

Janina Meitsalo

HYVÄN HALLINTOTAVAN YHTEYS YRITYKSEN SUORITUSKYKYYN

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Kandidaatintutkielma
Toukokuu 2022

TIIVISTELMÄ

Janina Meitsalo: Hyvän hallintotavan yhteys yrityksen suorituskykyyn
Kandidaatintutkielma
Tampereen yliopisto
Kauppätieteiden tutkinto-ohjelma, Yrityksen laskentatoimi
Toukokuu 2022

Hyvän hallintotavan merkitys on jatkuvassa kasvussa, sillä se auttaa ylläpitämään läpinäkyvää liiketoimintaympäristöä kansainvälistyvillä markkinoilla ja varmistamaan, että yrityksiä voidaan pitää vastuussa toiminnastaan. Nykypäivänä hyvään hallintotapaan liittyvät kysymykset ovat suuria kiinnostuksen ja huolen kohteita kansainvälisellä tasolla. Hyvän hallintotavan on yleisesti katsottu parantavan yrityksen suorituskykyä ja siten lisäävän menestystä. Hyvän hallintotavan yhteydestä yrityksen suorituskykyyn ei kuitenkaan olla täysin yksimielisiä, sillä tutkimustulokset ilmiöstä ovat usein keskenään ristiriitaisia.

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on luoda kokonaiskuva hyvän hallintotavan yhteydestä yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksella pyritään selvittämään, voidaanko hyvällä hallintotavalla yleisesti sanoa olevan yhteys suorituskykyyn aiemman kirjallisuuden perusteella. Tutkimuksen empiiriseen aineistoon valittiin 12 ilmiötä käsittelevää tutkimusta. Koska ilmiötä on tutkittu paljon, aiempaa tutkimuskirjallisuutta on perusteltua vertailla ja kiteyttää yhteen kokonaiskuvan muodostamiseksi. Yhteyden selvittämisen lisäksi tutkimuksen tavoitteena on kartoittaa, miten hyvää hallintotapaa ja yrityksen suorituskykyä voidaan mitata.

Tutkimuksen tulokset osoittavat, että hyvällä hallintotavalla on yleisellä tasolla yrityksen suorituskykyä parantava vaikutus. Vaikka tarkastelun kohteena olevien aiempien tutkimusten tulokset ovat keskenään jokseenkin ristiriitaisia, kaikissa tutkimuksissa on löydetty positiivinen yhteys hyvän hallintotavan ja yrityksen suorituskyvyn välillä käyttämällä joitakin valituista mittareista. Yleisimpiä hyvän hallintotavan mittareita ovat corporate governance -indeksit ja yksittäiset hyvän hallintotavan indikaattorit. Yrityksen suorituskykyä voidaan mitata kirjanpito- tai markkinaperusteisilla mittareilla, joita ovat esimerkiksi operationaalisen liiketoiminnan suorituskykyä mittaava koko pääoman tuottoaste ROA ja yrityksen markkina-arvoa mittaava Tobinin Q.

Tutkimuksen tuloksista voidaan päätellä, että hyvän hallintotavan noudattaminen on hyödyllistä yrityksen menestyksen kannalta. Hyvästä hallintotavasta on hyötyä erityisesti pitkällä aikavälillä, sillä sen on mahdollista johtaa parempiin liiketoimintapäätöksiin. Hyvä hallintotapa hyödyttää yritystä toimialasta tai oikeudellisesta ympäristöstä riippumatta, mutta yhteys on vahvempi heikkojen oikeusympäristöjen maissa ja ei-kilpailullisilla markkinoilla. Täydellisen kokonaiskuvan luominen ilmiöstä on kuitenkin haastavaa aiempien tutkimustulosten ristiriitaisuuden vuoksi.

Avainsanat: Hyvä hallintotapa, corporate governance, suorituskyky

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO	4
1.1 Aihevalinnan tausta.....	4
1.2 Tutkimuksen tavoite, tutkimuskysymykset ja rakenne	5
2. HYVÄ HALLINTOTAPA JA YRITYKSEN MENESTYMINEN	7
2.1 Hyvä hallintotapa	7
2.1.1 Hyvän hallintotavan ohjeistukset ja yhteys lainsäädäntöön	8
2.1.2 Corporate governance -teoriat.....	10
2.1.3 Taksonomiat.....	11
2.2 Yrityksen suorituskyky.....	13
3. TUTKIMUSMENETELMÄ JA AINEISTO	15
3.1 Kuvaileva kirjallisuuskatsaus tutkimusmenetelmänä	15
3.2 Aineiston valintakriteerit, haku ja kuvaus.....	15
4. TUTKIMUSTULOKSET	18
4.1 Tutkimusaineiston tulokset.....	18
4.2 Hyvän hallintotavan mittaaminen	21
4.3 Yrityksen suorituskyvyn mittaaminen	24
4.4 Tutkimuksen haasteet.....	26
5. JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO	29
5.1 Yhteenveto ja johtopäätökset	29
5.2 Tutkimuksen laadun arviointi ja jatkotutkimuksen kohteet	30
LÄHTEET	32

1. JOHDANTO

1.1 Aihevalinnan tausta

Hyvän hallintotavan (corporate governance) merkitys kasvaa jatkuvasti. Nykyajan yritysmaailmassa hyvä hallintotapa ei ole vapaaehtoinen lisä, vaan sen noudattaminen on keskeistä pääoman hankkimisen, sijoittajien tyytyväisyyden ja kansainvälistyvillä markkinoilla menestyvän yrityksen johtamisen kannalta (Fernando, 2011, luku 2). Hyvän hallintotavan tarkoituksena on auttaa rakentamaan toimintaympäristö, jossa luottamus, avoimuus ja vastuullisuus ovat tärkeässä asemassa, kun pyritään edistämään pitkän aikavälin investointeja, taloudellista vakautta ja liiketoiminnan yhtenäisyyttä. Tämä tukee voimakkaampaa kasvua ja entistä osallistavampien yhteiskuntien kehittymistä. (OECD, 2015, 7)

Hyvää hallintotapaa tarvitaan aina tilanteissa, joissa yrityksen omistus ja määräysvalta ovat toisistaan erillisiä. Tämän vuoksi hyvä hallintotapa on ollut olemassa niin kauan kuin edellä mainitun kaltaiset yrityksetkin, ja se tulee olemaan merkittävässä roolissa niin kauan kuin liiketoimintaa harjoitetaan yhtiömuodossa (Cheffins, 2012, 23). Corporate governancen käsite yleistyi kuitenkin vasta 1970-luvulla Yhdysvalloissa, ja kansainvälisesti käsite vakiintui 1990-luvulla (Cheffins, 2012, 1). 1970- ja 1980-luvuilla hyvään hallintotapaan liittyvä tutkimus keskittyi lähes yksinomaan yhdysvaltalaisiin yrityksiin. Tilanne kuitenkin muuttui 1990-luvun alkuun mennessä, ja vuoteen 2003 mennessä hyvää hallintotapaa koskeva tutkimus oli kasvanut räjähdysmäisesti ympäri maailmaa. (Denis & McConnell, 2003, 1–2) Nykypäivänä hyvään hallintotapaan liittyvät kysymykset ovat suuria kiinnostuksen ja huolen kohteita kansainvälisellä tasolla.

Hyvän hallintotavan yhteydestä yrityksen suorituskykyyn ei olla yksimielisiä. Stegerin ja Amannin (2008, XII) mukaan hyvä hallintotapa on keskittynyt muutamiin yksinkertaisiin rakenteellisiin tekijöihin, joita ovat esimerkiksi hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan roolien erottaminen, hallituksen jäsenten riippumattomuus sekä pätevä tarkastusvaliokunta. Heidän mukaansa näillä tekijöillä ei kuitenkaan ole mitään yhteyttä yrityksen taloudelliseen

suorituskykyyn. Yleinen käsitys aiheesta vaikuttaa silti olevan, että hyvällä hallintotavalla on yrityksen suorituskykyä parantava vaikutus. Esimerkiksi Arvopaperimarkkinayhdistyksen (n.d.) mukaan hyvä hallintotapa lisää suomalaisten listayhtiöiden menestystä. Aihetta on tutkittu paljon, mutta tutkimustulokset ovat usein keskenään ristiriitaisia. Toisistaan poikkeavien tulosten taustalla erityisen paljon vaikuttava ongelma on mittareiden laaja kirjo, sillä kummankaan tekijän mittaamiselle ei ole olemassa täysin vakiintunutta käytäntöä. Tulosten vertailtavuutta hankaloittavat myös tutkimusten keskenään erilaiset aineistot, aineiston alkuperämaa ja aineistoon kuuluvien yritysten erilaiset toimintaympäristöt. Nämä ristiriitaiset tulokset houkuttelevat tutkijoita kehittämään uusia mittaustapoja, jotta tulosten vertailu olisi tulevaisuudessa tämänhetkistä tilannetta helpompaa. Ristiriitaisten tutkimustulosten vuoksi hyvän hallintotavan ja yrityksen suorituskyvyn välisestä yhteydestä on olemassa erilaisia käsityksiä. Toisinaan jopa samassa tutkimuksessa päädytään ristiriitaisiin tuloksiin, kun mittaamisessa käytetään hyödyksi useita mittareita.

1.2 Tutkimuksen tavoite, tutkimuskysymykset ja rakenne

Tämän tutkielman tavoitteena on luoda kokonaiskuva hyvän hallintotavan yhteydestä yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksella pyritään selvittämään, voidaanko hyvällä hallintotavalla yleisesti sanoa olevan yhteys suorituskykyyn aiemman kirjallisuuden perusteella. Koska ilmiötä on tutkittu paljon, aiempaa tutkimuskirjallisuutta on perusteltua vertailla ja kiteyttää yhteen. Kokonaiskuvan luominen tästä ilmiöstä on erityisen tärkeää aiemman tutkimuskirjallisuuden ristiriitaisten tulosten vuoksi. Kokonaiskuva muodostetaan vertailemalla aiempia aihetta käsitteleviä tutkimuksia käyttäen tukena hyvään hallintotapaan liittyvää kirjallisuutta. Vertailuun valittavat tutkimukset on rajattu julkaisuvuoden mukaan vuodesta 2000 eteenpäin, jotta käytettävä tieto on mahdollisimman relevanttia. Tarkemmista aineiston valintaa koskevista kriteereistä kerrotaan tarkemmin luvussa 3.

Tutkielman päätutkimuskysymys liittyen kokonaiskuvan muodostamiseen on seuraava:

Onko hyvällä hallintotavalla yhteys yrityksen suorituskykyyn?

Tutkimuksessa pyritään kiinnittämään huomiota aikaisempien julkaisujen mahdollisiin aukkoihin ja ongelmakohtiin. Huomiota kiinnitetään erityisesti tutkijoiden esittämiin perusteluihin mittareita koskevista valinnoistaan, sillä aiempien tutkimusten käyttämissä

mittareissa on hajontaa niin hyvän hallintotavan kuin yrityksen suorituskyvynkin osalta. Tiettyjen mittareiden ja mittaustapojen puolesta on esitetty sekä niitä puoltavia että vastustavia väittämiä. Mittaamisen kartoittamiseen liittyvät alatutkimuskysymykset ovat:

Miten yrityksen suorituskykyä mitataan?

Miten hyvää hallintotapaa mitataan?

