



Aalto-yliopisto
Kauppakorkeakoulu

Riskienhallinta eurooppalaisissa corporate governance -suosituksissa: Suositusten kehitys ja maaspesifien muuttujien vaikutus

Laskentatoimi

Maisterin tutkinnon tutkielma

Anne Romppanen

2013

Tekijä Anne Romppanen

Työn nimi Riskienhallinta eurooppalaisissa corporate governance –suosituksissa. Suositusten kehitys ja maaspesifien muuttujien vaikutus

Tutkinto Kauppätieteiden maisterin tutkinto

Koulutusohjelma Laskentatoimi

Työn ohjaaja(t) Seppo Ikäheimo

Hyväksymisvuosi 2013**Sivumäärä** 73**Kieli** Suomi

Tiivistelmä

Tutkielman tavoitteena oli analysoida riskienhallinnan ohjeistuksia eurooppalaisten valtioiden corporate governance –suosituksissa. Tutkielman ensimmäisessä osassa analysoitiin sisältöanalyysin keinoin suosituksia ja niiden muutoksia vuosien 2003 ja 2011 välillä. Toisessa osassa tavoitteena oli selittää tilastollisin menetelmin miten maaspesifit tekijät vaikuttavat suositusten sisältöön. Empiirinen aineisto muodostui 26 valtiosta.

Tutkimuksessa havaittiin, että riskienhallinnan corporate governance -suositukset ovat kehittyneet viime vuosien aikana. Eniten parantuivat periaatteita ja raportointia koskevat suositukset, mikä on rohkaisevaa, sillä niiden sääntely on ollut tähän mennessä tasoltaan heikointa. Käytännön riskienhallintatyön suositukset ovat kuitenkin edelleen laajimpia, vaikka niiden kehitys näyttääkin hidastuneen. On kuitenkin huomattava, että riskienhallintaa koskevaa corporate governance säätelyn taso jää Euroopassa vielä suhteellisen alhaiseksi. Yksittäisistä indeksin alueista parhaiten täytettiin hallituksen, tilintarkastajien ja tarkastusvaliokunnan tehtävien suositukset. Indeksissä oli myös kohtia, jotka jäivät yhtenä tai useampana vuonna kokonaan ilman mainintaa, kuten vaatimukset riskienhallinnan ulottamisesta läpi koko organisaation ja riskien luokittelusta aikajänteen perusteella.

Tutkielmassa ei löydetty tukea maaspesifien muuttujien, eli kulttuurin, oikeusjärjestelmien tai rahoitusmarkkinoiden yhteydestä suositusten sisältöön, mikä on yllättävää. Suosituksissa esiintyi kuitenkin suurta vaihtelua maiden kesken, mikä indikoi, ettei Euroopassa ole muotoutumassa myöskään yhtä yhtenäistä corporate governance – säännöstöä.

Avainsanat riskienhallinta, riskiraportointi, corporate governance

SISÄLTÖ

1	JOHDANTO	5
1.1	TUTKIELMAN TAUSTAA JA MOTIVAATIO	5
1.2	TUTKIELMAN TAVOITTEET	8
1.3	TUTKIELMAN RAKENNE.....	9
2	CORPORATE GOVERNANCE -SUOSITUKSET	9
2.1	SUOSITUKSET YLEISESTI	9
2.2	CORPORATE GOVERNANCE EUROOPAN UNIONISSA	12
3	YRITYKSEN SIOITTAJAVIESTINTÄ JA RISKIENHALLINTA	16
3.1	SIOITTAJAVIESTINNÄN MERKITYS.....	16
3.2	RISKIENHALLINTA JA -RAPORTOINTI.....	18
4	KULTTUURILOTTUVUUDET, OIKEUSJÄRJESTELMÄT JA RAHOITUSMARKKINAT	19
4.1	KULTTUURILOTTUVUUDET	19
4.2	OIKEUSJÄRJESTELMÄT	25
4.3	RAHOITUSMARKKINAT	27
5	HYPOTEESIT	29
6	TUTKIMUSMETODI JA –AINEISTO	32
7	ANALYYSI	34
7.1	KUVAILEVA ANALYYSI.....	34
7.2	RISKI-INDEKSIN KEHITYS	36
7.3	TILASTOLLINEN ANALYYSI	39
7.3.1	Muuttujien kuvailevat tunnusluvut.....	39
7.3.2	Korrelaatiokertoimet	39
7.3.3	Regressioanalyysi ja keskiarvotestit.....	40
8	JOHTOPÄÄTÖKSET	47
	LÄHDELUETTELO	56
	LIITE 1 RISKI-INDEKSIN KYSYMYKSET	60
	LIITE 2 RISKI-INDEKSIEN PISTEYTYYS VUOSITTAIN	66
	LIITE 3 KORRELAATIOMATRIISIT	71

TAULUKOT

Taulukko 1. Valtaetäisyysindeksit (PDI). Lähde: Hofstede (1993).	21
Taulukko 2. Individuaalisuusindeksit (IDV).....	22
Taulukko 3. Maskuliinisuusindeksit (MAS)..	23
Taulukko 4. Epävarmuuden välttämisindeksit (UAI)..	25
Taulukko 5. Otoksen valtioiden oikeusjärjestelmät.	27
Taulukko 6. Otoksen valtioiden rahoitusmarkkinoiden tunnusluvut.	28
Taulukko 7. Otoksen corporate governance -suositusten julkaisuvuodet.	32
Taulukko 8. Riski-indeksin kuvailevat tunnusluvut jaoteltuna vuosittain.	35
Taulukko 9. Riski-indeksin osa-alueiden kuvailevat tunnusluvut vuosittain.	36
Taulukko 10. Riski-indeksin normaalius vuosittain.....	37
Taulukko 11. Suositusten sisällön muutos (t-testi).	37
Taulukko 12. Suositusten osa-alueiden sisällön muutos (t-testi).	38
Taulukko 13. Muuttujien kuvailevat tunnusluvut.	39
Taulukko 14. Regressioanalyysi vuosittain.....	41
Taulukko 15. Oikeusjärjestelmän ja suositusten suhde (t-testi).	42
Taulukko 16. Oikeusjärjestelmän ja suositusten suhde (Anova-testi).....	43
Taulukko 17. Vuoden 2003 riski-indeksin osa-alueiden regressiot.	44
Taulukko 18. Vuoden 2007 riski-indeksin osa-alueiden regressiot.	45
Taulukko 19. Vuoden 2011 riski-indeksin osa-alueiden regressiot.	45
Taulukko 20. Oikeusjärjestelmien ja riski-indeksin osa-alueiden suhde (t-testi).....	47

1 Johdanto

1.1 Tutkielman taustaa ja motivaatio

Corporate governancella tarkoitetaan yleensä yhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää, jonka tarkoitus on määrittellä erityisesti yritysjohdon, eli hallituksen ja palkattujen johtajien roolit, velvollisuudet ja heidän suhteensa osakkeenomistajiin. Yksinkertaistettuna corporate governancella tarkoitetaan järjestelmää, jonka avulla yritystoimintaa johdetaan ja kontrolloidaan. (Suomen Arvopaperimarkkinayhdistys, 2010b.) Corporate governance suosituksilla pyritään täydentämään lakisääteisiä menettelytapoja ja ne toimivat arviointikriteereinä yrityksen menettelytavoille ja johtamisprosesseille, mukaan lukien yrityksen riskinhallintajärjestelmät ja –raportointi (OECD, 2004; Suomen Arvopaperimarkkinayhdistys, 2010b).

Tässä tutkimuksessa on tarkoitus keskittyä yhteen corporate governancen alueista ja analysoida riskienhallinnan ja riskiraportoinnin ohjeistuksia eurooppalaisissa corporate governance –suosituksissa erityisesti kulttuurin, oikeusjärjestelmien ja rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta. Riskienhallinnalla ja –raportoinnilla on merkittävä rooli yrityksen toiminnassa erityisesti osakkeenomistajan ja toimivan johdon agenttisuhteen takia. Osakkeenomistajan päätösvalta ja varat on luovutettu johdon hoitoon, vaikka osakkeenomistaja ja johto suhtautuvat riskiin eri tavoin. Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää mitä maiden corporate governance –ohjeistuksissa vaaditaan yrityksen riskienhallinnalta ja –raportoinnilta ja miten se, mitä suosituksiin on sisällytetty, korreloi maakohtaisten muuttujien kanssa.

Aiheesta on vähän akateemista tutkimusta. Gregory (2002) on tutkinut EU-maiden corporate governance –suosituksia, mutta tutkimus käsitteli suosituksia kokonaisuudessaan ja vain unioniin tuolloin kuuluneita maita. Lisäksi tutkimus oli kvalitatiivinen. Tutkimusta rahoitusmarkkinoiden eri instituutioiden kehityksestä ja tässä tutkimuksessa käytettävien kolmen muuttujan yhteydestä on puolestaan runsaasti, mutta näissä tutkimuksissa rahoitusmarkkinoiden kehityksen muuttujana ei ole käytetty corporate governance –suosituksia. Esimerkiksi La Porta et al. (1998) tutki sijoittajaa suojaavan lainsäädännön ja oikeusjärjestelmän yhteyttä ja Beck (2002) talouskasvun yhteyttä osakemarkkinoiden ja pankkisektorin kehitykseen. Tutkimusten aineisto käsitti myös maita Euroopan ulkopuolelta. Tässä tutkimuksessa pyritään täyttämään näiden

aikaisempien tutkimusten jättämä akateeminen tutkimusaukko analysoimalla eurooppalaisten valtioiden corporate governance –suosituksia riskienhallinnan näkökulmasta.

