1 / Q1- / Q3-dummy	0,0723*	-0,24223	0,1298	0,1236**	-0,493*	0,3745	0,0164	-0,07662	0,0694
<i>p-arvo</i>	0,0192	0,0506	0,2769	0,0047	0,0309	0,0602	0,746	0,656	0,707
CGI 2 / Q1- / Q3-dummy	-0,0408	0,074	0,093	-0,0628	0,0053	0,0297	-0,0096	0,1119	-0,0051
<i>p-arvo</i>	0,1592	0,342	0,2237	0,0588	0,662	0,728	0,8835	0,295	0,9806
CGI 3 / Q1- / Q3-dummy	-0,0022	0,0768	-0,0635	-0,01273	0,0722	0,0015	-0,04979	0,0295	0,369*
<i>p-arvo</i>	0,4063	0,298	0,403	0,6966	0,465	0,9863	3,885	0,801	0,049
LN (BV)	0,03589	0,041	0,041	0,02218	0,0347	0,0282	0,201***	0,1913***	0,194***
<i>p-arvo</i>	0,1435	0,071	0,0839	0,4462	0,1899	0,3194	<0,0001	<0,0001	<0,0001
EBITDA / Tase	3,7816***	3,7830***	3,664***	3,962***	3,892***	3,802***	2,867***	3,058***	2,977***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	0,0001	<0,0001	<0,0001
Velkaantuminen	0,01053	-0,01253	0,0268	-0,555	-0,5759	-0,5634	0,1555	0,21227	0,1507
<i>p-arvo</i>	0,9649	0,958	0,9108	0,0715	0,0652	0,072	0,6961	0,5919	0,6934
Kasvu	0,0347	0,0401	0,036	0,236*	0,247*	0,2413*	0,0277	0,0308	0,0235
<i>p-arvo</i>	0,6393	0,577	0,6168	0,038	0,0325	0,0367	0,774	0,7498	0,805
R2	0,383	0,38	0,379	0,349	0,337	0,335	0,520	0,522	0,535
F-arvo	10,22***	10,13***	10,09***	6,97***	6,61***	6,65***	7,08***	7,14***	7,51***
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001
Havainnot	368	368	368	239	239	239	129	129	129

Markkina-arvoa on kuvattu regressiossa toimialamukautetulla Tobin's Q:lla. Regressio kuvastaa CGI:n alaindeksin vaikutusta arvoon. Toimialamukautettu Q on Tobin's Q yrityksen toimialan Tobin's Q on markkina-arvo+velat/tase. Leverage kuvaa yrityksen pääomarakennetta velat/tase. Kasvu on liikevaihdon kasvu tarkastelu vuonna. EBITDA / Tase kuvastaa yrityksen tuloksen teko kykyä. Regressiossa on myös käytetty maa-, toimiala- sekä vuosi-dummy muuttujia. Yritysten tiedot on haettu ORBIS-tietokannasta vuosilta 2005-2007 ja yritysten tilinpäätöksistä.

Tilastollinen merkitsevyystaso on merkitty tähdillä: *** 0,1%, ** 1% ja *5%.

9.5 Liite E - CGI:n vaikutus yrityksen arvostukseen ryhmäkohtaisesti

Liite E - CGI:n vaikutus yrityksen arvostukseen ryhmäkohtaisesti Suomessa ja Baltiassa

Taulukossa OLS-regressio corporate governance-alaindeksien vaikutuksesta yrityksen arvoon. Taulukossa on vertailevat regressiot, kun CGI on jaettu hyvin ja huonosti noudattavien yritysten mukaisesti ryhmiin. Ryhmiä on luotu kaksi jakamalla aineisto mediaanin perusteella kahtia.

Aineisto	Suomi			Baltia		
	CGI	CGI<13	CGI =>13	CGI	CGI<5	CGI =>5
Leikkauspiste	-1,761	-2,234	-1,256	-2,153	-3,097	-1,879
CGI 1	0,115**	0,173**	0,013	-0,007	0,035	-0,06
<i>p-arvo</i>	0,0075	0,0062	0,867	0,892	0,647	0,484
CGI 2	-0,0421	-0,0325	-0,055	0,016	0,044	0,014
<i>p-arvo</i>	0,218	0,5007	0,438	0,832	0,737	0,909
CGI 3	-0,0185	0,035	0,0412	-0,105	0,052	-0,142
<i>p-arvo</i>	0,564	0,518	0,546	0,098	0,795	0,175
LN (BV)	0,0532*	0,0667	0,0586	0,197***	0,208***	0,197**
<i>p-arvo</i>	0,0463	0,1196	0,0917	<0,0001	<0,0001	0,01
EBITDA / Tase	3,775***	3,458***	3,358***	2,158**	4,635***	-0,691
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	0,0001	0,0053	<0,0001	0,604
Velkaantuminen	-0,314	-0,484	-0,865	0,399	0,912	-0,048
<i>p-arvo</i>	0,307	0,3004	0,0672	0,368	0,105	0,946
Kasvu	0,2003	0,401**	-0,136	0,007	0,102	-0,151
<i>p-arvo</i>	0,0846	0,0074	0,471	0,949	0,532	0,316
R2	0,261	0,375	0,212	0,290	0,528	0,172
F-arvo	8,99***	8,15***	2,9**	5,39***	7,2***	1,18
<i>p-arvo</i>	<0,0001	<0,0001	0,0044	<0,0001	<0,0001	0,329
Havainnot	239	132	107	129	68	61

Markkina-arvoa on kuvattu regressioissa toimialamukautetulla Tobin's Q:lla. Regressio kuvastaa CGI:n alaindeksien vaikutusta arvoon. Toimialamukautettu Q on Tobin's Q yritys- toimialan Tobin's Q. Tobin's Q on markkina-arvo+velat/tase. Leverage kuvaa yrityksen pääomarakennetta velat/tase. Kasvu on liikevaihdon kasvu tarkastelu vuonna. EBITDA/ Tase kuvastaa yrityksen tulokseteko kykyä. Regressiossa on myös käytetty vuosi-dummy muuttujaa. Yritysten tiedot on haettu ORBIS -tietokannasta vuosilta 2005-2007 ja yrityksiä tilinpäätöksistä. Tilastollinen merkitsevyystaso on merkitty tähdillä: *** 0,1%, **1% ja *5%.