Tutkielma koostuu viidestä luvusta. Tutkielman toisessa luvussa esitellään hyvän hallintotavan ja yrityksen suorituskyvyn käsitteitä ja niihin liittyvää teoriaa. Hyvän hallintotavan osalta käsitellään sen yhteyttä lainsäädäntöön, siihen liittyviä ohjeistuksia, corporate governance -teorioita ja taksonomioita. Kolmannessa luvussa esitellään tutkimusmenetelmä, aineiston valintaperusteet sekä empiirisen aineiston perustiedot taulukoituna tutkimustuloksia lukuun ottamatta. Luvussa neljä kootaan yhteen tutkimusten tuloksia sekä vastataan tutkimuskysymyksiin. Luvussa huomioidaan myös tutkimuksen haasteet. Viidennessä luvussa esitellään tutkimuksen yhteenveto ja johtopäätökset sekä jatkotutkimusmahdollisuudet.

2. HYVÄ HALLINTOTAPA JA YRITYKSEN MENESTYMINEN

Tässä luvussa käsitellään tämän tutkielman kannalta keskeisimpiä käsitteitä hyvä hallintotapa (corporate governance) ja yrityksen suorituskyky (firm performance). Hyvän hallintotavan osalta käsitellään lisäksi sen yhteyttä lainsäädäntöön sekä eri corporate governance -teorioita ja -taksonomioita. Hyvän hallintotavan ja yrityksen suorituskyvyn käsitteiden määrittely ei ole suoraviivaista, sillä toisistaan eroavia määritelmiä on olemassa lukuisia muun muassa kansainvälisten erojen takia. Kummankin käsitteen kokonaisuuden hahmottaminen on tutkielman kannalta olennaista, jotta on selvää, mitä käytetyillä termeillä tarkoitetaan.

2.1 Hyvä hallintotapa

Hyvälle hallintotavalle ei ole olemassa yksiselitteistä määritelmää. Tiivistettynä hyvällä hallintotavalla tarkoitetaan yhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää, jolla määritellään yrityksen johdon velvollisuudet ja heidän suhteensa osakkeenomistajiin. Hyvä hallintotapa viittaa mekanismeihin, joilla vaikutetaan yrityksen johdon tekemiin päätöksiin, kun omistus ja määräysvalta on erotettu toisistaan (Larcker, Richardson & Tuna, 2007, 964). Hyvän hallintotavan avulla pyritään ratkaisemaan ongelmia, jotka johtuvat omistuksen ja vallan erillisyydestä. Monksin ja Minowin (2011) mukaan hyvän hallintotavan suurin yksittäinen haaste on sen selvittäminen, kuinka johdolle voidaan antaa suuri määrä harkintavaltaa liiketoiminnan harjoittamisesta pitäen heidät samanaikaisesti vastuussa tämän vallan käytöstä.

Hyvä hallintotapa edistää liiketoiminnan avoimuutta, vastuullisuutta ja yhteiskuntavastuuta (corporate social responsibility) (Fernando, 2011, luku 2). Siten se on tärkeää kaikille yrityksen sidosryhmille, sillä hyvästä hallintotavasta johtuvista paremmista päätöksistä hyötyvät monet eri tahot, kuten yrityksen työntekijät ja asiakkaat sekä yhteiskunta (Steger & Amann, 2008, 28). Hyvä hallintotapa tunnustetaan myös yhä useammin tärkeäksi osaksi kestävästä yksityisen sektorin kehitystä (Monks & Minow, 2011, luku 5). Hyvä hallintotapa voi vaikuttaa positiivisesti laajentamalla yrityksen omistusta, vähentämällä vallan keskittymistä yhteiskunnissa, tukemalla pääomamarkkinoita ja edistämällä innovaatiota. Se edistää pitkän aikavälin suoria ulkomaisia sijoituksia, vähentää volatilitteettia ja estää pääomapakoa (capital flight). (Wolfensohn, 1998., viitattu lähteessä Monks & Minow, 2011, luku 5)

”Omaksumalla hyvän hallintotavan periaatteita kehittyvien maiden yritykset voivat usein saada korkeampia arvostuksia, parantaa kannattavuuttaan ja saada paremman pääsyn ulkopuoliseen pääomaan kuin huonosti hallinoidut vertaisyrityksensä. Kehittyvät maat voivat herättää enemmän kiinnostusta paikallisten ja ulkomaisten sijoittajien keskuudessa sekä vähentää haavoittuvuuttaan finanssikriiseissä.” (The World Bank, n.d., viitattu lähteessä Monks & Minow, 2011, luku 5) Hyvän hallintotavan noudattaminen on erityisen tärkeää niissä maissa, joissa on tarve houkutella ulkomaista pääomaa. On olemassa kasvavia talouksia, joiden corporate governance -ohjeistukset ovat esimerkillisellä tasolla, mutta käytännössä ohjeistusten noudattaminen on kuitenkin hyvin vähäistä (Monks & Minow, 2011, luku 5).

Monks ja Minow (2011) näkevät hyvällä hallintotavalla olevan kolme merkittävää, sisäistä ja rakenteellista toimijaa: osakkeenomistajat, hallitus ja johtajat. Osakkeenomistajan mahdollisuudet vaikuttaa yrityksen ohjaamiseen ja toimintaan ovat rajallisia, koska myös sen vastuu yrityksestä on rajoitettu. (Monks & Minow, 2011, luku 2). Hallituksen tehtävänä on toimia ikään kuin välikätenä yrityksen osakkeenomistajien ja johdon välillä. Se tuottaa tasapainoa ja sovittelee konflikteja pienen johtajien joukon ja suuren, kansainvälisen osakkeenomistajien joukon välillä (Monks & Minow, 2011, luku 3). Hallitus toimii osakkeenomistajien edustajina johdon toiminnan valvonnassa. Jokaisella organisaatiolla on hallintojärjestelmä, joka määrittää vallan ja vastuun jakautumisen, ja siten myös vastuun yrityksen suorituskyvystä (Steger & Amann, 2008, 3). Hyvä hallintotapa on siis rakenne koskien vastuita, velvollisuuksia ja johdon toiminnan läpinäkyvyyttä. Se määrittää hallituksen ja johdon roolit.

2.1.1 Hyvän hallintotavan ohjeistukset ja yhteys lainsäädäntöön

Hyvän hallintotavan järjestelmät nojautuvat useisiin instituutioihin, kuten lakeihin, säännöksiin, sopimuksiin ja normeihin, jotka varmistavat, että sisäisiä hyvän hallintotavan menetelmiä valvotaan, ja että yritysjohto on vastuussa omistajille ja muille sidosryhmille (Fernando, 2011, luku 1). Arvopaperimarkkinayhdistyksen (n.d.) mukaan Suomessa “corporate governancen näkökulmasta keskeisimmät lain tasoiset säännökset sisältyvät osakeyhtiölakiin, arvopaperimarkkinalakiin, tilintarkastuslakiin sekä kirjanpitolakiin.” Osakeyhtiölaissa säädetään osakeyhtiöiden hallinnointiin liittyvistä perussäännöksistä, kuten esimerkiksi osakkeenomistajien oikeuksista sekä hallituksen ja toimitusjohtajan tehtävistä. Muissa edellä

mainituissa laeissa säädetään muun muassa yhtiöiden taloudellisesta raportoinnista sekä hallinnon läpinäkyvyydestä. Kansalliseen lainsäädäntöön vaikuttavat kansainväliset käytännöt ja erityisesti EU:n lainsäädäntö, joka sisältää myös suoraan pörssiyhtiöiden toimintaan sovellettavia säännöksiä, kuten markkinoiden väärinkäyttöasetus. Hyvän hallintotavan näkökulmasta merkittäviä EU-säädöksiä ovat etenkin direktiivi osakkeenomistajien oikeuksista sekä komission suositukset corporate governance -raportoinnista, johdon palkitsemisesta sekä riippumattomista johdon jäsenistä. (Arvopaperimarkkinayhdistys, n.d.)

Euroopan arvopaperimarkkinavalvoja (ESMA) antaa viranomaisohjeistusta sisäpiirihallintoon ja taloudellisen tiedon avoimuuteen liittyen. Lisäksi myös Finanssivalvonta (FIVA) antaa pörssiyhtiöille ohjeita ja määräyksiä koskien esimerkiksi sisäpiirihallintoa, taloudellista raportointia ja yhtiöiden sisäistä valvontaa. (Arvopaperimarkkinayhdistys, n.d.) On huomattava, että lainsäädännön ja noudata tai selitä -periaatteella toimivien corporate governance -suositusten välillä on ero. Esimerkiksi Suomessa lainsäädäntöä täydentävät suositukset pörssiyhtiöiden hallinnoinnista ja raportoinnista löytyvät Arvopaperimarkkinayhdistyksen ylläpitämästä Hallinnointikoodista. Yrityksen on mahdollista poiketa Hallinnointikoodin suosituksista esittämällä syyn ohjeistuksesta poikkeamiselle. (Arvopaperimarkkinayhdistys, n.d.) Se toimii edellä mainitulla noudata tai selitä -periaatteella, joka luo yrityksille mahdollisuuden mukauttaa säännöksiä omiin toimintaolosuhteisiinsa.

G20/OECD:n (Organisation for Economic Co-operation and Development) corporate governance -ohjeistuksesta löytyy kansainvälisen tason viitekehys hyvälle hallintotavalle. OECD:n corporate governance -periaatteet vaihtelevat oikeudellisesti sitovista säädöksistä, kuten lahjonnan vastaisesta yleissopimuksesta, suosituksiin, jotka ohjaavat päätöksentekijöitä parempien käytäntöjen noudattamiseen. (OECD, n.d.) OECD-ohjeistus keskittyy kuitenkin vain omistajuuden ja pääoman hallinnan erillisyyden hallinto-ongelmiin (Fernando, 2011, luku 1). Hyvä hallintotapa muuttuu kansainvälisellä tasolla nopeaa tahtia, ja hyvän hallintotavan järjestelmissä on kansainvälisistä ohjeistuksista huolimatta valtioiden välisiä eroja. Tietyt liiketoiminnan avoimuutta ja vastuullisuutta koskevat perussäännöt ovat kuitenkin yleistyneet ympäri maailman (Steger & Amann, 2008, 63). On epätodennäköistä, että kansainväliset erot ohjeistuksissa poistuisivat ja päästäisiin vain yhteen corporate governance -malliin. Esteinä universaalien corporate governance -mallin syntymiselle ovat runsaat kulttuurilliset, rakenteelliset ja sääntely-ympäristöjen erot (Steger & Amann, 2008, 14).

2.1.2 Corporate governance -teoriat

Agenttiteoria. Agenttiteorian katsotaan olevan hallitseva teoria hallintokirjallisuudessa (L'Huillier, 2014, 300). Agenttiteorian mukaan päämies (osakkeenomistajat) ei voi luottaa agentin (yrityksen johto) toimivan päämiehen intressien mukaisesti, vaan uskoo agentin toimivan oman etunsa mukaisesti. Tätä tavoitteiden yhteensopimattomuutta kutsutaan agenttiongelmaksi (Fernando, 2011, luku 2). Tavoitteiden ristiriidan vuoksi päämiehelle syntyy agentin valvonnasta niin kutsuttuja agenttikustannuksia. Agenttikustannukset ovat corporate governancen teoreettinen perusta (Fernando, 2011, luku 2). Päämies voi minimoida agenttikustannuksensa asettamalla agentille kannustimia, joiden avulla tämä toimii päämiehen edun mukaisesti (Steger & Amann, 2008, 14). Hyvällä hallintotavalla pyritään varmistamaan, että yritysjohto toimii omistajien edun mukaisesti. Fernandon (2011) mukaan hyvän hallintotavan ydin on tietojen julkistamisen, valvonnan ja korjaavien järjestelmien suunnittelu ja käyttöönotto, jolla voidaan yhtäläistää osapuolten tavoitteet, ja siten minimoida agenttikustannukset. Agenttiteorian mukaan johto on motivoitunut omista tavoitteistaan, johdon ja päämiehen intressit eroavat toisistaan, aikajänne on lyhyt ja toiminnan tavoite on kustannusten hallinta (Fernando, 2011, luku 2).