Viimeaikainen lisääntynyt mielenkiinto corporate governancea kohtaan on usean tekijän summa. Kiinnostusta riskinhallintajärjestelmiä kohtaan ovat lisänneet Yhdysvalloissa paljastuneet tilinpäätöskandaalit, jotka johtivat osaltaan laajamittaiseen riskinhallintastandardien kehitykseen. Muun muassa Enronin, HealthSouthin, Tycon, and Worldcomin yritysskandaalit alensivat sijoittajien luottamusta yritysraportointiin siinä määrin, että yhdysvaltalaisien pörssiyritysten ohjaustapojen ja kirjanpitoikäytäntöjen raportointia tarkennettiin merkittävästi ja luotiin ns. Sarbanes-Oxley Act –laki. Uudistusten tavoite oli lisätä pörssiyritysten sääntelyn tarvetta sidosryhmien luottamuksen palauttamiseksi. Lobonin (2006) mukaan yhdysvaltalaisyrietykset ovat myös muuttaneet raportointiaan huomattavasti konservatiivisempaan suuntaan Sarbanes-Oxley Act –lain voimaantulon jälkeen. Myös talouden epävakaus, erityisesti v. 2008 maailmanlaajuinen talouskriisi ja v. 2011 kärjistynyt Euroopan luottokriisi, ovat lisänneet mielenkiintoa riskiraportointia kohtaan, sillä epävarmassa markkinatilanteessa taloudellisen tiedottamisen tärkeys korostuu.

Pääomavirrat ovat lisäksi kansainvälistyneet, minkä johdosta amerikkalainen omistajalähtöinen yrityskulttuuri on lyönyt itsensä vahvasti läpi koko yrityskentän. Omistus on myös institutionalisoitunut, mikä on kasvattanut edelleen osakkeenomistajien roolia yrityksen sidosryhmänä (Hirvonen, Niskakangas & Steiner 2003, 25). Euroopassa corporate governancen merkitys on kasvanut Euroopan unionin syntymisen ja erityisesti yhteisvaluutta euron käyttöönoton jälkeen, kun sijoittaminen kotimaan rajojen ulkopuolelle on helpottunut ja valuuttakurssiriski pienentynyt (Gregory, 2002). Samalla kun rahoitusmarkkinat ovat avautuneet ja omistus on kansainvälistynyt, sijoittajien tulee kuitenkin edelleen voida luottaa yritysten tuottamaan tilinpäätösinformaatioon ja lainsäätäjillä, viranomaisilla ja muilla rahoitusmarkkinoiden toimijoilla on tätä kautta intensiivi luoda yrityksille kannustimia lain noudattamiseen ja sitä kautta luottamuksen säilyttämisen yritys sektorilla. Tässä tutkimuksessa on tarkoitus analysoida, miten corporate governance –suositusten tekijät ovat reagoineet näihin talouselämässä viime vuosina tapahtuneisiin muutoksiin.

Tutkimuksen keskittymistä nimenomaan eurooppalaisiin valtioihin voidaan perustella myös muilla argumenteilla kuin Euroopan unionin syntymisellä taloudellisena ja poliittisena liittona. Alankomaalaisen kulttuurintutkija Geert Hofsteden (1993, 211) mukaan Euroopan unionia voidaan pitää nykyajan suurimpana kulttuurien välisenä laboratoriokokeena. Hofstede on kehittänyt neljän kulttuuriulottuvuuden mallin, jonka pohjalta hän sanoi 1990-luvun alun EU-maiden eronneen toisistaan pääasiassa yhteiskunnassa vallitsevan valtaetäisyyden ja epävarmuuden välttämisen suhteen. Erot olivat huomattavat ja heijastivat ongelmien syntymistä tulevaisuudessa. Nyt kun Euroopan yhdentyminen on kiihtynyt, maita liittynyt Euroopan unioniin yhä enemmän ja jäsenmaiden välisten yritysten kauppa ja muu yhteistoiminta, kuten yritysjärjestelyt, ovat lisääntyneet, on mielenkiintoista tutkia miten kulttuurierot maiden välillä näkyvät tämän päivän corporate governance –suosituksissa.

Eurooppalaisten maiden ottamista tutkimuksen kohteeksi puoltaa myös Euroopan unionin tavoite yhtenäistää unioniin kuuluvien maiden lainsäädäntöä ja käytäntöjä liike-elämän alalla. Huhtikuussa 2011 Euroopan komissio julkisti vihreän kirjan listayhtiöiden corporate governancesta ja käynnisti konsultaatiokierroksen. Komissio on tyytymätön corporate governancen nykytasoon ja haluaa enemmän huomiota kiinnitettävän mm. comply or explain –periaatteeseen, hallitusten kokoonpanoon ja toimintaan sekä riskienhallintaan. Komissionkaan mielestä ei kuitenkaan ole tarkoituksenmukaista luoda EU:n alueelle yhtä yhtenäistä corporate governance –suositusta, vaan on varmistettava joko direktiiveillä tai suosituksilla, että hyvän hallinnoinnin periaatteet toteutuvat koko unionissa. (European Commission, 2011.)

Onkin mielenkiintoista analysoida, ovatko kansalliset suositukset, markkinat ja muu epäsuora sääntely jo nyt onnistunut luomaan yhtenäisen säännösten vai sanelevatko yhteiskuntien ominaispiirteet kenties edelleen suositusten sisällön? Pitääkö Hofsteden teoria neljästä kulttuuriulottuvuudesta edelleen paikkaansa, vai onko Euroopan integraatio vähentänyt kulttuurien välisiä eroja? Ovatko oikeusjärjestelmien väliset erot sijoittajan suojassa Euroopassa yhtä suuria kuin aiemmassa tutkimuksessa ja korreloiko rahoitusmarkkinoiden koko ja aktiivisuus sijoittajan suojan kanssa?

1.2 Tutkielman tavoitteet

Tutkimuksessa analysoidaan riskiraportoinnin kehitystä eurooppalaisten maiden corporate governance -suosituksissa ja suositusten suhdetta kulttuurin, oikeusjärjestelmien ja rahoitusmarkkinoiden kehitysasteen maaspesifeihin muuttujiin.

Tutkielman empiirinen osa muodostuu kaksiosaiseksi siten, että ensimmäisessä osassa analysoidaan sisältöanalyysin keinoin tutkimuskohteena olevien eurooppalaismaiden riskihallintajärjestelmistä ja riskiraportoinnista antamia corporate governance –suosituksia. Analyysi toteutetaan muodostamalla indeksi, joka mittaa mitä maat vaativat noudatettavaksi yrityksen riskienhallinnassa.

Tutkielman toisessa osassa tavoitteena on selittää tilastollisin menetelmin mitkä maaspesifit tekijät vaikuttavat suositusten sisältöön. Selitettävänä muuttujana toimii ensimmäisessä osassa luotu riskienhallintaindeksi. Selittävinä tekijöinä ovat kulttuuri, oikeusjärjestelmä ja rahoitusmarkkinoiden kehitysaste.

Tutkimuksen tavoite voidaan esittää kahden kysymyksen muodossa seuraavasti:

1. *Miten suositusten sisältö on muuttunut vuosien 2003, 2007 ja 2011 välillä?*
2. *Selittävätkö maakohtaiset tekijät suositusten sisältöä?*

Ensimmäisen tutkimuskysymyksen tarkoitus on selvittää, miten yleisesti lisääntynyt suora ja epäsuora sääntely rahoitusmarkkinoilla on vaikuttanut corporate governance –suositusten sisältöön vuosien 2003, 2007 ja 2011 välillä

Toisen kysymyksen kohdalla selittävät muuttujat perustuvat mm. Gregoryn (2002) tekemään jaotteluun valtioiden corporate governanceen vaikuttavista tekijöistä. Hänen mukaansa eurooppalaisvaltioiden kulttuurit, rahoitusperinteet ja oikeusjärjestelmät eroavat toisistaan, mikä johtaa myös suosituksen eroavaisuuksiin.

Selittävästä muuttujista kulttuuria kuvataan Hofsteden neljällä kulttuuriulottuvuudella, jotka ovat valtaetäisyys, epävarmuuden sietokyky, yksilöllisyys ja maskuliinisuus. Toisena muuttujana ovat oikeusjärjestelmät. Ne luokitellaan La Portan et al. (1998) mukaan säädös- ja tapaoikeuteen, joista säädösoikeus on jaettu vielä kolmeen alaluokkaan; ranskalaiseen, saksalaiseen ja skandinaaviseen. Säädösoikeudessa tuomiot

annetaan lainsäädäntövaltaa käyttävän elimen hyväksymän kirjoitetun lainsäädännön pohjalta, kun tapaoikeudessa huomioon otetaan myös ennakkotapaukset.

Kolmas muuttuja on rahoitusmarkkinoiden kehitys. Niiden astetta kuvataan rahoitusmarkkinoiden koolla ja aktiivisuudella. Kokoa kuvaa rahoitusmarkkinoiden koko suhteessa bruttokansantuotteeseen ja aktiivisuutta markkinoiden vaihto suhteessa bruttokansantuotteeseen.

Tutkimuksen empiirisen aineiston muodostavat 23 Euroopan unioniin kuuluvaa valtiota ja otoskoon kartuttamiseksi mukaan otettiin myös kolmen unioniin kuulumattomaan valtion corporate governance –suositukset.

1.3 Tutkielman rakenne

Tutkimus jakautuu rakenteeltaan alun teoriaa käsittelevään osuuteen ja lopun empiiriseen osaan. Ensimmäisessä luvussa on tutkimuksen johdanto. Toisessa luvussa esitellään tarkemmin corporate governance -suosituksia sekä kolmannessa yrityksen sijoittajatiedottamisen lähtökohtia, riskejä ja riskiraportointia. Luvussa neljä tarkastellaan Hofsteden kulttuuriulottuvuuksia ja muita selittäviä tekijöitä ja luvussa viisi esitellään tutkimuksen hypoteesit. Tutkielman empiriaosuus alkaa luvussa kuusi, jossa tarkastellaan tutkimusaineistoa ja -menetelmää. Seitsemännessä luvussa tarkastellaan tutkimustuloksia ja kahdeksannessa luvussa tehdään tutkimuksen yhteenveto ja esitellään johtopäätökset sekä tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimusmahdollisuudet.

2 Corporate governance -suositukset

Yksinkertaistettuna corporate governancella tarkoitetaan järjestelmää, jonka avulla yritystoimintaa johdetaan ja kontrolloidaan. Tutkielman tarkoituksena on analysoida, miten näitä järjestelmiä säädellään Euroopassa. Tässä luvussa esitellään ensin corporate governance –järjestelmän syntyä ja sitten sen suositusten perussisältöä. Tämän jälkeen tarkastellaan erikseen suositusten kehitystä ja nykytilaa Euroopan unionissa.

2.1 Suositukset yleisesti

Teoreettisessa keskustelussa corporate governance nousi esille jo 1930-luvulla, mutta käytännön yrityselämässä aiheesta ruvettiin puhumaan vasta 1980-luvulla mm. suurten amerikkalaisyritysten omistusrakenteen muutoksen, yritysskandaalien ja vihamielisten yritysvaikausten takia (Hirvonen et al. 2003, 21). Corporate governance on määritelty

moni erin tavoin, eikä yhtä vakiintunutta määritelmää ole syntynyt. Suomen kielessä käsite on käännetty useammalle eri sanaparille, esimerkiksi yrityksen hallinto, yrityksen hallinnointi, yrityksen hallinta ja yrityksen hallintokulttuuri. (Hirvonen et al. 2003, 23.) Yleisesti corporate governancella tarkoitetaan järjestelmiä, joilla yritystä johdetaan ja kontrolloidaan (OECD, 2004). Institutionaaliset sijoittajat, arvopaperipörssit, markkinoiden sääntelyelimet, kansainväliset järjestöt ja lainsäätäjät antavat omia kokoelmiaan näiden järjestelmien toivotusta kehityksestä.

Ensimmäisenä kattavana sääntelynä voidaan pitää Cadbury-komitean Iso-Britanniassa antamia corporate governancen suosituksia vuodelta 1992 (Cadbury Report, 1992). Ohjeistus kehitettiin 1980- ja 1990-lukujen yritysskandaalien, kuten esimerkiksi Robert Maxwell eläkerahaston ja The Bank of Credit and Commerce Internationalin konkurssin tuloksena. Komitean tarkoituksena oli kerätä yhteen käytännönläheisiä keinoja, joilla yritykset voivat nostaa taloudellisen raportoinnin ja valvontamekanismien tasoa ilman lainsäädännöllisiä muutoksia. Komitean raportti keskittyi erityisesti hallitusten jäsenten rooliin, tilintarkastukseen ja riskiraportointiin. Suositukset esittelevät corporate governancen kapea-alaisesti osakkeenomistajan valvontatyökaluna, joka varmistaa johdon toimivan sen intressien mukaan.

Toinen merkittävä virstanpylväs suositusten alalla on niinkään Iso-Britanniassa vuonna 1998 julkaistu Combined Code, jota päivitetään nykyään säännöllisesti. Koodissa korostetaan sisäisen riskienhallinnan tärkeyttä ja sen mukaan yrityksellä tulee olla luotettava sisäinen valvonta ja sen tulee vähintään kerran vuodessa arvioida valvonnan tehokkuutta ja raportoida tieto sijoittajille. Koodia on seurattava kaikkien Lontoon pörssissä listattujen yritysten. (Financial Reporting Council, 2008.)

Vuonna 1999 OECD (eng. Organisation for Economic Cooperation and Development) puolestaan julkaisi corporate governance-periaatteet (eng. The Principles of Corporate Governance). Suositukset tehtiin tietoisuuden lisääntyessä hyvästä hallintatavasta, sen merkityksen kasvaessa sijoittajien luottamuksen säilyttäjänä ja kansallisen taloudellisen tilanteen epästabilisoiduttua (OECD, 2004). OECD määrittelee corporate governancen laajemmin menettelytavoiksi ja prosesseiksi joiden mukaan yritystä johdetaan ja kontrolloidaan. Periaatteet kuvaavat yrityksen johdon, hallituksen, osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien oikeuksia ja vastuuta ja niistä tuli laajalti hyväksytyt kansainväliset arviointikriteerit poliitikoille, sijoittajille yrityksille ja muille sidosryhmille yli

valtiorajojen. Periaatteet koostuvat kuudesta osa-alueesta, joita ovat tehokkaan corporate governance viitekehyksen takaaminen, osakkeenomistajan oikeudet ja tärkeimmät tehtävät, osakkeenomistajien tasapuolinen kohtelu, muiden panoksenhaltijoiden rooli corporate governanceessa, tilinpäätös ja läpinäkyvyys sekä hallituksen vastuu.

Periaatteet on tarkoitettu OECD-maiden listayrityksille, mutta niitä voivat noudattaa myös OECD:en kuulumattomat ja listaamattomat yritykset. Periaatteet eivät ole tarkoitettu sellaisenaan käyttöön, vaan niillä rohkaistaan maita luomaan sellainen lainsäädäntö ja muu säännöstely, että lain henki toteutuu. Vuonna 2004 periaatteista julkaistiin päivitetty versio.

Useimpien maiden hallinnointikoodit on nykyisin laadittu noudatettavaksi ns. *Comply or Explain* –periaatteen (noudata tai selitä -periaate) mukaisesti siten, että yhtiön tulee noudattaa koodin kaikkia suosituksia. Yhtiö voi kuitenkin poiketa yksittäisestä suosituksesta, jolloin sen on ilmoitettava poikkeaminen ja perustelut poikkeamiselle. *Comply or Explain* -periaate antaa yhtiöille joustovaraa koodin soveltamisessa. Yhtiö voi poiketa koodin yksittäisestä suosituksesta esimerkiksi omistaja- tai yhtiörakenteesta taikka yhtiön toimialan erityispiirteistä johtuen. Useat hallinnointikoodin suositukset perustuvat kuitenkin lainsäädäntöön tai muuhun sääntelyyn, eikä suosituksista voi poiketa siltä osin, kuin ne kuvaavat pakottavaan sääntelyyn sisältyvää velvoitetta. (Suomen arvopaperimarkkinayhdistys, 2010a.)

Suosituksen tarkoitus on yhtenäistää listayhtiöiden toimintatapoja sekä osakkeenomistajille ja muille sijoittajille annettavaa tietoa samoin kuin lisää avoimuutta hallintoelimistä, johdon palkkioista ja palkitsemisjärjestelmistä. Suositus antaa myös kokonaiskuvan listayhtiöiden hallinnointijärjestelmän keskeisistä periaatteista. (Suomen arvopaperimarkkinayhdistys, 2010a.)

Käytännön yrityselämässä corporate governance voidaan jakaa sisäiseen ja ulkoiseen johdon valvontajärjestelmään. Sisäinen corporate governance tarkoittaa ”yrityksen toimintaa yhtiökokousten välillä ja omistajien vaikutusta yrityksen johtamistapaan niin, että omistajien tavoitteet toteutuvat yrityksen strategiassa ja operatiivisen toiminnan ohjaamisessa” ja siitä voidaan käyttää termiä omistajalähtöinen johtaminen (Hirvonen et al., 2003, 28.) Se voidaan myös jakaa edelleen vertikaaliseen ja horisontaaliseen corporate governanceen (Roe, 2004). Vertikaalinen corporate governance tarkoittaa johdon ja osakkeenomistajien välistä suhdetta ja pyrkii yhtenäistämään osapuolten

ristiriitaisia intressejä. Horisontaalinen corporate governance taas tarkoittaa pienempien osakkeenomistajien aseman turvaamista suhteessa yhteen tai useampaan dominoivaan osakkeenomistajaan. Ulkoinen corporate governance liittyy lainsäädäntöön ja muuhun sääntelyyn. Ulkoista corporate governancea voidaan myös kutsua omistajaohjaukseksi (Hirvonen et al, 2003). Roen (2004) mukaan erilaiset instituutiot, kuten pääoma- ja työntekijämarkkinat, hallitus ja osakkeenomistajien informointi, varmistavat, että corporate governance eli hallituksen, toimivan johdon ja osakkeenomistajien välinen suhde, toimii vallan ja vastuun kannalta kuten pitää.

Tutkimuksen mukaan yritysten on myös mielekästä panostaa resursseja corporate governanceen. Gompers et al. (2003) havaitsivat vahvan corporate governance - kulttuurin omaavien yritysten arvon, voiton ja myynnin kasvun olevan korkeampia ja pääomakustannusten matalampia, kuin ohjeistuksia väljemmin toteuttavilla yrityksillä. Bebchuk et al. (2004) puolestaan osoittivat, että eräät osakkeenomistajan asemaa mahdollisesti heikentävät toimenpiteet, kuten johdon kultainen kädenpuristus ja määräänemmistö vaatimukset fuusiolle, korreloivat yrityksen alhaisen arvon ja suurten negatiivisten abnormaalien tuottojen kanssa.