Kontingenssiteoria. Agenttiteoria keskittyy tiettyjen tilanteiden analysointiin, kun taas kontingenssiteoriassa pyritään löytämään tasapaino ei-vaikutettavissa olevien, ulkoisten tekijöiden ja niihin sopeutumiseen vaadittavien päätösten välillä. Esimerkki tästä on organisaation sopeuttaminen epävakaisiin markkinaolosuhteisiin. (Steger & Amann, 2008, 15)

Taloudenhoitajateoria. Taloudenhoitajateoria poistaa mahdolliset ristiriidat yrityksen johdon ja omistajien välillä. Teoriassa oletetaan, että johtajat ovat luotettavia ja erityisen kiinnostuneita henkilökohtaisesta maineestaan. Johdon toimintaa kontrolloivat hyvämaineisten johtajien markkinat, sillä hyvämaineisille johtajille tarjotaan parempia palkitsemisjärjestelmiä. Tällöin yrityksen johdon intressit eivät eroa osakkeenomistajien intresseistä. Taloudenhoitajateorian mukaan johtajat ovat motivoituneita päämiesten tavoitteista, päämies–johtaja-suhde perustuu luottamukseen, aikajänne on pitkä ja toiminnan tavoitteena on parantaa yrityksen suorituskykyä. (Fernando, 2011, luku 2)

Sidosryhmäteoria. Sidosryhmäteoria väittää, että yrityksen hallinnosta vastuussa olevat tahot ovat vastuussa muillekin sidosryhmille kuin osakkeenomistajille. Kaikki tuoton maksimointiin

liittyvät velvoitteet sidosryhmiä kohtaan saattavat rajoittaa mahdollisuutta noudattaa muihin sidosryhmiin liittyviä velvoitteita. Teoria ottaa huomioon kaikki yrityksen intressitahot, kuten työntekijät, asiakkaat ja yhteiskunnan. (Fernando, 2011, luku 2)

Sosiologinen teoria. Hyvän hallintotavan sosiologisessa teoriassa keskitytään pääasiassa hallituksen kokoonpanoon sekä vallan ja varallisuuden jakautumisen vaikutuksiin yhteiskunnassa. Johtajuuden keskittymistä etuoikeutetun luokan käsiin pidetään suurena haasteena tasa-arvon kehitykselle. Teorian mukaan hallituksen kokoonpano, taloudellinen raportointi, julkiset tiedonannot ja tilintarkastus ovat tarpeellisia mekanismeja tasa-arvon ja oikeudenmukaisuuden edistämiseksi yhteiskunnassa. (Fernando, 2011, luku 2)

2.1.3 Taksonomiat

Corporate governance -järjestelmiä on luokiteltu eri tavoin esimerkiksi rahoituksen lähteiden, oikeuskulttuurien ja vaalijärjestelmien mukaan. Näitä luokitteluja kutsutaan taksonomioiksi. Tässä alaluvussa käsitellään viittä eri hyvän hallintotavan taksonomiaa. Vaikka seuraavaksi mainituissa luokitteluissa tehdään jako eri järjestelmien välillä, eivät järjestelmät aina ole täysin toisensa poissulkevia. Toisinaan niillä on toisiaan täydentävä vaikutus, ja yhdistelemällä eri järjestelmien ominaisuuksia voidaan mahdollisesti päästä parempaan tilanteeseen kuin pitäytyessä yhden järjestelmän piirteisiin.

Markkinapohjaiset ja pankkipohjaiset järjestelmät. Markkinapohjaisille talouksille on tyypillistä niiden vahva turvautuminen julkiseen pääomaan ja velkamarkkinoihin, kun taas pankkitalouksissa yritykset hankkivat rahoitusta pankeilta. Markkinatalouksissa pankit ja vakuutusyhtiöt toimivat lähinnä rahan välittäjinä, sillä niillä on vain harvoin omistuksia kaupallisista ja tuotannollisista yhtiöistä. Pankkitalouksissa pankit voivat puolestaan omistaa osuuksia yrityksistä, sillä niiden omistuksia on rajoitettu huomattavasti vähemmän. Pankit rajoittavat vahvoina rahanvälittäjinä julkisen pääoman ja velkamarkkinoiden kehitystä luomalla tiukkoja pankkien ja yritysten välisiä yhteyksiä, mutta toisaalta pankkien vahvan roolin voidaan katsoa vähentävän hajautuneeseen omistajuuteen liittyviä riskejä. (Baker & Anderson, 2010, 39)

Insider- ja outsider-järjestelmät. Niin sanotussa insider versus outsider -luokittelussa jako tehdään sen perusteella, hallitaanko yritystä ulkopuolisten henkilöiden vai yrityksen sisäpiirin toimesta. Tämän taksonomian mukaan outsider-järjestelmän piirteitä ovat kehittyneet pääoma- ja velkamarkkinat, hajautunut omistajuus sekä aktiiviset yrityskauppamarkkinat (takeover market). Rahoituksen välittäjien, kuten pankkien ja vakuutusyhtiöiden, rooli yritysten rahoittajina ja pörssiyhtiöiden valvojina on rajallinen. Yritysjohdo toimii osakkeenomistajien intressien mukaisesti. Outsider-järjestelmää esiintyy esimerkiksi Yhdistyneessä kuningaskunnassa ja Yhdysvalloissa. Insider-järjestelmässä yrityksiä hallitaan sisäpiirin toimesta. Omistajuus on keskittynyttä ja pitkällä aikavälillä vakaata. Kun tämä liitetään siihen, että laki suojaa yritystä vihamielisiltä yrityskaappauksilta, aktiivisten yritysvalvonnan markkinoiden kehittyminen estyy. Suurin osa Manner-Euroopan maista kuuluu insider-järjestelmään. (Baker & Anderson, 2010, 39)

Romaanis-germaaninen oikeus ja tapaoikeus. Oikeuskulttuurien mukaan jaottelu voidaan tehdä romaanis-germaaniseen oikeuteen (civil law) ja tapaoikeuteen (common law). Romaanis-germaanisessa järjestelmässä lait muotoutuvat määräämällä säädöksiä. Tapaoikeus puolestaan muotoutuu oikeusistuimissa määrättyjen tuomioiden kautta, jotka toimivat ennakkotapauksina tulevaisuuden vastaavia juridisia kiistoja varten. Tapaoikeuden maissa on vahva sijoittajan oikeuksien ja etujen suoja, kun taas yksityisoikeuden maissa heikko. Parempi lainsuoja varmistaa, että suurempi osa yrityksen tuotoista maksetaan sijoittajille joko osinkojen tai osakkeiden takaisinostojen muodossa sen sijaan, että tuotot käytettäisiin vain johtajia hyödyttäviin investointeihin. Tämän vuoksi lainsäädännön katsotaan olevan ratkaiseva tekijä rahoitusmarkkinoiden ja talouskasvun kehitykselle. Tapaoikeus on käytössä useissa Britannian entisissä siirtomaissa, kuten Australiassa ja Yhdysvalloissa, kun taas romaanis-germaaninen oikeus on yleinen Euroopassa. (Baker & Anderson, 2010, 39–40) Hyvän hallintotavan mekanismit, kuten keskittynyt omistajuus, ovat syntyneet kompensoidakseen heikkoa lakia, sillä suuret osakkeenomistajat tarvitsevat vähemmän lainsuojaa valvoakseen etujaan (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1998. Viitattu lähteessä Baker & Anderson, 2010, 40). Vahvat sijoittajan oikeudet mahdollistavat omistajuuden ja kontrolloinnin erottamisen toisistaan, kun taas heikot sijoittajan oikeudet ehkäisevät tämän eron syntymistä ja ylläpitävät keskittynyttä hallintoa (Baker & Anderson, 2010, 40).

Suhteellinen vaalitapa ja enemmistövaalitapa. Vaalijärjestelmien mukaan jako tehdään suhteellisiin vaalitapoihin (proportional electoral system) ja enemmistövaalitapoihin (majoritarian electoral system). Suhteellisen vaalitavan maissa (esimerkiksi Itävalta ja Skandinavian maat) osakkeenomistajan suoja on heikko ja työntekijän suoja (employee protection) on vahva. Enemmistövaalitavan maissa (esimerkiksi Kanada ja Yhdistynyt kuningaskunta) on puolestaan vahva osakkeenomistajan suoja ja heikko työntekijän suoja. (Baker & Anderson, 2010, 41) Tämä johtuu siitä, että enemmistövaalitavassa puolueet kilpailevat niin kutsutusta ratkaisevasta piiristä, joka koostuu ideologisesti sitoutumattomasta ryhmästä äänestäjiä. Nämä äänestäjät ovat pääomatulon saajia, joiden ei tarvitse käydä töissä. Koska tämä ryhmä suosii vahvaa osakkeenomistajan suojaa ja heikkoa työllisyysuojaa, heidän poliittiset preferenssinsä ovat niitä, joihin puolueet mukautuvat voittaakseen vaalit. (Pagano & Volpin, 2005. Viitattu lähteessä Baker & Anderson, 2010, 41)

Kapitalismin lajit -kirjallisuus. Kapitalismin lajit -kirjallisuustaksonomia (the "varieties of capitalism" literature) olettaa, että yhtiöt ja yksilöt sijoittavat kiinteään varallisuuden lisäksi taitoihin, jotka kehittyvät vuorovaikutuksessa toisten ihmisten kanssa. Nämä vuorovaikutussuhteet sisältävät koordinoitio-ongelmia, jotka ratkaistaan eri tavalla koordinoituissa markkinatalouksissa (coordinated market economy) ja liberaaleissa markkinatalouksissa. Koordinoitujen markkinatalouksien yhtiöt käyttävät strategista vuorovaikutusta ongelmanratkaisun keinona. Yhtiöt ja sijoittajat ovat vuorovaikutuksessa toistensa kanssa tiiviin verkoston kautta, mikä luo sisäpiiritietoa ja siten vähentää tarvetta aktiiviselle ulkopuoliselle valvonnalle pääomamarkkinoilla. Esimerkkejä näistä talouksista ovat Manner-Euroopan maat. Liberaaleissa markkinatalouksissa puolestaan luotetaan markkinoiden ratkaisevan koordinaatio-ongelmat. Taloudellisten toimijoiden välisiä suhteita säännellään heikosti, ja lainsäätäjien väliintulo on erittäin rajoitettua. Esimerkkejä näistä talouksista ovat Yhdistynyt kuningaskunta, Yhdysvallat ja Australia. Koordinoituissa markkinatalouksissa esimerkiksi palkkatasot ovat tulosta toimialatason neuvotteluista liittojen ja taloudellisten toimijoiden välillä, kun taas liberaaleissa talouksissa palkat muodostuvat suorissa neuvotteluissa yksittäisten työntekijöiden ja heidän työnantajiansa välillä. (Baker & Anderson, 2010, 42)

2.2 Yrityksen suorituskyky

Yrityksen suorituskyvyllä (firm performance, corporate performance) tarkoitetaan yleisesti yrityksen toiminnan tehokkuutta ja tarkoituksenmukaisuutta, vaikkakin se voidaan määritellä usealla tavalla. Suorituskyvyn määritelmästä ja mittaamisesta ei olla yksimielisiä, vaan niistä on esitetty useita erilaisia tulkintoja. Tämän lisäksi yleinen käsitys suorituskyvystä on muuttunut ajan saatossa. Suorituskyvyn käsitteen määritelmät voivat olla abstrakteja tai konkreettisia, löyhiä tai tarkkoja. Yritys voi kehittyä ja edistyä vain suorituskyvyn kautta (Taouab & Issor, 2019, 93–94).

Taouab ja Issor (2019) ovat koonneet julkaisussaan yhteen suorituskyvyn määritelmiä eri aikakausilta. Tässä tutkielmassa keskitytään määritelmiin alkaen vuodesta 2000. 2000-luvulla yrityksen suorituskyvyn määritelmät ovat pääasiassa keskittyneet yrityksen kykyyn hyödyntää käytettävissään olevia resursseja tehokkaasti saavuttaakseen tuloksia, jotka ovat yhdenmukaisia yrityksen tavoitteiden kanssa (Peterson, Gijsbers, & Wilks, 2003, Taouabin ja Issorin, 2019, 95 mukaan). Suorituskyky voidaan kuitenkin nähdä myös yläkäsitteenä, koska se kattaa useita muita käsitteitä, kuten kasvun, kannattavuuden, tuoton, tuottavuuden, tehokkuuden ja kilpailukyvyn (Colase, 2003, Taouabin ja Issorin, 2019, 96 mukaan). Lähes kaikissa Taouabin ja Issorin (2019) kokoamissa 2000-luvun määritelmissä toistuu sana tehokkuus (efficiency, effectiveness, efficacy). Määritelmien perusteella myös kilpailukyky (competitiveness) katsotaan selvästi olennaiseksi osaksi yrityksen suorituskykyä.

Lebans ja Euske (2006) esittävät, että yrityksen suorituskyvyn tason raportointi edellyttää, että yrityksen tekemät tulokset ovat kvantifioitavissa eli ilmaistavissa määrällisesti (Lebans & Euske, 2006, Taouabin ja Issorin, 2019, 96 mukaan). Tämän perusteella voitaisiin sanoa suorituskyvyn olevan jotakin, mitä pystytään mittaamaan määrällisin keinoin. Toisaalta Bartoli ja Blatrix (2015) nostavat määritelmässään esille myös laadun käsitteen, jota ei aina voida mitata kvantitatiivisin keinoin (Bartoli & Blatrix, 2015, Taouabin ja Issorin, 2019, 96 mukaan). Perinteisesti yrityksen suorituskykyä on mitattu kirjanpito- ja markkinaperusteisilla mittareilla, joista yleisimpiä ovat esimerkiksi pääoman tuottoasteet ja Tobinin Q. Koska suorituskyvyn käsitteestä on esitetty useita erilaisia määritelmiä, kuten edellä on mainittu, myös suorituskyvyn mittareita on paljon. Suorituskyvyn ja hyvän hallintotavan mittareita esitellään tarkemmin luvussa 4.

3. TUTKIMUSMENETELMÄ JA AINEISTO

3.1 Kuvaileva kirjallisuuskatsaus tutkimusmenetelmänä

Tutkielma toteutetaan kirjallisuuskatsauksena hyvän hallintotavan ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä koskeviin tutkimuksiin. Kirjallisuuskatsauksen avulla kartoitetaan ilmiötä koskevaa aiempaa tutkimusta sekä kootaan yhteen niiden tutkimustuloksia ja käytettyjä mittausten menetelmiä. Koska tutkimuksen tavoitteena on luoda kokonaiskuva käsiteltävästä ilmiöstä, lähtökohtana toimii kuvaileva katsaus. Kuvaileva kirjallisuuskatsaus mahdollistaa käytettävän aineiston valinnan ilman tarkkoja sääntöjä. Tällöin tutkimukseen pystytään valitsemaan parhaiten sopivat aineistot tehtyjen löyhien rajausten sisältä. Kuvaileva kirjallisuuskatsaustyyppi sopii tähän tutkimukseen toisaalta myös siksi, että tutkimuskysymys ”*Onko hyvällä hallintotavalla yhteys yrityksen suorituskykyyn?*” on melko väljä. Tämä mahdollistaa ilmiön laaja-alaisen kuvauksen ja sen ominaisuuksien luokittelun. (Salminen, A. 2011) Koska tarkoituksena on kuvata hyvän hallintotavan ja suorituskyvyn välistä yhteyttä monipuolisesti, kriittisesti ja syntetisoiden, tutkielmassa on integroivan kuvailevan kirjallisuuskatsauksen piirteitä.

3.2 Aineiston valintakriteerit, haku ja kuvaus

Tutkimusaineisto koostuu tieteellisistä tutkimusartikkeleista. Tutkimusartikkeleiden valinnassa arvioinnin tukena käytettiin Academic Journal Guide (AJG) -luokitusjärjestelmää, joka arvioi tieteelliset lehdet asteikolla 1–4*. Tutkielman aineistoksi pyrittiin valitsemaan mahdollisimman korkean luokituksen saaneissa lehdissä julkaistuja tutkimusartikkeleita. Luokituksen perusteella valitut lehdet haettiin Tampereen yliopiston Andor-tietokannasta, minkä jälkeen lehdistä tehtiin hakuja käyttäen hakusanoja ”corporate governance”, ”performance” ja ”value”. Aineistona käytettävät tutkimusartikkelit rajattiin julkaisuajankohdan mukaan vuodesta 2000 eteenpäin. Julkaisuajankohtaa koskeva rajausta jätettiin laajaksi, jotta pystytään varmistamaan tutkimusten mahdollisimman korkea laatu ja tutkimustulosten luotettavuus. Toisaalta ennen vuotta 2000 julkaistut tutkimukset rajattiin ulkopuolelle, jotta tieto on mahdollisimman relevanttia. Hakuprosessin lopputuloksena sopivia hyvän hallintotavan ja yrityksen

suorituskyvyn välistä yhteyttä käsitteleviä tutkimusartikkeleita valittiin 12 kappaletta. Taulukossa 1 esitellään tiedejulkaisut, joista tutkimusaineisto valittiin, sekä julkaisuista valittujen tutkimusartikkeleiden määrät.

Taulukko 1: Tiedejulkaisut, joista tutkimusaineisto valittiin

Lehti	AJG-luokitus 2021	Lehdestä valittujen tutkimusartikkeleiden määrä
The Accounting Review	4*	1
Quarterly Journal of Economics	4*	1
Journal of Finance	4*	1
Journal of Corporate Finance	4	4
British Journal of Management	4	2
Journal of Financial & Quantitative Analysis	4	1
Corporate Governance: An International Review	3	1
Journal of Empirical Finance	3	1

Tutkielman aineistoksi valitut tutkimusartikkelit on julkaistu aikavälillä 2002–2019. Valittujen tutkimusartikkeleiden käyttämät aineistot painottuvat Pohjois-Amerikkaan, mutta valituiksi tuli myös tutkimuksia, joissa on käytetty aineistoa muualta maailmasta. Taulukkoon 2 on koottu valittujen tutkimusten perustiedot sisältäen käytetyn aineiston alkuperämaan, käytetyt hyvän hallintotavan mittarit ja käytetyt suorituskyvyn mittarit. Tutkimusten tulokset esitellään luvussa 4 niiden kompleksisuuden vuoksi.

Taulukko 2: Tutkimusaineiston esittely

Kirjoittaja	Maat	Suorituskyvyn mittari	Hyvän hallintotavan mittari
Larcker, Richardson & Tuna (2007)	Yhdysvallat 2002–2003	ROA	Itse rakennetut indeksit
Gompers, Ishii & Metrick (2003)	Yhdysvallat (pääpaino) 1990–1999	ROE, Tobinin Q, yhden vuoden liikevaihdon kasvu, nettovoittomarginaali	G-indeksi
Giroud & Mueller (2011)	Yhdysvallat (pääpaino) 1990–2006	Tobinin Q, ROA, ROE, liikevaihdon kasvu, nettovoittomarginaali	G-indeksi
Klapper & Love (2002)	Brasilia, Chile, Hong Kong, Intia, Indonesia, Korea, Malesia, Pakistan, Filippiinit, Singapore, Etelä-Afrikka, Taiwan, Thaimaa, Turkki 2001	ROA, Tobinin Q	Itse rakennettu indeksi
Bozec, Dia & Bozec (2010)	Kanada 2002–2003	DEA-menetelmä, Tobinin Q	ROB-indeksi
Bhagat & Bolton (2008)	Yhdysvallat 1990–2004	ROA, Tobinin Q, osaketuotto	Hallituksen riippumattomuus, hallituksen osakeomistukset, toimitusjohtajan ja puheenjohtajan erillisyys, hallituksen koko, johdon osakeomistukset, johdon ikä, johdon toimikausi
Bhagat & Bolton (2019)	Yhdysvallat 2003–2016	ROA, Tobinin Q, osaketuotto	Johdon osakeomistukset
Tian & Twite (2011)	Australia 2000–2005	Kokonaistuottavuus, Tobinin Q	Itse rakennetut mittarit toimitusjohtajan palkitsemisesta ja hallituksen piirteistä
Bhagat & Bolton (2013)	Yhdysvallat 1998–2007	ROA, Tobinin Q, osaketuotto	Hallituksen riippumattomuus, johdon osakeomistukset, toimitusjohtajan ja puheenjohtajan erillisyys, G-indeksi, E-indeksi
Singh, Tabassum, Darwish & Batsakis (2018)	Pakistan 2009–2015	Tobinin Q	Hallituksen kokoonpano, omistajuuden keskittyminen
Renders, Gaeremynck & Sercu (2010)	Eurooppa 1999–2003	Tobinin Q, ROA, ROE, hinta per liikevaihto, hinta per oman pääoman tasearvo	Hallituksen kokoonpano ja toiminta, yrityskaappauksen vastaiset mekanismit, osakkeenomistajan oikeudet, tiedonanto hyvästä hallintotavasta
Ammann, Oesch & Schmid (2010)	22 kehittyntä maata (pois lukien Yhdysvallat) 2003–2007	Tobinin Q	Itse rakennetut indeksit

4. TUTKIMUSTULOKSET

4.1 Tutkimusaineiston tulokset

Tässä alaluvussa tarkastellaan aineistona käytettävien tutkimusten tuloksia. Kaikissa tutkimuksissa on löydetty positiivinen yhteys hyvän hallintotavan ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Yhteys saattaa kuitenkin vaihdella tutkimuksen sisällä eri mittareita käytettäessä. Kuten taulukosta 2 voidaan huomata, monissa tutkimuksissa käytetään useaa eri mittaria etenkin yrityksen suorituskyvyn mittaamiseen. Osassa tutkimuksista hyvän hallintotavan ja suorituskyvyn yhteyden on todettu olevan negatiivinen joillakin mittareilla mitattaessa. Yleinen näkemys ilmiöstä vaikuttaa kuitenkin olevan se, että hyvällä hallintotavalla on positiivinen yhteys suorituskykyyn.