2.2 Corporate governance Euroopan unionissa

Kiinnostus corporate governancea ja yrityslainsäädäntöä kohtaan alkoi Euroopassa kasvaa 1990-luvulla (Gregory 2002). Kiinnostusta on lisännyt erityisesti kasvanut kilpailu pääomista, esteiden vähentyminen rajat ylittäviltä sijoituksilta ja osakemarkkinoiden kasvu. Ennen kaikkea lisääntynyt huomio johtuu kuitenkin sen ajatusmallin yleistymisestä, että yrityksen kyky houkutella sijoittajia riippuu sen hallinnon laadusta. Viime vuosina Euroopan unionin maissa suositukset ovatkin keskittyneet ennen kaikkea hallituksen valvontaan ja taloudellisen raportoinnin velvollisuuksiin. (esim. Iso-Britanniassa julkaistut Cadbury Report ja Turnbull Report). Niissä huomiota kiinnitetään erityisesti hallitusta valvovien elimien ja tarkastusvaliokunnan rooliin sekä taloudellisten raporttien tinkimättömyyteen ja tilintarkastuksen ja tilintarkastusstandardien laatuun.

Corporate governance on Euroopan Unionissa pohjautunut perinteisesti elinkeinoelämän kansalliseen itsesääntelyyn. Viime aikoina EU:n komissio on kuitenkin kiinnostunut yhä enemmän yritysten hallinnon sääntelystä. Huhtikuussa 2011 se julkisti vihreän kirjan listayhtiöiden corporate governancesta ja käynnisti konsultaatiokierroksen. Komissio

haluaa parantaa hallinnointijärjestelmien tehokkuutta ja lisäksi se haluaa enemmän huomiota kiinnitettävän mm. comply or explain –periaatteeseen, hallitusten kokoonpanoon ja toimintaan sekä riskienhallintaan. Riskienhallinnan kohdalla vihreä kirja painotti ennen kaikkea hallituksen asemaa riskienhallinnan vastuunalaisena elimenä ja jokaisen organisaation toimijan tietoisuutta ja sitoutuneisuutta riskienhallintaan. Komissionkaan mielestä ei kuitenkaan ole tarkoituksenmukaista luoda EU:n alueelle yhtä yhtenäistä corporate governance –suositusta, vaan on varmistettava joko direktiiveillä tai suosituksilla, että hyvän hallinnoinnin periaatteet toteutuvat koko unionissa. (European Commission, 2011.) Komissiolta on odotettavissa uusia sääntelyaloitteita vuoden 2013 aikana. Nykyjärjestelmän peruseriaatteita ei olla muuttamassa, mutta komissio on hakemassa uudenlaista tasapainoa itsesääntelyn ja lainsäädännön välille

Kansallisen lainsäädännön lisäksi keskeisiä direktiivejä corporate governancen taustalla ovat unionissa tähän mennessä olleet osakkeenomistajien oikeuksia koskeva direktiivi ja neljäs yhtiöoikeudellinen direktiivi. Tämän ohella on huomioitava komission suositukset johdon palkkioista ja riippumattomista johdon jäsenistä.

Koska Euroopassa ei ole vain yhtä corporate governance -mallia, on jokaisella maalla oman yrityskulttuurinsa muovaamat corporate governance -suositukset. Usein jo näissä suosituksissa todetaan, ettei yhden hallintomallin siirtäminen toiseen kulttuuriin ole myöskään toteutettavissa helposti (esim. Italia). Erot voivat johtua mm. siitä, että corporate governance –suositukset yhdessä maassa voivat olla toisessa lainsäädännön piiriin kuuluvaa sääntelyä. Monissa maissa on myös aloitettu yrityslainsäädännön uusiminen, mikä on voinut viivyttää suosituksen uusimista. George (2002) myös huomauttaa, että suositukset esittelevät yleensä parhaat käytännöt, mikä ei kuitenkaan tarkoita että nämä ideaalit olisi helppo muuttaa käytännön toiminnaksi missään maassa. Jos suositukset ja käytäntö eroavat toisistaan rajusti, voivat ne kohdata suurta vastarintaa, varsinkin jos muutosprosessin kommunikaatio tai perehdyttäminen ontuu. Tämä voi merkitä suurta haastetta myös unionin yhteiselle corporate governance –sääntelylle.

Suosituksien vertailu voi siis olla vaikeaa. On kuitenkin merkille pantavaa, etteivät suositukset Gregoryn (2002) mukaan aina eroa toisistaan kokonaisuudessaan merkittävästi. Yrityslainsäädäntö sen sijaan eroaa huomattavastikin, vaikka sitäkin on standardisoitu Euroopan unionissa viime aikoina. Nyt jäljellä olevat lainsäädännölliset erot EU-valtioiden välillä ovat myös kaikkein tiukimmin kansallisiin asenteisiin sidottuja

ja siten kaikkein vaikeimmin muutettavissa. Gregoryn omassa tutkimuksessa corporate governance –suositukset erosivat EU:ssa kaikkein eniten työntekijöiden aseman suhteen. Esimerkiksi Itävallassa, Tanskassa ja Ruotsissa tietynkokoisten yritysten työntekijöillä oli mahdollisuus nimittää edustajansa hallitusta valvovaan hallintoelimeen. Yleisesti suositukset kuitenkin osoittivat maiden olevan yhtä mieltä hyvän hallinnon tärkeydestä modernissa eurooppalaisessa yrityksessä ja siitä miten se saavutetaan.

Aikaisempi tutkimus on käsitellyt Euroopan unionin maiden kulttuurieroja taloudessa ja corporate governancessa usein kilpailu-yhteistyö –akselilla. Tällöin esim. Saksa nostetaan yleensä esiin maana, jossa konsensus ja yhteistyö työntekijöiden kanssa on tärkeää, kun taas Iso-Britannia nähdään kilpailuyhteiskuntana, jossa markkinavoimat määräävät. Myös yritysten käyttämän oman pääomanehtoisen rahoituksen määrä on erottava tekijä maiden välillä. Esimerkiksi Alankomaissa pankkirahoitus on ollut osakerahoitusta suositumpaa ja osakeomistus melko keskittynyttä. Tällainen valtioiden asettaminen vastakkain voi kuitenkin johtaa polarisoituneeseen kuvaan koko corporate governance järjestelmästä. Gregoryn (2002) tutkimuksessa EU-maiden suosituksia tarkasteltiin kokonaisuutena luokittelematta maita mihinkään kategorioihin. Suosituksissa oli nähtävissä yleisimpänä tavoitteena hallituksen ja/tai hallitusta valvovan elimen työn laadun parantaminen ja seuraavaksi yrityksen parempi tilivelvollisuus sijoittajille ja yrityksen parempi suorituskyky. Corporate governancen tehtävänä nähtiin olevan säilyttää luottamus yritykseen sen käyttäessä taloudellista valtaa. Toiset maista korostavat tosin tällöin laajasti sidosryhmiä ja toiset pelkäävät osakkeenomistajia. Enemmistö suosituksista kuitenkin näytti uskovan, että osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien intressit ovat tiiviissä yhteydessä. Osakkeenomistajan oikeudet, koskien mm. vähemmistöoikeuksia, sen sijaan vaihtelivat tutkimuksen suosituksissa hyvin merkittävästi. Juuri tällaiset erot lainsäädännössä ja muussa sääntelyssä voivat tutkimuksen mukaan aiheuttaa esteitä valtioiden välisille investoinneille ja hidastaa yhtenäisen rahoitusmarkkina-alueen syntymistä Euroopassa.

Eroja löytyi myös hallituksen rakenteesta (Gregory, 2002). Valtaosassa maista yhdistetty hallitus oli yleisempi, mutta myös kaksipuolista hallitusjärjestelmää, jossa erotetaan toisistaan valvontatehtävä ja liikkeenjohtotehtävä, esiintyi. Tällaisessa rakenteessa on tyypillisesti ns. ”valvontahallitus” (supervisory board) sekä ”liikkeenjohtohallitus” (management board), joka muodostuu yksinomaan sisäisistä jäsenistä. Hallituksen

tehtävissä ei sen sijaan ollut suurta eroa; molemmissa tapauksissa tunnustettiin valvontatoiminto ja itse liikkeenjohto, vaikka suhde onkin kaksipuolaisessa järjestelmässä muodollisempi. Myös hallituksen ja muiden hallintoelimien vastuu on keskeinen asia suosituksissa, mutta eroja on siinä miten vastuu ilmaistaan ja ketä se koskee. Yleensä sen katsotaan koskevan yritystä, osakkeenomistajia tai molempia.

Gregoryn (2002) mukaan taloudellinen raportointi on puolestaan laajalti säädeltyä EU-maiden lainsäädännössä, mutta säännöksissä on eroja, mikä voi myös olla potentiaalinen uhka rajoittamaan yhtenäisten osakemarkkinoiden syntymistä. Käytännöt ovat kuitenkin yhtenemässä, johtuen pääosin lisääntyneestä arvopaperimarkkinoiden säännöstelystä, kirjanpitostandardeista ja eri maiden pörsien yhdistymisestä. Mielenkiinto sosiaalisista aspekteista kertovaan raportointiin ja johtajien palkkioihin on kasvussa kaikkialla.

Gregoryn (2002) mukaan corporate governance –sääntelyn tulevaisuus Euroopassa on vielä avoin ja on olemassa sekä puoltavia että vastustavia argumentteja koko unionin kattavalle hallinnon säätelylle. Nykyisin kun maiden lainsäädäntö poikkeaa vielä kovin toisistaan, voisi yhteinen corporate governance -sääntely edistää yhteisöllisyyttä ja ymmärrystä toisten toimintatavoista. Toisaalta se voi johtaa tulevaisuudessa pakottavaan lainsäädäntöön, ja yritykset tarvitsevat tietyn määrän joustavuutta hallintokäytäntöihinsä. Gregoryn oman tutkimuksen mukaan Euroopan unionin valtioiden suositukset ovat jo nykyisin myös melko yhteneväisiä ja jatkavat alueen yritysten hallintotapojen yhtenäistämistä. Sääntely on comply or explain –pohjaista ja suositukset antavat siten enemmän valtaa markkinoiden tarpeille. Yhteinen sääntely voisi myös keskittyä enemmän vain yleisiin käytäntöihin, eikä yhteisesti hyväksytyjen, yksityiskohtaisten ohjeiden aikaansaaminen olisi välttämättä edes mahdollista. Tuloksena voisi syntyä ehtoja jotka kaikki kyllä hyväksyvät, mutta jotka eivät ole parhaita hallinnon näkökulmasta. Tällaista yleistä sääntelyä voi myös jo nyt löytää esim. OECD:n corporate governance –suosituksista. Vaikka suositukset eivät ole sitovia, sijoittajayhteisön merkittävä taloudellinen voima kilpailuilla pääomamarkkinoilla antaa sen mielipiteille myös enemmän painoarvoa ja suosituksille pakottavamman luonteen.

Gregory (2002) mukaan täysin yhtenäisen sääntelyn sijaan tulisikin keskittyä enemmän raivaamaan esteitä osakkeenomistajien mahdollisuudelta äänestää maiden rajoja ylittävissä yhtiökokousten äänestyksissä ja yleisesti saada tietoa yritysten hallinnosta. Tätä näkemystä tukee myös 2000-luvun alussa suurille eurooppalaisyrityksille tehty

kysely, jonka mukaan Euroopan monien corporate governance -suositusten määrä tai erot eivät olleet ongelma, vaan suurempi merkitys oli sen maan lainsäädännöllä, johon yritys aikoi investoida. Useimmille kotimaan pääomamarkkinat olivat myös edelleen rahoituksen päälähde. Jos corporate governance –suosituksilla oli merkitystä, se liittyi yleensä tietyn yrityksen omiin corporate governance –käytäntöihin. Georgen mukaan Euroopan unionin suosituskäytännöt tullevatkin tulevaisuudessa todennäköisemmin yhtenäistymään kuin erilaistumaan myös erillisinä pysyessään.

3 Yrityksen sijoittajaviestintä ja riskienhallinta

Tässä luvussa tarkastellaan ensin yleisesti yrityksen taloudellisen raportoinnin merkitystä. Raportointi pohjautuu siihen, että yrityksen omistajien tulee ymmärtää yrityksen arvo ja sen muodostumiseen vaikuttavat tekijät. Sijoittajaviestinnän ja riskiraportoinnin tavoitteena on julkaista täsmällistä ja ajan tasalla olevaa yritystä ja sen toimintaympäristöä käsittelevää tietoa ja näin vähentää informaation epäsymmetriaa. Tutkielma keskittyy erityisesti corporate governance –suositusten yrityksiltä edellyttämään riskienhallinnan ja -raportoinnin tasoon, joten luvun lopussa käsitellään sijoittajille yrityksen riskienhallinnasta ja -raportoinnista annettavan kuvan perusedellytyksiä.

3.1 Sijoittajaviestinnän merkitys

Vastaus siihen, miksi yritysten ylipäänsä tulee toimittaa sidosryhmille tietoa toiminnastaan löytyy informaation epäsymmetriasta, jolla tarkoitetaan toimivan johdon ja omistajuuden eriytymistä yrityksen hallinnossa. Tästä seuraa puolestaan ero ulkopuolisen sijoittajan ja toimivan johdon informaation määrässä, koska yrityksen johdolla voi olettaa tehokkaan riskinhallintajärjestelmän takia olevan enemmän tietoa yrityksen riskitekijöistä ja niiden mahdollisesta vaikutuksesta yritykseen. Jos sijoittaja ei esimerkiksi tiedä, mikä hänelle tarjotuista kahdesta liikeideasta on lupaava ja mikä ei, hän arvottaa molemmat samalle tasolle. Tästä syystä pääomamarkkinat aliarvostavat hyviä kohteita ja yliarvostavat huonoja. (Healy & Palepu, 2001.) Tätä kutsutaan *haitalliseksi valikoitumiseksi*. Tällöin osapuolilla ei ole tarpeeksi informaatiota käytössään ja he ovat kyvyttömiä tunnistamaan toisen osapuolen ominaisuuksia ja tekemään rationaalisia päätöksiä (Akerlof, 1970). Sijoittajat eivät myöskään pysty hajauttamaan riskiä osakeportfoliossaan tehokkaasti, mikä voi vähentää yleistä luottamusta

sijoittajaviestinnän totuudenmukaisuuteen. (Jorion, 2002). Riskiraportoinnilla informaation epäsymmetriaa voidaan vähentää ja parantaa sijoittajasuhteita (Solomon et al. 2000; Linsley & Shrives, 2000).

Epäsymmetriseen informaatioon liittyy läheisesti agenttiteoria. Kun yksi osapuoli delegoi osan päätöksentekovallasta toiselle, syntyy agentti-päämiessuhde. Agenttiteoria tutkii, miten agentti (yrityksen toimiva johto) saadaan motivoitua toimimaan päämiehen (osakkeenomistajat) hyväksi, kun molemmat sopimuksen osapuolista haluavat maksimoida omaa hyötyään ja agentin motiivit ovat ristiriidassa päämiehen motiivien kanssa. Agentin ja omistajan suhdetta määrittävät tehdyt implisiittiset ja eksplisiittiset sopimukset heidän oikeuksistaan ja osuuksistaan organisaation kustannuksiin ja palkkoihin. (Jensen & Meckling, 1976.) Jos yrityksen hallinnon tarkastus ja sääntely toimii moitteettomasti, johdon valitsemat kirjanpitopäätökset ja raportointi viestivät yrityksen taloudesta ulkopuolisille. Vastaavasti, jos sääntely ei toimi, johto voi manipuloida yrityksen tulosta kirjanpitomenetelmien ja tilinpäätösraportoinnin sitä paljastamatta. (Healy & Palepu, 2001.)

Epäsymmetrisen informaation takia osakkeenomistaja ei pysty varmistumaan johdon toiminnasta. Tämä aiheuttaa kustannuksia päämiehelle ja haittaa resurssien tehokasta allokaatiota taloudessa. Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan agenttikustannus syntyy, kun päämies joutuu varmistukseen agentin halutun toiminnan järjestämään tälle erilaisia kannustimia tai valvontaa. Tällöin päämies joutuu arvioimaan tuoko esim. valvonnan järjestäminen enemmän hyötyä kuin siitä aiheutuu kustannuksia.

Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan agenttikustannukset voi jakaa kolmeen osaan:

- 1) valvontakustannuksiin, jotka muodostuvat johdon toiminnan seurannasta ja tarkkailusta, esimerkiksi sisäisestä tarkastuksesta syntyvät kustannukset; 2) takuukustannuksiin, jotka liittyvät päämiehen ja toimijan välisten sopimusten rakentamiseen ja muotoiluun, eli esimerkiksi palkitsemisjärjestelmästä aiheutuvat kustannukset; ja 3) residuaalitappioon eli hyvinvointitappioon, joka syntyy, jos johto sitouttamisesta huolimatta toimii omistaja-arvoa alentavasti.

Näiden kustannusten välttämiseksi omistajalla on tarve luoda hallintamekanismi estämään johdon oman edun tavoittelu ja opportunistinen toiminta, kun se ei epäsymmetrisen informaation johdosta pysty varmistumaan itse agentin toiminnasta.

3.2 Riskienhallinta ja -raportointi

Riskienhallinnalla ja –raportoinnilla on huomattava rooli yrityksen sijoittajasuhteissa ja -viestinnässä. Niiden merkitys perustuu erityisesti osakkeenomistajan ja toimivan johdon väliseen agenttisuhteeseen, jossa osakkeenomistajan päätösvalta ja varat on luovutettu johdon hoitoon, vaikka osakkeenomistaja ja johto suhtautuvat riskiin eri tavoin. Mikäli osakkeenomistaja on portfolioteorian mukaan hajauttanut sijoitustaan eri kohteisiin, on hän riskin suhteen neutraali. Johto voi puolestaan olla riskin karttaja, sillä se voi pelätä työpaikkansa puolesta yrityksen epäonnistuessa riskisessä operaatiossa. Tällöin päämiehen on kehiteltävä kannustimia, kuten osakepohjaisia palkkaratkaisuja, pystyäkseen motivoimaan toimivaa johtoa.