Bhagatin ja Boltonin (2008) saamien tulosten mukaan tietyillä monimutkaisilla hyvän hallintotavan mittareilla (G- ja BCF-indeksit) ja tietyillä yksinkertaisilla mittareilla (hallituksen jäsenten omistukset sekä toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan erillisyydet) on positiivinen yhteys nykyhetken ja tulevaisuuden operationaalisen liiketoiminnan suorituskykyyn (Bhagat & Bolton, 2008). Tulos on yhdenmukainen Bhagatin ja Boltonin (2019) tutkimuksen kanssa, jonka mukaan hallituksen jäsenten omistuksilla on positiivinen ja merkittävä yhteys tulevaisuuden operationaalisen liiketoiminnan suorituskykyyn, kun sen mittarina on ROA. (Bhagat & Bolton, 2019) Bhagat ja Bolton (2008) kuitenkin osoittavat, että hallituksen riippumattomuus korreloi negatiivisesti nykyhetken ja tulevaisuuden operationaalisen liiketoiminnan suorituskyvyn kanssa. Brownin ja Caylorin tai The Corporate Libraryn indekseillä mitattuna hyvä hallintotapa ei korreloi merkittävästi nykyhetken ja tulevaisuuden operationaalisen liiketoiminnan suorituskyvyn kanssa. (Bhagat & Bolton, 2008) Larckerin ym. (2007) muodostamat indeksit pystyvät puolestaan selittämään tulevaisuuden operationaalisen liiketoiminnan suorituskykyä. Yrityksillä, joilla on suuri osuus lohko-omistajia, kirjanpidollista suorituskykyä painottava palkitsemisjärjestelmä, johtavat johtajat (lead directors), pienemmät hallitukset ja vähemmän kiireisiä johtajia, osoittavat ensiluokkaista tulevaisuuden operationaalisen liiketoiminnan suorituskykyä. (Larcker ym., 2007)

Giroudin ja Muellerin (2011) sekä Tianin ja Twiten (2011) tutkimuksissa huomioidaan yrityksen toimialan kilpailullisuuden vaikutuksia. Giroudin ja Muellerin (2011) tutkimus osoittaa, että heikon hallintotavan yrityksillä on alhaisempi osaketuotto, huonompi toimintakyky ja alhaisempi yrityksen arvo, mutta vain ei-kilpailullisilla toimialoilla. Heikon hallintotavan yrityksillä on myös keskimäärin alhaisempi nettovoittomarginaali ja myynnin kasvu. Heidän mukaansa ei-kilpailullisilla toimialoilla toimivat yritykset hyötyvät hyvästä hallintotavasta kilpailullisten toimialojen yrityksiä enemmän. (Giroud & Mueller, 2011) Tian ja Twite (2011) osoittavat, että yleisellä tasolla hyvä hallintotapa on tehokas väline yrityksen tuottavuuden parantamiseksi. Kuitenkin heidän mukaansa yrityksen omistusrakenteella on vain heikko yhteys tuottavuuteen, eikä toimialan yrityskaappausintensiteetillä ja tuottavuudella ole lainkaan yhteyttä. Heidän mukaansa hyvä hallintotapa on tärkeää, mutta tärkeyden suuruus riippuu ulkoisesta markkinaympäristöstä. Hyvä hallintotavan vaikutus suorituskykyyn on tehottomampi, kun yritys toimii kilpailullisilla markkinoilla. Hyvä hallintotapa edistää tuotannon tehokkuutta, kun yrityksen ulkoinen ympäristö ei ole yhtä vaativa kuin kilpailullisilla markkinoilla. Hyvällä hallintotavalla on positiivinen yhteys suorituskykyyn Tobinin Q:lla mitattaessa. (Tian & Twite, 2011)

Bozecin, Dian ja Bozecin (2010) mukaan hyvää hallintotapaa noudattavat yritykset ovat tuottavampia, kun suorituskyvyn mittausta toteutetaan DEA-menetelmällä. Jos suorituskyvyn mittaamiseen käytetään kuitenkin Tobinin Q:ta, tuloksissa ei löydetä yhteyttä hallintotavan ja Tobinin Q:n välillä. (Bozec ym., 2010) Singhin, Tabassumin, Darwishin ja Batsakin (2018) tulokset osoittavat, että hallituksen koko sekä hallituskomiteoiden (board committees) ja omistuksen keskittyminen liittyvät positiivisesti korkeaan Tobinin Q-suhteeseen, kun taas hallituksen riippumattomuus ja toimitusjohtajan kaksinaisuus osoittavat negatiivista suhdetta. He huomauttavat, että hallituksen riippumattomuuden negatiivinen yhteys suorituskykyyn on vastoin agenttiteorian periaatteita, joiden mukaan ulkopuolisten hallitusjäsenien suuremman osuuden uskotaan vähentävän agenttikustannuksia ja lisäävän yrityksen suorituskykyä. (Singh ym., 2018)

Bhagatin ja Boltonin (2013) tutkimuksessa havaitaan eriäviä tuloksia eri aikakausien välillä. Heidän mukaansa hallituksen riippumattomuudella ja operatiivisen liiketoiminnan suorituskyvyllä on negatiivinen yhteys ennen vuotta 2002, mutta positiivinen yhteys vuoden 2002 jälkeen. Muutos johtuu heidän mukaansa riippumattomien hallitusjäsenien kasvaneesta määrästä. Hallitusjäsenien omistuksilla on puolestaan koko ajan positiivinen yhteys

suorituskykyyn. Toisaalta G- ja E-indeksit osoittavat positiivisen yhteyden hyvän hallintotavan ja suorituskyvyn välillä vuosina 1998–2001, mutta vuosina 2003–2007 G-Indeksi osoittaa negatiivisen yhteyden hyvän hallintotavan ja suorituskyvyn välillä. E-indeksi puolestaan osoittaa epäjohdonmukaisen yhteyden hyvän hallintotavan ja suorituskyvyn välillä vuosina 2003–2007. (Bhagat & Bolton, 2013)

On todettu, että hyvää hallintotapaa koskevalla lainsäädännöllä on vaikutus yrityksen arvoon (Gompers, Ishii, & Metrick, 2003). Oikeudellisen ympäristön vaikutus on huomioitu sekä Klapperin ja Loven (2002) että Rendersin, Gaeremynckin ja Sercun (2010) tutkimuksissa. Klapperin ja Loven (2002) mukaan hyvällä hallintotavalla on yhteys parempaan operationaalisen liiketoiminnan suorituskykyyn (ROA) ja yrityksen korkeampaan markkina-arvoon (Tobinin Q). He huomauttavat, että vaikka parannukset yrityksen hallintotavassa johtavat aina parempaan suorituskykyyn ja markkina-arvoon, kehitys on suurempaa niissä valtioissa, joissa on heikompi oikeudellinen infrastruktuuri. Hyvän hallintotavan menetelmillä on siis enemmän merkitystä heikkojen oikeusympäristöjen maissa. Tämä tarkoittaa, että yritykset voivat kompensoida tehottomia lakeja ja niiden täytäntöönpanoa noudattamalla hyvää hallintotapaa ja tarjoamalla vahvaa sijoittajansuojaa. Heidän tutkimustulostensa mukaan vahvan oikeusturvan maissa hallintotapa on kuitenkin paremmalla tasolla kuin heikon oikeusturvan maissa. Tämä voi johtua yritysten rajallisesta mahdollisuudesta vaikuttaa omaan hallintoonsa. Tällöin oikeusjärjestelmän parantaminen valtiotasolla johtaisi todennäköisesti myös hallintotavan keskimääräiseen parantumiseen. (Klapper & Love, 2002)

Myös Renders ym. (2010) osoittavat, että corporate governance -luokitusten ja yrityksen suorituskyvyn välillä on positiivinen yhteys sekä kirjanpito- että markkinapohjaisia suorituskyvyn mittareita käytettäessä. Yhteyden vahvuus riippuu kuitenkin institutionaalisen ympäristön laadusta. He havaitsevat, että parannukset corporate governance -luokituksissa ajan mittaan johtavat suorituskyvyn marginaalilyhytyksen vähenemiseen. Yrityksillä, jotka toimivat valtioissa, joissa on vahvat osakkeenomistajan suoja koskevat lait ja määräykset, on korkeammat corporate governance -luokitukset. Näissä maissa hyvän hallintotavan vaikutus yrityksen suorituskykyyn on kuitenkin pienempi kuin valtioissa, joissa on heikko osakkeenomistajan suoja koskeva sääntely. (Renders ym., 2010) Toisaalta Gompersin ym. (2003) tulosten mukaan yritykset, joissa osakkeenomistajan oikeudet ovat heikot, tuottavat muita vähemmän. Lisäksi niillä on pienempi myynnin kasvu kuin muilla toimialan yrityksillä. (Gompers ym., 2003)

Ammanin, Oeschin ja Schmidin (2010) mukaan parempi hallintotapa johtaa korkeampiin markkina-arvoihin. He myös osoittavat, että hyvän hallintotavan mekanismien toimeenpanon kustannukset vaikuttavat olevan pienempiä kuin valvonnan hyödyt, mikä lisää sijoittajille kertyviä kassavirtoja ja alentaa yritysten pääomakustannuksia. Siksi yritysten tulisi nähdä hyvän hallintotavan noudattaminen ennemmin mahdollisuutena kuin velvollisuutena. Vaikka useat tutkimuksista havaitsevat negatiivisen yhteyden suorituskyvyn ja hyvän hallintotavan välillä joitakin mittareita käyttämällä, hyvän hallintotavan noudattamiseen tulisi silti pyrkiä. Hyvän hallintotavan vaikutuksen suorituskykyyn voidaan myös katsoa olevan epäsuora, sillä se saattaa johtaa pitkällä aikavälillä parempiin liiketoimintapäätöksiin strategian ja johtamisen kannalta. Tämän sekä edellä esiteltyjen tutkimustulosten perusteella voidaan yleisesti todeta, että hyvällä hallintotavalla on yhteys yrityksen parempaan suorituskykyyn. (Amman ym., 2010)

4.2 Hyvän hallintotavan mittaaminen

Larckerin ym. (2007) mukaan keskenään epäjohdonmukaiset tutkimustulokset koskien hyvän hallintotavan ja yrityksen suorituskyvyn välistä yhteyttä johtuvat osittain luotettavien ja pätevien corporate governance -mittareiden luomisen vaikeudesta. Heidän mukaansa suurin osa aiemmista tutkimuksista käyttää hyvän hallintotavan mittaamiseen joko yksittäistä hyvän hallintotavan indikaattoria tai omavaltaisia indeksejä (arbitrary indices). Sama havainto voidaan tehdä myös tämän tutkielman aineiston perusteella. Tutkimuksissa käytetään hyvän hallintotavan mittarina vaihtelevasti pelkkiä indeksejä, pelkkiä yksittäisiä indikaattoreita tai niiden yhdistelmiä. Toisinaan tutkimuksissa käytetään jopa useita indeksejä yhtä aikaa.

Bhagatin & Boltonin (2008) mukaan yksittäisen hallituksen ominaisuutta kuvaavan indikaattorin on mahdollista olla toimiva corporate governance -mittari siksi, koska hallituksilla on valtaa tehdä tärkeitä päätöksiä esimerkiksi investointeihin, johdon palkitsemiseen ja hallintotapaan liittyen. On siis todennäköistä, että hallituksen jäsenillä, joilla on osakeomistuksia yrityksestä, on kannustin valvoa edellä mainittuja päätöksiä tehokkaasti. Näin ollen hallituksen jäsenten riippumattomuus tai omistajuus voisi olla hyvä edustus yrityksen hallintotavasta yleisesti. Esimerkiksi Bhagat & Bolton (2019) perustelevat käyttävänsä hyvän hallintotavan mittarina vain johdon osakeomistuksia (the median director's stock ownership) aiemman tutkimuksensa perusteella, koska se on muita mittareita vähemmän altis

mittausvirheille, eikä siihen kohdistu governance -indekseihin liittyviä tekijöiden painotusongelmia. Kuitenkin Larckerin ym. (2007) mukaan mittausvirhe, joka aiheutuu yksittäisen mittarin käyttämisestä (esimerkiksi ulkoisten hallituksen jäsenten prosenttiosuus) monimutkaiselle rakenteelle (esimerkiksi hallituksen riippumattomuus) aiheuttaa lähes varmasti regressiokertoimien epäjohtonmukaisuuden.