Kaikkeen liiketoimintaan liittyy tulevaisuuteen kohdistuvaa epävarmuutta sekä uskomuksia ja odotuksia, jotka menestyvän yrityksen on otettava toiminnassaan huomioon. Yrityksen kannalta riskit ovat organisaatiota koskettavia potentiaalisia tapahtumia, jotka voivat vaikuttaa sen tavoitteisiin erityisesti negatiivisesti. Johdon tehtävänä onkin päättää, kuinka paljon epävarmuutta siedetään pyrittäessä kasvattamaan sidosryhmäarvoa. (COSO, 2004.)

Itse yrityksen riskienhallinta tähtää riskien jatkuvaan havainnointiin, analysointiin, arviointiin ja mahdollisista jatkotoimenpiteistä päättämiseen (Dobler 2008). COSO:n (2004) mukaan organisaation riskienhallinta tulisi määritellä nimenomaan prosessina, jota sen hallitus, johto ja muu henkilökunta toteuttaa ja soveltaa strategian laadinnassa ja koko organisaation toiminnassa. Sen tarkoituksena on tunnistaa organisaatioon vaikuttavia potentiaalisia tapahtumia ja pitää riskit riskinottohalukkuuden rajoissa, jotta voidaan olla kohtuullisen varmoja organisaation tavoitteiden toteutumisesta. (COSO, 2004.) Suomisen et al. (2003, 231) mukaan jatkuvassa prosessissa korostuu erityisesti toimiva kommunikaatio organisaatiossa.

Corbyn (1994) mukaan riskiraportointi on informaatiota tulevaisuuden tapahtumien hajonnasta. Riskiraportointi voidaan määritellä myös käytännönläheisemmin yrityksen tulokseen vaikuttavia seikkoja, kuten strategiaa, operaatioita ja muita ulkoisia tekijöitä koskevaksi informaatioksi (Beretta & Bozzolan, 2004). Riskiraportoinnin tulisi kuitenkin kaikissa tapauksissa sisältää informaatiota, jonka avulla yrityksen ulkopuoliset voivat arvioida sen tulevaisuuden riskejä (Dobler, 2005; Linsley & Shrives, 2006). ICAEW:n

(1999) mukaan yrityksen tulee analysoida yrityksen tulevaisuuden riskejä, kertoa miten riskit on määritetty ja mihin toimiin yritys aikoo ryhtyä suojautuakseen riskeiltä.

4 Kulttuuriulottuvuudet, oikeusjärjestelmät ja rahoitusmarkkinat

Tässä luvussa tarkastellaan tutkimuksen kolmea maakohtaista selittävää tekijää, joiden korrelaatiota corporate governance -suositusten sisältöön analysoidaan myöhemmin tutkimuksen empiirisessä osassa. Selittävien tekijöiden valinta pohjautuu muun muassa Gregoryyn (2002) analyysiin, jonka mukaan kulttuurin, oikeusjärjestelmän ja rahoitusmarkkinoiden kehitysasteen erot johtavat eroihin myös valtioiden corporate governance –suosituksissa. Tätä teoriaa testataan tässä tutkimuksessa eurooppalaisella aineistolla.

4.1 Kulttuuriulottuvuudet

Ensimmäisenä muuttujana toimivat alankomaalaisen kulttuurintutkija Geert Hofsteden muotoilemat neljä kulttuuriulottuvuutta. Hofsteden (1993, 19-21) mukaan kulttuuri on mielen ohjelmointia, joka pohjautuu siihen sosiaaliseen ympäristöön, jossa ihminen on kasvanut, ja joka erottaa jonkin ihmisryhmän tai luokan jäsenet toisista. Suurin osa käyttäytymisen malleista on saatu varhaislapsuudessa, koska silloin ihminen omaksuu tietoa helpoiten. Tiettyjen ajatus-, tunne- ja käyttäytymismallien vakiinnuttua yksilön mieleen, hän joutuu poisoppimaan ne pystyäkseen oppimaan jotain niistä poikkeavaa. Kulttuuri on siis Hofsteden mukaan opittua, ei perittyä ja aina kollektiivista, sillä se on ainakin osittain yhteistä ihmisille, jotka ovat eläneet samassa sosiaalisessa ympäristössä.

Myöskään laskentatoimen järjestelmät, kuten corporate governance –suositukset, eivät siis synny itsestään. Suositusten tekijät laativat suositukset omien arvojensa perusteella, jotka he ovat saaneet varttuessaan tietyssä yhteiskunnassa. Kulttuurin näkökulmasta nämä suositukset voi myös ymmärtää organisaation hallintaa mahdollistavina rituaaleina. Mitä vähemmän tekniset rituaalit ja luonnonlait määräävät jostakin toiminnasta, sitä enemmän arvot ohjaavat niitä ja kulttuurierot vaikuttavat niihin. Laskentatoimi on alue, jossa tekniset välttämättömyydet ovat vähäisiä. Ajan myötä syntyneet menettelytavat ovat tärkeämpiä kuin luonnonlait. Siksi on johdonmukaista, että laskentatoimen järjestelmät, kuten suositukset, ja niiden käyttötavat vaihtelevat kansallisten kulttuurien myötä. (Hofstede 1993, 227)

Hofstede on rakentanut 1980-luvulla monikansallisen IBM:n tytäryhtiöissä tehdyn survey-tutkimuksensa pohjalta neljän kulttuuriulottuvuuden mallin, jonka mukaan kaikkien kulttuurien perusongelmat kiteytyvät neljään ulottuvuuteen: valtaetäisyyteen, individuaalisuuteen, maskuliinisuuteen ja epävarmuuteen (Hofstede 1993, 31-32). Jo aiemmin amerikkalaistutkijat Alex Inkeles ja Daniel Levinson olivat havainneet ongelmien kaikkialla maailmassa liittyvän ihmisten suhteeseen viranomaisiin, heidän käsitykseen itsestään ja ristiriitojen käsittelytapoihin. Seuraavassa tarkastellaan yksityiskohtaisesti Hofsteden neljää eri kulttuuriulottuvuutta. Luonnehdinnat ovat pelkistäviä ja suoraviivaisia, eikä kaikkien kyseisten ryhmien jäsenten voi olettaa käyttäytyvän kerrotulla tavalla, kuten myöskään ryhmän ei voi olettaa käyttäytyvän kokonaisuudessaan samoin kaikissa eteen tulevilla tilanteilla.

Valtaetäisyys

Hofsteden kulttuuriulottuvuuksista valtaetäisyys mittaa sitä, missä määrin vähiten valtaa käyttävät hyväksyvät vallan jakaantuvan yhteiskunnassa epätasaisesti. Se antaa tietoa maan riippuvuussuhteista sekä yhteiskunnan suhtautumisesta eriarvoisuuteen. Suuren valtaetäisyyden maissa vallitsee yksimielisyys siitä, että maailmassa on oltava tämänlaatuinen eriarvoinen järjestys, eikä tätä tosiasiaa tai sen oikeutusta kyseenalaisteta. Työelämässä alaiset eivät ilmaise mielipidettään esimiehilleen suoraan, sillä hierarkkinen järjestys tyydyttää ihmisten riippuvaisuuden tunnetta ja antaa turvallisuuden tunteen sekä vallassaoleville että heidän alaisilleen. Pienen valtaetäisyyden maissa valtaa vailla olevien ja vallakäyttäjien välillä katsotaan taas olevan molemminpuolinen riippuvuussuhde ja hierarkia merkitsee vain tarkoituksenmukaisuuden sanelemaa roolitusta yhteiskunnassa. Näissä maissa esimiesten kanssa uskalletaan olla eri mieltä ja molemmat, sekä vallassaolevat että alaiset, suosivat osallistuvaa päätöksentekotyyliä. (Hofstede 1993, 47, 60-61.)

Perheellä on merkittävä vaikutus valtaetäisyyden muodostumiseen. Suurten valtaetäisyyksien maissa lasten odotetaan olevan kuuliaisimpia vanhempiaan sekä yleensäkin vanhempia ihmisiä kohtaan. Heitä ei kannusteta riippumattomuuteen eikä kokeilemaan asioita itsenäisesti. Kaikkeaa kanssakäymistä ohjaa lapsen ja iältään vanhemman ihmisen välinen riippuvuussuhde sekä tarve tällaisen suhteen ylläpitämiseen. Pienen valtaetäisyyden maissa lasta kohdellaan tasa-arvoisena yksilönä vanhemman kanssa ja

hantä rohkaistaan itsenäiseen toimintaan. Riippumattomuus on tärkeää ja lapset saavat väittää vastaan vanhemmilleen. (Hofstede 1993, 54.)

Valtaetäisyyttä kuvataan valtaetäisyysindeksillä (PDI), jossa maat voivat saada arvoja 0-120. Taulukossa 1 on lueteltu tutkimuksen valtioiden valtaetäisyysindeksit korkeimmasta matalimpaan. Pienintä valtaetäisyyttä vastaa 0 ja suurinta 120. Nämä Hofsteden antamat indeksiluvut kuvaavat maiden välisiä suhteellisia eroja, ei absoluuttisia keskinäisiä sijoituksia. Ne kuvaavat siis sitä, miten paljon tietyn maan vastaukset ko. kysymyksessä eroavat toisen maan vastaavista.

Taulukko 1. Valtaetäisyysindeksit (PDI). Lähde: Hofstede (1993).

Valtio	PDI	Valtio	PDI	Valtio	PDI
Slovakia	104	Tsekki	57	Iso-Britannia	35
Venäjä	93	Espanja	57	Sveitsi	34
Romania	90	Malta	56	Suomi	33
Bulgaria	70	Italia	50	Norja	31
Ranska	68	Unkari	46	Ruotsi	31
Puola	68	Viro	40	Irlanti	28
Belgia	65	Luxemburg	40	Tanska	18
Portugali	63	Alankomaat	38	Itävalta	11
Kreikka	60	Saksa	35		

Individuaalisuus

Individuaalisuus tarkoittaa yksilöiden välillisten siteiden vahvuutta. Yksilöllisissä yhteiskunnissa siteet ovat löyhiä ja eikä yksilön oleteta olevan riippuvainen mistään ryhmästä. Yksilön etu menee kollektiivisten etujen edelle ja lakien ja oikeuksien odotetaan olevan samoja kaikille. Individuaalisuus korreloi myös korkean BKT:n ja matalan valtaetäisyyden kanssa. Valtio nähdään yksilöllisissä yhteiskunnissa rajallisena taloudellisena toimijana, sillä talous perustuu yksilöiden etuihin. Ihmisten perimmäisenä tavoitteena myös nähdään olevan itsensä toteuttaminen.

Kollektiivisissa yhteisöissä ihmiset puolestaan integroituvat voimakkaasti lähiryhmiin, joiden etu menee yksilön edun edelle. Näillä ryhmillä on myös oikeus puuttua yksilön elämään ja vaikuttaa tämän päätöksiin. Ihmisen oikeudet vaihtelevat ryhmän mukaan ja erilaisilla eturyhmillä on paljon valtaa. Omaa lähiryhmää kohtaan tunnetaan elinikäistä uskollisuutta, minkä johdosta yksilön ja hänen lähiryhmänsä välille syntyy riippuvuussuhde. Tiiviiden sosiaalisten suhteiden takia tulee sopusoinnussa ympäristön

kanssa elämisestä myös yksi avainhyveistä. Valtiolla on lisäksi hallitseva rooli talouselämässä ja sen tärkeimpiä tehtäviä on kollektiivisen edun varjeleminen. Ihmisten identiteetti pohjautuu kollektiivisessa yhteisössä sosiaaliseen verkostoon ja sopusointu on yhteiskunnan perimmäinen tavoite, mitä varten suoraa välienselvittelyä vältetään. (Hofstede 1993, 78, 88, 109.) Liiketoiminnan harjoittamista varten tällaisissa yhteiskunnissa on solmittava ensin luottamuksellinen suhde (Hofstede 1993, 101.)

Kollektiivissa kulttuureissa työnantaja ei myöskään palkkaa pelkkää yksilöä, vaan henkilön joka kuuluu tiettyyn lähiryhmään. Tämä henkilö toimii lähiryhmän etujen, eikä aina omien etujensa mukaisesti myös työtilanteissa. Yksilöllisissä kulttuureissa henkilön oletetaan toimivan omien etujensa mukaisesti ja työ tulisi organisoida siten, että siinä yhdistyvät työntekijän omat ja työnantajan edut. (Hofstede 1993, 95.) Taulukkoon 2 on koottu tutkimuksen valtioiden individuaalisuusindeksit, jotka voivat saada arvoja 0-120. Kollektiivisuutta vastaavat maat sijoittuvat lähellä arvoa 0 ja individuaalisuutta vastaavat lähellä arvoa 120.

Taulukko 2. Individuaalisuusindeksit (IDV). Lähde: Hofstede (1993).

Valtio	IDV	Valtio	IDV	Valtio	IDV
Iso-Britannia	89	Irlanti	70	Itävalta	55
Unkari	80	Norja	69	Slovakia	52
Alankomaat	80	Sveitsi	68	Espanja	51
Italia	76	Suomi	63	Venäjä	39
Belgia	75	Puola	60	Kreikka	35
Saksa	74	Viro	60	Romania	30
Tanska	74	Luxemburg	60	Bulgaria	30
Ranska	71	Malta	59	Portugali	27
Ruotsi	71	Tsekki	58		

Maskuliinisuus

Maskuliinisuus ja feminiinisyys liittyvät yhteiskunnan sukupuolirooleihin. Maskuliinisessa yhteiskunnassa sukupuoliroolit ovat erilliset ja yhteiskunnan arvot aineellisia. Miesten odotetaan olevan jämähköitä ja kovia ja hallitsevan yhteiskunnallista ja poliittista elämää. Konfliktit tulee ratkaista voimalla. Ihanteena on suoritusyhteiskunta, jossa talouskasvun ylläpitäminen on ensisijainen tavoite. Maskuliinisissa maissa sekä tytöt että pojat oppivat kunnianhimoisiksi ja kilpailuhenkisiksi, vaikka tyttöjen kunnianhimo saattaakin suuntautua esim. veljien tai aviomiehen saavutusten edistämiseen. (Hofstede 1993, 123-124, 143.) Yrityksissä korostetaan tuloksia ja

suorituksia halutaan palkita oikeudenmukaisuuden suhteessa, ts. kullekin suorituksen mukaan (Hofstede 1993, 137). Toisin kuin yksilöllisyyden kohdalla, maskuliinisuus ei kuitenkaan korreloi maan rikkauden kanssa (Hofstede 1993, 123).

Feministisessä yhteiskunnassa pyritään puolestaan kohti hyvinvointiyhteiskuntaa. Feministisessä yhteiskunnassa sukupuoliroolit ovat päällekkäisiä ja perimmäisinä arvoina pidetään muista välittämistä. Lapsista koulitaan vaatimattomia ja solidaarisia. Konfliktit ratkaistaan kompromissein, eikä talouskasvu aja ympäristöarvojen ohi. Feministisissä yhteiskunnissa työtä tehdään toimeentulon vuoksi, eikä se ole itsetarkoitus. Yritykset palkitsevat työntekijöitä tasapuolisuuden nimissä, ts. kullekin tarpeensa mukaan (Hofstede 1993, 124, 137,143.) Maskuliinisuutta kuvataan maskuliinisuusindeksillä (MAS), joka voi saada arvoja 0-120. Tutkimuksen valtioiden individuaalisuusindeksit on koottu taulukkoon 3. Maskuliiniset maat sijoittuvat lähelle arvoa 120 ja feminiiniset lähelle arvoa 0.

Taulukko 3. Maskuliinisuusindeksit (MAS). Lähde: Hofstede (1993).

Valtio	MAS	Valtio	MAS	Valtio	MAS
Slovakia	110	Tsekki	57	Portugali	31
Unkari	88	Belgia	54	Viro	30
Itävalta	79	Luxemburg	50	Suomi	26
Italia	70	Malta	47	Saksa	16
Sveitsi	70	Ranska	43	Tanska	16
Irlanti	68	Romania	42	Alankomaat	14
Iso-Britannia	66	Espanja	42	Norja	8
Puola	64	Bulgaria	40	Ruotsi	5
Kreikka	57	Venäjä	36		

Epävarmuuden välttäminen

Epävarmuus –ulottuvuus mittaa kykyä sietää epävarmuutta ja monimuotoisuutta. Jokainen ihmisyyhteisö on kehittänyt keinoja arkielämästä nousevan ahdistuksen lieventämiseen ja ne löytyvät tekniikasta, lainsäädännöstä ja uskonnosta. Epävarmuutta voimakkaasti välttämään pyrkivissä yhteiskunnissa tätä epävarmuutta vastaan taistellaan jatkuvasti laeilla ja määräyksillä. Moniselitteiset ja uudet tilanteet aiheuttavat stressiä ja täsmällisyyttä arvostetaan. Lakien ja määräysten tarve ei kuitenkaan perustu määrämuotoiseen logiikkaan, vaan psykologiaan, sillä sääntöjen tarve on tunteeseen perustuvaa ja ihmiset on jo lapsuudesta asti ohjelmoitu tuntemaan olonsa hyväksi

rakenteeltaan täsmällisissä ympäristöissä. Tämän takia yhteiskunta on konservatiivinen, poikkeavat ajatukset tukahdutetaan ja usko asiantuntijoihin on suuri. (Hofstede 1993, 175, 183, 196) Hofsteden mukaan kansalaisten osaaminen suhteessa viranomaisiin on myös vähäisempää ja he ovat pessimistisempiä mahdollisuuksistaan vaikuttaa viranomaisien päätöksiin. Sekä viranomaisilla että kansalaisilla on myös sama näkemys rooleistaan. (Hofstede 1993, 182)

Erilaisuuden syrjintä koskee myös ihmisiä, sillä lapset oppivat jo perheessä, että johonkin tiettyyn luokkaan kuuluvat ihmiset ovat likaisia ja vaarallisia. Hofsteden mukaan muita jopa luokitellaan vaarallisiksi vain sen takia, että ihmisillä olisi jotakin, mitä vastaan puolustautua. (Hofstede 1993, 171) Ahdistuneissa kulttuureissa ihmiset ovat kuitenkin myös ilmaisukykyisempiä; niissä ihmiset puhuvat käsillään ja on sosiaalisesti hyväksyttyä korottaa ääntään, osoittaa tunteitaan ja lyödä nyrkkiä pöytään. (Hofstede 1993, 166)

Vähäisen epävarmuuden välttämistarpeen yhteiskunnissa määräyksiä on vähän ja ihmisten yleistietoon ja terveeseen järkeen luotetaan. Epävarmuutta pidetään normaalina osana elämää, moniselitteisiä tilanteita siedetään hyvin eivätkä ne aiheuta stressiä. (Hofstede 1993, 183, 196.) Sääntöjä kyllä laaditaan, mutta vain pakon edessä. Käyttäytymiseen ei tarvita kuitenkaan yleensä asetuksia, sillä se perustuu sosiaalisen kontrollin vahvistamaan yleiseen tapaan. Paradoksaalista onkin, että vaikka sääntöjä ei pidetä niin pyhinä kuin epävarmuutta välttelevissä maissa, niitä kuitenkin noudatetaan näitä maita huolellisemmin. (Hofstede 1993, 175)

Epävarmuuden välttämistä ei tule kuitenkaan sekoittaa riskin välttämiseen. Riski on yksilöity ja sillä on yleensä prosentuaalinen todennäköisyys, kun taas epävarmuus on epämääräinen tunne, joka viittaa tapahtumaan jossa kaikki on mahdollista, eikä tiedetä mikä tulee tapahtumaan. Tällaisia moniselitteisiä tapahtumia välttääkseen ihmiset kaipaavat jäsentyneitä organisaatioita, instituutioita ja suhteita, joissa tapahtumat ovat selvästi tulkittavissa. (Hofstede 1993, 168)

Epävarmuutta Hofstede kuvaa epävarmuuden välttämisindeksillä (UAI), joka voi niinkään saada arvoja 0-120. Taulukossa 4 on kuvattu valtioiden epävarmuuden välttämisindeksit. Epävarmuutta välttelevät maat sijoittuvat lähellä arvoa 120 ja epävarmuutta sietävät vastaavat lähellä arvoa 0.