Karapetyanin ja Silveiran (2018) mukaan hyvää hallintotapaa koskevissa tutkimuksissa käytetty yleinen tapa on pisteyttää kukin yritys sen perusteella, kuinka yritys on sitoutunut tiettyihin hyvää hallintotapaa koskeviin käytäntöihin. Pisteytykseen vaikuttavia tekijöitä voivat olla esimerkiksi yhtiön hallitus, osakkeenomistajien oikeudet ja toiminnan läpinäkyvyys. (Karapetyan & Silveira, 2018) Tutkimuksissa hyvää hallintotapaa ja sen toteutumista onkin usein mitattu luomalla governance -indeksejä, joissa joukko indikaattoreita lasketaan yhteen jonkinlaisen indeksin muodostamiseksi (esimerkiksi Gompersin, Ishiin ja Metrickin, 2003, G-indeksi). Indeksistä kuitenkin syntyy usein samankaltaisia ongelmia kuin edellä mainitusta yksittäisen indikaattorin käyttämisestä monimutkaiselle rakenteelle. Vaikka useiden indikaattoreiden käyttö pienentääkin mittausvirhettä, niiden yhdistämisestä syntyvää indeksiä on vaikea tulkita. Lisäksi se sisältää merkittävän mittausvirheen, elleivät kaikki yksittäiset indikaattorit mittaa samaa governance -rakennetta. (Larcker ym., 2007, 964) Yleinen ongelma indekseissä on myös se, että ne painottavat kaikkia hyvän hallintotavan komponentteja yhtä paljon, vaikka niiden oletetusta samanarvoisuudesta ei ole olemassa käsitteellistä viitekehystä (Bhagat & Bolton, 2019, 144). Jos indeksien käyttämät painot eivät ole yhdenmukaisia niiden painojen kanssa, joita markkinaosapuolet käyttävät arvioidessaan hallintotavan ja yrityksen suorituskyvyn välistä suhdetta, yrityksen hallintotavan ja suorituskyvyn välisestä suhteesta tehdään vääriä johtopäätöksiä (Bhagat & Bolton, 2008, 271).

Gompersin ym. (2003) luoma G-indeksi (G-score) on yksi yleisimmin käytetyistä governance -indekseistä. G-indeksi koostuu 24:stä yrityskaappauksen vastaisista (anti-takeover) ja osakkeenomistajien oikeuksia koskevista lausekkeista (provision). Mitä korkeampi indeksin arvo on, sitä heikompi yrityksen hallintotapa on. (Giroud & Mueller, 2011, 563–568) Tutkijat, jotka käyttävät hyvän hallintotavan mittarina ainoastaan sitä, saavat otettua huomioon jonkin yhdistelmän yrityskaappausten vastaisia säännöksiä, mutta jättävät huomioimatta muut hyvän hallinnon merkittävät ulottuvuudet, kuten hallituksen rakenteen ja omistusrakenteen. Elleivät huomiotta jätetyt ulottuvuudet ole korreloimattomia analyysiin sisältyvien ulottuvuuksien kanssa, mikä olisi epätodennäköistä, G-indeksin regressiokertoimen tulkinta on ongelmallista.

(Larcker ym., 2007, 965) Bhagat ja Bolton (2008) ovat yhdistäneet G-indeksin tutkimuksessaan useaan muuhun mittariin. He käyttävät tutkimuksessaan monista muista tutkimuksista poiketen seitsemän eri mittaustavan yhdistelmää yhden mittaustavan sijaan, sisältäen eri indeksejä (esimerkiksi G- ja BCF-indeksit) ja yksittäisiä hyvän hallintotavan indikaattoreita (esimerkiksi hallituksen riippumattomuus). Jatkotutkimuksessaan (2019) he kuitenkin käyttävät mittarina vain johdon osakeomistuksia aiemman tutkimuksensa perusteella, sillä se on heidän mukaansa vähemmän altis mittausvirheille, eikä siihen kohdistu governance -indekseihin liittyviä painotusongelmia.

Ammann ym. (2010) kertovat, että corporate governance -indeksien yleisenä ongelmana on hyvän hallintotavan eri tekijöiden yhtäläinen painotus, minkä vuoksi he ovat valinneet kahden tällä tavoin painotetun indeksin ohelle kolmannen indeksin, jonka painotusjärjestelmä perustuu tilastolliseen menettelyyn yhtäläisen painotuksen sijaan. Indeksien painotusongelma tuodaan esiin myös Bhagatin ja Boltonin (2019) tutkimuksessa. Heidän mukaansa kaikkien hyvän hallintotavan komponenttien yhtäläinen painotus on ongelmallista, koska niiden oletetusta samanarvoisuudesta ei ole olemassa käsitteellistä viitekehystä. Siitä huolimatta indeksien käyttö on erittäin yleistä hyvän hallintotavan arvioinnissa, ja suurimmassa osassa tässä tutkielmassa tarkasteltavista tutkimuksista on käytetty mittaamisen välineenä jonkinlaista corporate governance -indeksiä. Joitakin indeksejä on mahdollista hankkia suoraan luokituslaitoksilta (esimerkiksi Globe and Mailin Report on Business -indeksi), mutta esimerkiksi Larcker ym. (2007) muodostavat omia corporate governance -indeksejään käyttämällä tutkivaa pääkomponenttianalyysiä (principal component analysis, PCA). Pääkomponenttianalyysin avulla pyritään tunnistamaan hyvän hallintotavan taustalla olevia ulottuvuuksia tai rakenteita sekä määrittämään, mitkä indikaattorit liittyvät mihinkin hyvän hallintotavan tekijään (Larcker ym., 2007, 974).

On olemassa useita organisaatioita, jotka tarjoavat hallintoluokituksia (governance ratings), joiden avulla sijoittajat voivat arvioida sijoituskohteen hyvään hallintotapaan liittyvää riskiä. Tällaisia hallintoluokituksia voidaan käyttää apuna hyvän hallintotavan mittareiden rakentamisessa. Yksi esimerkki luokitteluja tarjoavasta organisaatiosta on Governancemetrics International (GMI), jossa luokitusprosessi aloitetaan kehittämällä yhtiölle hallintoprofiili, joka sisältää satoja muuttujia ja analyytikoiden näkemyksiä. Luokituksessa huomioidaan muun muassa hallituksen kokoonpano, hallituksen johtajuus, yrityksen ilmoittamat käytännöt ja menettelytavat sekä niiden paikkansapitävyys erillisten lähteiden avulla. (Monks & Minow,

2011, luku 5) Tämänkaltaiset luokitukset perustuvat usein kuitenkin vain rakenteellisiin ominaisuuksiin, kuten omistajuuden hajautuneisuuteen. Luokitusten kyvystä ennustaa johtajien käyttäytymistä tai organisaation suorituskykyä ei ole täsmällisiä todisteita. (Larcker ym., 2007, 964)

Aiemmissa tutkimuksissa on usein käytetty hyvin rajallista otosta hyvän hallintotavan eri ulottuvuuksista, mikä aiheuttaa korreloituja poisjätettyjen muuttujien ongelmia. Tyypillisesti tutkimuksissa turvaututaan rakenteellisiin hyvän hallintotavan indikaattoreihin. Ne ovat ulkoisesti havaittavissa olevia ominaisuuksia, kuten hallituksen koko ja rakenne. Corporate governance -mittareita on mahdollista muodostaa myös esimerkiksi hallituksen jäsenten haastattelemisen ja yrityksen hallintokäytäntöjen yksityiskohtaisen tarkastelun kautta, mutta tämä on lähes mahdotonta toteuttaa analysoitaessa suurta otosta. (Larcker ym., 2007, 964) Täydellistä mittaustapaa hyvälle hallintotavalle ei vaikuta olevan, sillä lähes kaikista edellä esitellyistä mittaustavoista on löydetty heikkouksia. Tarvitaan lisää tutkimusta, jotta voidaan tarkentaa hyvän hallintotavan mittaamista ja kehittää rakenteellisia malleja, jotta hyvän hallintotavan mekanismien merkitystä voidaan siten tarkastella entistä paremmin (Larcker ym., 2007, 966).

4.3 Yrityksen suorituskyvyn mittaaminen

Käytetyissä suorituskyvyn mittareissa on paljon hajontaa eri tutkimusten välillä. Suorituskykyä voidaan katsoa mitattavan niin operatiivisen liiketoiminnan suorituskyvyn mittareilla, kuten ROA (return on assets) ja ROE (return on equity), kuin myös yrityksen markkina-arvon mittareilla, kuten Tobinin Q (Tobin's Q). Koko pääoman tuottoaste ROA ja Tobinin Q esiintyvät erityisen usein aiemmassa yrityksen suorituskykyyn ja hyvään hallintotapaan liittyvässä kirjallisuudessa. Osa tutkimuksista huomioi useita suorituskyvyn mittareita, mutta toisissa on käytetty vain yhtä mittaria. Tutkijat käyttävät usein montaa eri mittaria siksi, jotta tuloksia voidaan vertailla aiempien tutkimustulosten kanssa. Esimerkiksi Gompers ym. (2003) huomioivat tutkimuksessaan sekä operationaalisen liiketoiminnan suorituskyvyn että yrityksen markkina-arvon. Renders ym. (2010) käyttävät tutkimuksessaan jopa viittä eri mittaria: Tobinin Q, markkina-myyntisuhde (market-to-sales ratio), markkina-arvo (market-to-book value), ROA ja ROE. Toisaalta mittareita voidaan valita useita myös siksi, koska aiemmat tutkimustulokset

aiheesta ovat ristiriitaisia. Tällä tavoin tutkija pystyy kartoittamaan, johtuvatko mahdolliset ristiriitaiset tulokset käytetyistä mittareista.

Tobinin Q:ta on käytetty joko pääasiallisena tai vaihtoehtoisena mittarina kaikissa tutkimuksissa yhtä lukuun ottamatta. Kuitenkin vain Singh ym. (2018) perustelevat kattavasti, miksi Tobinin Q on muita aiemmin käytettyjä suorituskyvyn mittareita parempi. Tobinin Q:lla on etuja kirjanpitoon perustuviin suoritusmittareihin verrattuna, koska Tobinin Q:n laskeminen ei perustu kirjanpidon tulokseen, joka voi perustua luoviin kirjanpilotekniikoihin. Sen lisäksi johtajat voivat helposti vaikuttaa yrityksen tuloslukuihin ja investointipäätöksiin. (Barney, 2007, Singhin ym., 2018, 178 mukaan) Suorituskyvyn mittarina Tobinin Q perustuu siihen, että se on markkinapohjaisuuden lisäksi suuntautunut tulevaisuuteen. Siten se kuvastaa tulevaisuuden kassavirtojen nykyarvoa perustuen nykyhetken ja tulevaisuuden informaatioon. (Ganguli & Agrawal, 2009, Singhin ym., 2018, 178 mukaan)

Toisaalta esimerkiksi Tian ja Twite (2011) kertovat käyttävänsä Tobinin Q:ta ja ROA:a vain vaihtoehtoisina mittareina pääasiallisen mittarinsa TFP:n lisäksi, jotta saadut havainnot voidaan yhdistää aiempiin aihetta koskeviin tutkimuksiin. Bozec ym. (2010) perustelevat Tobinin Q:n käytön vain vaihtoehtoisena vertailun mahdollistavana mittarina sillä, että se olettaa pääomamarkkinoiden tietävän yrityksen korrektiin arvon, ja se heijastuu osakkeiden nykyiseen markkina-arvoon. Heidän mukaansa tämä oletus on kyseenalainen, koska osakekurssit ovat alttiita epävakaudelle (volatility). Muiden taloudellisten tunnuslukujen tavoin Tobinin Q:hun sovelletaan tase-erien kirjanpitokäsittelyä (accounting treatment), mikä on ongelmallista, koska kirjanpidon lukuja (accounting figures) voidaan manipuloida. Tobinin Q heijastaa yrityksen kasvumahdollisuuksia, jotka johtuvat osittain muista tekijöistä kuin yrityksen johdon päätöksistä, kuten talouden ja toimialan olosuhteista. (Bozec ym. 2010, 688)

Joissakin tutkimuksissa (esimerkiksi Bozec ym., 2010) pyritään kehittämään uusia, luotettavampia mittaustapoja perinteisten mittareiden rinnalle. Bozec ym. (2010) käyttävät tutkimuksessaan DEA-menetelmää (data envelopment analysis) suorituskyvyn mittaamiseen mahdollisen mittausharhan (measurement bias) hallitsemiseksi. DEA on lineaarinen ohjelmointimenettely, joka laskee yrityksen teknisen tehokkuuden. Se on tehokas menetelmä tehokkuuden mittaamiseen, ja se välttää perinteisten menetelmien, kuten Tobinin Q:n, puutteet. DEA ei heijasta yrityksen tulevaisuuden kasvumahdollisuuksia samassa määrin kuin Q, ja siksi se kuvastaa tarkemmin yritysjohdon päätösten vaikutusta. DEA on suhteellinen tehokkuuden

mittari absoluuttisen sijaan. (Bozec ym., 2010). Tian ja Twite (2011) puolestaan mittaavat yrityksen suorituskykyä kokonaistuottavuudella (total factor productivity, TFP). Heidän mukaansa tuottavuus, joka voidaan määritellä tuotantopanostusten osuuden ylittävänä jäännöstuotantona, on perinteisiä mittareita parempi yrityksen todellisen taloudellisen suorituskyvyn mittari. Heidän tutkimuksessaan kuitenkin huomioidaan lisäksi yleisesti suorituskyvyn mittaamisessa käytettyjä mittareita ROA ja Tobinin Q vaihtoehtoisina riippuvina muuttujina, jotta saadut havainnot voidaan yhdistää aiempiin aihetta koskeviin tutkimuksiin.

Vaikka ROA on yksi yleisimmin käytetyistä suorituskyvyn mittareista, sen tai muiden edellä mainitsemattomien mittareiden (esimerkiksi ROE ja osaketuotto) käyttöä ei vertailun mahdollistamisen lisäksi perustella tämän otoksen tutkimuksissa, eikä niiden etuja tai haittoja siten tuoda esille. Hagelin, Brownin, Samoylovan ja Luin (2013) mukaan ROA ei ole täydellinen suorituskyvyn mittari, mutta se on tehokkain ja laajimmin saatavilla oleva taloudellinen mittari yrityksen suorituskyvyn arviointiin. Se tarkastelee suorituskykyä sekä tuloslaskelman että yritystoiminnan varojen näkökulmista. Muut usein käytetyt mittarit, kuten ROE (return on equity) tai osaketuotto, ovat alttiita rahoitusjärjestelyille erityisesti velkavivun kautta, mikä voi hämärtää käsitystä yrityksen liiketoiminnasta. Koska ROE keskittyy vain oman pääoman tuottoon, se sivuuttaa velkavivun vaikutuksen. ROE voi näyttää yrityksen suorituskyvystä hyvää kuvaa jopa tilanteessa, jossa yritys on pahasti velkaantunut, eikä se siten tarjoa kattavaa kuvaa yrityksen suorituskyvystä. ROA puolestaan kuvaa sitä, kuinka hyvin yritys on käyttänyt varojaan arvonluontiin. Se on siten tehokas suorituskyvyn mittari. (Hagel, Brown, Samoylova & Lui, 2013) On tärkeää korostaa, etteivät ROA tai muut tällä hetkellä yleisesti käytössä olevat suorituskyvyn mittarit ole täydellisiä. Uusien ja luotettavampien mittareiden kehittämistä vaaditaan.

4.4 Tutkimuksen haasteet

Tutkimusta hyvän hallintotavan ja yrityksen suorituskyvyn yhteydestä on tehty runsaasti. Vaikka hyvän hallintotavan noudattamisen on yleensä nähty korreloivan positiivisesti yrityksen suorituskyvyn kanssa, positiivista yhteyttä ei kuitenkaan ole voitu osoittaa täysin yksiselitteisesti. Steger ja Amann (2008) nostavat esiin ongelmia aiempien tutkimusten taustalla. Heidän mukaansa usein esiintyviä ongelmia ovat muun muassa seuraavat: Tutkimuksissa käytetään usein käytännöllisiä ja helposti kerättäviä mittareita aidosti kattavien

mittareiden sijaan. Käytetty aineisto on vertailukelvotonta. Tutkimuksissa keskitytään vain tulosten tilastolliseen merkitykseen niiden selitysvoinan sijaan. Ajattelu on liian lineaarista, jolloin siinä ei huomioida hallintotavan eri tekijöiden välisiä vuorovaikutussuhteita. Steger ja Amann (2008) toteavat, että mikään yksittäinen hyvän hallintotavan osatekijä ei johda erinomaiseen taloudelliseen suorituskyykyyn, mutta ne eivät myöskään ole sille haitaksi. (Steger & Amann, 2008, 25) Ei toisaalta ole varmaa, aiheuttaako hyvä suorituskyyky paremman hallintotavan vai hyvä hallintotapa paremman suorituskyyvyn (Bhagat & Bolton, 2013, 106). Hyvä hallintotapa voi vaikuttaa yrityksen suorituskyykyyn ja markkina-arvoon, mutta suorituskyyky ja markkina-arvo voivat myös saada yrityksen lisäämään tai muokkaamaan hallintakeinojaan (control devices) (Bozec, Dia & Bozec, 2010, 685). Ilmiön tutkimuksissa keskitytään usein vain selvittämään hyvän hallintotavan ja suorituskyyvyn yhteyttä, joten syy-yhteyden suunta jää epäselväksi.

Merkittävä ongelma tutkimusten taustalla on myös erilaisten mittareiden suuri määrä. Mittareiden runsauden ja toisistaan poikkeavuuden vuoksi tutkimustulosten vertailu on vaikeaa. Monessa tutkimuksessa ei perustella lähes lainkaan, miksi suorituskyykyä tai hyvää hallintotapaa mittaamaan on valittu juuri kyseiset mittarit. Myös Larcker ym. (2007) esittävät saman huomion useisiin aiempiin tutkimuksiin liittyen. Tutkimuksessa saatetaan esitellä käytettävä mittari vain ilmoitusluontoisesti tai perustella mittarin käyttöä sillä, että tietyssä aiemmassa tutkimuksessa on käytetty sitä. Harvassa tutkimuksessa tuodaan esille käytettyjen mittareiden heikkouksia, mutta myös niiden etuja suhteessa muihin mahdollisiin mittareihin on tuotu esille vain harvoin. Kun tutkija perustelee, miksi tehdyt valinnat ovat tarkoituksenmukaisia kyseisessä tilanteessa, myös lukijan on helpompi seurata tekstiä ja toteuttaa omaa arviointiaan. Mittareiden erojen lisäksi tutkimusten vertailua hankaloittavat erot käytetyissä aineistoissa ja erityisesti aineiston alkuperämaissa. Koska hyvän hallintotavan käytännöissä on kansainvälisiä eroja, myös käsite voidaan ymmärtää eri tavoin maantieteellisestä sijainnista riippuen. Hyvää hallintotapaa koskevissa ohjeistuksissa on eroja, eikä vain yhtä corporate governance -mallia ole olemassa. Erot hyvän hallintotavan malleissa johtuvat runsaista kulttuurillisista, rakenteellisista ja sääntely-ympäristöjen eroista (Steger & Amann, 2008, 14).

Steger ja Amann (2008) nostavat esiin, että tutkimuksissa käytetään usein käytännöllisiä ja helposti kerättäviä mittareita aidosti kattavien mittareiden sijaan. On mahdollista, että aihetta koskevien tutkimustulosten ristiriitaisuus johtuu luotettavien ja pätevien mittareiden luomisen vaikeudesta. Joissakin tutkimuksissa (esimerkiksi Larcker ym., 2007; Bhagat & Bolton, 2008)

pyritään kehittämään mahdollisimman luotettava ja laadukas mittaustapa hyvälle hallintotavalle, ja siten välttämään yleisesti käytettyjä mittareita niiden ongelmakohtien vuoksi. Täydellisesti toimivia mittareita on kuitenkin hankala muodostaa. Larcker ym. (2007) painottavat, etteivät heidän muodostamansa corporate governance -indeksit ole täydellisiä, ja että aihe vaatii vielä lisää tutkimusta. Tämä on erityisen tärkeää tuoda esille, jotta tutkimustuloksia pystytään arvioimaan objektiivisesti.

5. JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

5.1 Yhteenveto ja johtopäätökset

Tämän tutkielman tavoitteena oli selvittää, voidaanko hyvällä hallintotavalla yleisesti sanoa olevan yhteys yrityksen suorituskykyyn. Hyvän hallintotavan merkitys on jatkuvassa nousussa, ja sen vaikutusta suorituskykyyn on tutkittu paljon. Hyvän hallintotavan yhteydestä yrityksen suorituskykyyn ei olla yksimielisiä, mutta yleinen käsitys aiheesta vaikuttaa olevan, että hyvällä hallintotavalla on yrityksen suorituskykyä parantava vaikutus. Vaikka tässä tutkielmassa aineistona käytettyjen tutkimusten tulokset olivat jokseenkin ristiriitaisia, kaikki tutkimuksista löysivät positiivisen yhteyden hyvän hallintotavan ja suorituskyvyn välillä käyttämällä jotakin valitsemistaan mittareista. Toisaalta voidaan myös todeta, että hyvän hallintotavan ja suorituskyvyn yhteys voi olla epäsuora, sillä sen on mahdollista johtaa pitkällä aikavälillä parempiin liiketoimintapäätöksiin. Hyvän hallintotavan noudattamista voidaan pitää kannattavana erityisesti pitkällä aikavälillä. Vaikka hyvän hallintotavan ja yrityksen suorituskyvyn väliltä ei löydetä suoraa yhteyttä, sen noudattamisesta ei myöskään aiheudu haittaa. Hyvästä hallintotavasta johtuvista paremmista päätöksistä hyötyvät yrityksen monet eri sidosryhmät.

Oletettavasti suurin ongelma tämän ilmiön kartoittamisessa on tutkimuksissa käytettyjen mittareiden laaja kirjo, mikä vaikeutti tutkimusten vertailua. Etenkään hyvän hallintotavan osalta ei ole olemassa vakiintunutta käytäntöä mittaamiselle. Mittaaminen tapahtuu yleensä joko corporate governance -indeksiä tai yksittäistä hyvän hallintotavan indikaattoria käyttämällä. Tämän tutkielman aineiston perusteella yleisin mittaustapa vaikuttaa olevan corporate governance -indeksien käyttäminen. Niihin kuitenkin liittyy paljon ongelmia esimerkiksi niiden sisältämien yksittäisten indikaattoreiden yhtäläisen painottamisen vuoksi. Toisaalta myös pelkän yksittäisen indikaattorin käyttäminen monimutkaisen rakenteen kuvaamiselle on ongelmallista. Aiemmissa tutkimuksissa käytettyjen indeksien ja yksittäisten indikaattoreiden määrä on suuri, mikä luo haasteita ilmiön kokonaiskuvan luomiseen.

Suorituskyvyn mittaamiseen käytettävien mittareiden määrä on maltillisempi, mutta hajontaa löytyy silti. Mittaamista voidaan tehdä kirjanpito- tai markkinaperusteisten mittareiden avulla.

Tässä tutkielmassa tarkasteltujen aikaisempien tutkimusten perusteella yleisimmät suorituskyvyn mittarit ovat yrityksen markkina-arvoa mittaava Tobinin Q ja yrityksen operationaalisen liiketoiminnan suorituskykyä mittaava koko pääoman tuottoaste ROA. Kuten myöskään hyvän hallintotavan mittaamiselle, täydellistä mittaria yrityksen suorituskyvyllä ei olla onnistuttu kehittämään. Suorituskyvyn mittareiden ongelmat liittyvät erityisesti kirjanpidon lukujen mahdolliseen luovaan manipulointiin, oleellisten näkökulmien sivuuttamiseen ja oletukseen siitä, että markkinoilla oleva tieto on korrektia. Kummankin tekijän osalta vaaditaan lisää tutkimusta parempien mittareiden kehittämiseksi.

Hyvän hallintotavan ja suorituskyvyn mittareiden lisäksi yhteyttä arvioitaessa on perusteltua kiinnittää huomiota myös yrityksen toimintaympäristön mahdollisiin vaikutuksiin. Toimintaympäristön osalta merkittäviä huomioita ovat Giroudin ja Muellerin (2011) sekä Tianin ja Twiten (2011) huomiot toimialan kilpailullisuuden vaikutuksesta hyvän hallintotavan ja suorituskyvyn yhteyteen, Klapperin ja Loven (2002) huomio suorituskyvyn kehityksen suuremmuudesta valtioissa, joissa on heikommat oikeudelliset infrastruktuurit, sekä Rendersin ym. (2010) huomio institutionaalisen ympäristön, eli osakkeenomistajan suojaa koskevan sääntelyn, laadun vaikutuksesta hyvän hallintotavan ja yrityksen suorituskyvyn väliseen yhteyteen. Yritykset, jotka toimivat ei-kilpailullisilla toimialoilla, hyötyvät hyvästä hallintotavasta enemmän kuin kilpailullisilla toimialoilla toimivat yritykset. Hyvän hallintotavan vaikutus ei ole kilpailullisilla markkinoilla yhtä tehokas kuin ei-kilpailullisilla markkinoilla. Hyvää hallintotapaa noudatetaan paremmin vahvan oikeusturvan maissa, mutta hyvän hallintotavan menetelmillä on silti suurempi merkitys heikkojen oikeusympäristöjen maissa. Yleisesti hyvästä hallintotavasta hyötyvät kuitenkin kaikki yritykset niiden toimialasta tai oikeudellisesta ympäristöstä huolimatta.

5.2 Tutkimuksen laadun arviointi ja jatkotutkimuksen kohteet

Tutkimus voitaisiin toteuttaa uudestaan erilaisella aineistolla. Tämän tutkimuksen aineisto painottuu Pohjois-Amerikkaan, vaikka sisältääkin aineistoa myös muualta maailmasta. Voisi olla perusteltua toteuttaa tutkimus uudelleen esimerkiksi pelkästään Euroopan tai Aasian tasolla. Tutkielmassa aineistona käytettyjen tutkimusartikkeleiden julkaisuajankohta vaihtelee melko runsaasti. Paremman kuvan yrityksen suorituskyvyn ja hyvän hallintotavan nykytilanteesta saisi käyttämällä aineistona julkaisuajankohdaltaan tuoreempia tutkimuksia. Toisaalta tällöin myös aineiston valinnassa käytettyjä valinta- ja laatuksiteereitä olisi

muokattava, sillä tässä tutkimuksessa käytetyillä kriteereillä ei löydy tarpeeksi suurta otosta, jos julkaisuajankohdan mukaista rajausta nostetaan alkamaan nykyhetkeä lähempää.

Toistuvaksi ongelmaksi tässä tutkimuksessa nousivat erot käytetyissä mittareissa sekä hyvän hallintotavan että yrityksen suorituskyvyn osalta. Hyvän hallintotavan ja suorituskyvyn mittareita on tarve kehittää, minkä vuoksi niiden toimivuudesta ja laadukkuudesta olisi hyvä tehdä lisää tutkimusta. Vakiintunut mittaustapa sekä hyvälle hallintotavalle että yrityksen suorituskyvylle laadukkailla ja tehokkailla mittareilla mahdollistaisi ilmiön tarkemman kartoittamisen, sillä tällöin tutkimusten vertailu olisi nykytilannetta helpompaa.

LÄHTEET

Kirjallisuuslähteet

- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2010). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36–55. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>
- Baker, H. & Anderson, R. (2010). *Corporate governance a synthesis of theory, research, and practice*. Wiley.
- Barney, J. B. (2007). Viitattu lähteessä Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2018). Corporate Governance and Tobin's Q as a Measure of Organizational Performance. *British Journal of Management*, 29(1), 171–190. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12237>
- Bartoli, A. & Blatrix, C. (2015). Viitattu lähteessä Taouab, O. & Issor, Z. (2019, 96). Firm Performance: Definition and Measurement Models. *European Scientific Journal ESJ*, 15(1), 93–106. https://www.academia.edu/38305378/Firm_Performance_Definition_and_Measurement_Models
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance (Amsterdam, Netherlands)*, 14(3), 257–273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2013). Director Ownership, Governance, and Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 105–135. <https://doi.org/10.1017/S0022109013000045>
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2019). Corporate governance and firm performance: The sequel. *Journal of Corporate Finance (Amsterdam, Netherlands)*, 58, 142–168. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.006>
- Bozec, R., Dia, M., & Bozec, Y. (2010). Governance-Performance Relationship: A Re-examination Using Technical Efficiency Measures. *British Journal of Management*, 21(3), 684–700. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2008.00624.x>
- Cheffins, B. R. (2012). The History of Corporate Governance. In *The Oxford Handbook of Corporate Governance*. Oxford University Press. University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 54/2011. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1975404>
- Colase, B. (2003). Viitattu lähteessä Taouab, O. & Issor, Z. (2019, 96). Firm Performance: Definition and Measurement Models. *European Scientific Journal ESJ*. 15(1), 93–106. https://www.academia.edu/38305378/Firm_Performance_Definition_and_Measurement_Models
- Denis, D. K. & McConnell, J. J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1–36. <https://doi.org/10.2307/4126762>

- Fernando, A. (2011). *Corporate governance principles, policies and practices (2nd ed.)*. Dorling Kindersley India.
- Ganguli, S. K. & Agrawal, S. (2009). Viitattu lähteessä Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2018). Corporate Governance and Tobin's Q as a Measure of Organizational Performance. *British Journal of Management*, 29(1), 171–190. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12237>
- Giroud, X. & Mueller, H. M. (2011). Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices. *The Journal of Finance (New York)*, 66(2), 563–600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01642.x>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Hagel, J., Brown, J. S., Samoylova, T. & Lui, M. (2013). Success or struggle: ROA as a true measure of business performance. Report 3 of the 2013 Shift Index series. *Deloitte University Press*. https://www2.deloitte.com/content/dam/insights/us/articles/success-or-struggle-roa-as-a-true-measure-of-business-performance/DUP505_ROA_vFINAL2.pdf
- Karapetyan, D. & Di Miceli Da Silveira, A. (2018, luku "Introduction"). Governance and Performance in Emerging Markets. International Finance Corporation. https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/9eb97e0b-22b8-4ac7-a2ca-fc501e809f08/Governance_and_Performance_in_Emerging_Markets.pdf?MOD=AJPERES
- Klapper, L. F. & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance (Amsterdam, Netherlands)*, 10(5), 703–728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)
- L'Huillier, M. (2014). What does "corporate governance" actually mean? *Corporate Governance (Bradford)*, 14(3), 300–319. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2012-0073>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998) Viitattu lähteessä Baker, H. & Anderson, R. (2010). *Corporate governance a synthesis of theory, research, and practice*. Wiley.
- Larcker, D., Richardson, S. A., & Tuna, İ. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963–1008. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.4.963>
- Lebans, M. & Euske, K. (2006). Viitattu lähteessä Taouab, O. & Issor, Z. (2019, 96). Firm Performance: Definition and Measurement Models. *European Scientific Journal ESJ*, 15(1), 93–106. https://www.academia.edu/38305378/Firm_Performance_Definition_and_Measurement_Models
- Monks, R. & Minow, N. (2011). *Corporate governance (5th ed.)*. John Wiley & Sons.
- Pagano, M. & Volpin, P. (2005). Viitattu lähteessä Baker, H. & Anderson, R. (2010). *Corporate governance a synthesis of theory, research, and practice*. Wiley.
- Peterson, W., Gijsbers, G., & Wilks, M. (2003) Viitattu lähteessä Taouab, O. & Issor, Z. (2019, 95). Firm Performance: Definition and Measurement Models. *European Scientific*

Journal ESJ, 15(1), 93–106.

https://www.academia.edu/38305378/Firm_Performance_Definition_and_Measurement_Models

Renders, A., Gaeremynck, A., & Sercu, P. (2010). Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 87–106. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00791.x>

Salminen, A. (2011). Mikä kirjallisuuskatsaus?: Johdatus kirjallisuuskatsauksen tyyppeihin ja hallintotieteellisiin sovelluksiin. *Vaasan yliopiston julkaisuja* 62.

Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2018). Corporate Governance and Tobin's Q as a Measure of Organizational Performance. *British Journal of Management*, 29(1), 171–190. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12237>

Steger, U. & Amann, W. (2008). *Corporate governance: How to add value*. John Wiley & Sons Ltd.

Taouab, & Issor, Z. (2019). Firm Performance: Definition and Measurement Models. *European Scientific Journal ESJ*, 15(1), 93–106. <https://doi.org/10.19044/esj.2019.v15n1p93>

The World Bank. (n.d.) Corporate Governance. Viitattu lähteessä Monks, R. & Minow, N. (2011). *Corporate governance (5th ed.)*. John Wiley & Sons.

Tian, G. & Twite, G. (2011). Corporate governance, external market discipline and firm productivity. *Journal of Corporate Finance (Amsterdam, Netherlands)*, 17(3), 403–417. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.12.004>

Wolfensohn, J. (1998). Viitattu lähteessä Monks & Minow. (2011) *Corporate governance (5th ed.)*. John Wiley & Sons.

Muut lähteet

Academic Journal Guide (AJG). (2021). Chartered Association of Business Schools (CABS).

Arvopaperimarkkinayhdistys. (n.d.). Lainsäädäntö ja viranomaisohjeistus. Viitattu 2.4.2022. <https://cgfinland.fi/yleista-itsesaantelysta/lainsaadanto-ja-viranomaisohjeistus/>

Arvopaperimarkkinayhdistys. (n.d.). Hallinnointikoodit. Viitattu 2.4.2022. <https://cgfinland.fi/hallinnointikoodit/>

Organization for Economic Cooperation & Development (OECD). (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance, *OECD Publishing, Paris*. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>

Organization for Economic Cooperation & Development (OECD). (n.d.). *How we work*. Viitattu 2.4.2022. <https://www.oecd.org/about/how-we-work/>