Taulukko 4. Epävarmuuden välttämisindeksit (UAI). Lähde: Hofstede (1993).

Valtio	UAI	Valtio	UAI	Valtio	UAI
Kreikka	112	Bulgaria	85	Alankomaat	53
Portugali	104	Unkari	82	Slovakia	51
Malta	96	Italia	75	Norja	50
Venäjä	95	Tsekki	74	Iso-Britannia	35
Belgia	94	Luxemburg	70	Irlanti	35
Puola	93	Itävalta	70	Ruotsi	29
Romania	90	Viro	60	Saksa	23
Ranska	86	Suomi	59	Tanska	23
Espanja	86	Sveitsi	58		

4.2 Oikeusjärjestelmät

Seuraavaksi tarkastellaan oikeusjärjestelmiä. Lainsäädäntö ja sen toimeenpano ovat merkittäviä tekijöitä sijoittajien ja velkojien kannalta, sillä mitä turvatumpi sijoittajien ja velkojien asema on, sitä valmiimpia ne ovat sijoittamaan yritykseen tai antamaan sille luottoa. Nämä oikeudet ovat merkityksellisiä koska yhtiön johtajat toimivat yrityksessä oman etunsa ja intressiensä mukaisesti, eikä omistajilla ja velkojilla muuten olisi reaalaisia mahdollisuuksia vaikuttaa johdon toimintaan. Omistajille on siten taattu oikeus osallistua yhtiökokoukseen, äänestää yhtiön asioista, mm. valita yhtiön johto ja kerätä yrityksestä investointinsa tuotot. Velkojien oikeudet puolestaan tarkoittavat esim. varmuutta takuiden pysymisestä tai varojen saamisesta jos velka laiminlyödään. Ilman näitä oikeuksia yritysten olisi hankalaa kerätä rahoitusta. Oikeuksien sisältö riippuu kuitenkin paljolti siitä, missä arvopaperit on laskettu liikkeelle.

Oikeusjärjestelmät eivät ole syntyneet tyhjästä, vaan ne pohjautuvat muutamaaan traditionaaliseen oikeusjärjestelmään. Pääkäsitteinä toimivat säädös- ja tapaoikeus, joista säädösoikeus on jaettu vielä kolmeen alaluokkaan; ranskalaiseen, saksalaiseen ja skandinaaviseen. Säädösoikeudessa tuomiot annetaan lainsäädäntövaltaa käyttävän elimen hyväksymän kirjoitetun lainsäädännön pohjalta, kun tapaoikeudessa huomioon otetaan myös ennakkotapaukset. Säädösoikeudessa oikeustieteen päätehtävä on tuottaa lakeja ja normeja, ei niinkään keskittyä niiden tulkitsemiseen. Tapaoikeudessa tuomareilla on sen sijaan paljon valtaa juttujen ratkaisemisessa.

Tapaoikeuden piiriin kuuluvat Englanti ja sen entiset siirtomaat, kuten Yhdysvallat, Kanada, Australia ja Intia. Säädösoikeuden juuret ovat puolestaan Roomassa ja se on traditioista vanhin, merkittävin ja laajalle levinnein. Ranskalainen säädösoikeus

muotoutui Napoleonin aikakaudella ja vietiin hänen armeijansa mukana Belgiaan, Alankomaihin, osaan Puolaa, Italiaan ja läntiseen Saksaan. Siirtomaa-aikana Ranska laajeni vielä lähi-Itään, Pohjois-Afrikkaan, Indokiinaan, Oseaniaan ja Karibialle. Ranskalaisen säädösoikeuden vaikutus on ollut merkittävä myös Luxemburgissa, Portugalissa, Espanjassa ja eräissä Sveitsin kantoneissa. (La Porta et al., 1998.)

Saksalainen säädösoikeus on vuodelta 1897, eikä myöhemmän alkuperänsä takia ole yhtä laajalle levinnyt kuin ranskalainen säädösoikeus. Sen ydinaluetta ovat olleet Itävalta, Tsekki, Kreikka, Unkari, Italia, Sveitsi, Jugoslavia, Japani ja Korea. Myös skandinaavinen oikeus katsotaan yleensä osaksi säädösoikeutta, vaikka sen yhteys roomalaiseen oikeuteen on vähemmän suora kuin kahdella muulla säädösoikeudella. (La Porta et al., 1998.)

Vaikka minkään kahden maan lainsäädäntö ei ole täysin identtinen, on niissä kuitenkin usein sellaisia yhdistäviä piirteitä, joiden perusteella ne voidaan luokitella toiseen kahdesta oikeustraditiosta. Luokittelu perustuu yleensä lainsäädännön historialliseen taustaan ja kehitykseen, lakien hierarkiaan ja teorioihin, juristien työmenetelmiin, lainsäädännön käsitteisiin, järjestelmän instituutioihin ja lakien jaotteluun. (La Porta et al., 1998.)

La Porta et al. (1998) on tutkinut miten osakkeenomistajia suojeleva lainsäädäntö eroaa 49 maan välillä, miten laajaa lainsäädäntö on ja miten tehokkaasti lait pannaan täytäntöön. La Porta et al. on tutkimuksessaan tullut lopputulokseen, että lait eroavat toisistaan välillä huomattavasti ja tapaoikeudet antavat velkojille ja osakkeenomistajille laajimman suojan. Esimerkiksi australialainen vähemmistöomistaja voi äänestää postin välityksellä, käydä kauppaa osakkeilla yhtiökokouksen aikana ja tarvitsee vain viiden prosentin ääniosuuden kutsuakseen koolle ylimääräisen yhtiökokouksen (v. 1998). Säädösoikeus antaa taas sijoittajille vähemmän lainsäädännöllistä turvaa, erityisesti ranskalainen säädösoikeus. Saksalainen säädösoikeus ja skandinaaviset maat sijoittuvat näiden kahden väliin. Lakien täytäntöönpano on laadukkainta Skandinaviassa ja saksalainen säädösoikeuden maissa ja huonointa ranskalaisen säädösoikeuden maissa, tapaoikeuden sijoittuessa näiden väliin.

Taulukossa 5 on esitelty tutkimuksen valtioiden oikeusjärjestelmät luokiteltuina. Valtiot on luokiteltu sopivien oikeusjärjestelmien alle pääosin La Portan tutkimuksen esittelemän jaon mukaan. Tapauksissa, joissa maan alkuperäistä oikeusjärjestelmää on

myöhemmin modifioitu, on luokittelussa otettu huomioon alkuperäinen järjestelmä. Kuten taulukosta havaitaan, tapaoikeuden maita otoksesta löytyy vain kaksi, Irlanti ja Iso-Britannia. Skandinaavisen säädösoikeuden maita on neljä ja suurimmassa osassa maita vallalla on ranskalainen tai saksalainen säädösoikeus.

Taulukko 5. Otoksen valtioiden oikeusjärjestelmät.

Säädösoikeus		Tapaoikeus
Ranskalainen	Saksalainen	Skandinaavinen
Alankomaat	Bulgaria	Ruotsi
Belgia	Itävalta	Suomi
Espanja	Malta	Tanska
Italia	Saksa	Norja
Kreikka	Slovakia	
Luxemburg	Tsekki	
Portugali	Unkari	
Puola	Viro	
Ranska	Sveitsi	
Romania	Venäjä	

4.3 Rahoitusmarkkinat

Viimeisenä muuttujista tarkastellaan rahoitusmarkkinoiden kehitystä. Corporate governance -suositusten taso on yhteydessä myös rahoitusmarkkinoiden kokoon ja sitä kautta talouskasvuun.

Osakkeenomistajien turvatut oikeudet kannustavat sijoittajia investoimaan yrityksiin, mikä puolestaan parantaa yritysten likviditeettiä ja uusien yritysten rahoitusmahdollisuuksia. Tämä edelleen kasvattaa rahoitusmarkkinoiden kokoa ja tehokkuutta, mikä edesauttaa talouskasvua, kun säästöt kohdistuvat investoinneiksi parhaiten tuottaviin kohteisiin. Beck et al. (2002) tutkimus vahvistaa yhteyden. Heidän mukaansa toimivat rahoitusmarkkinat vähentävät informaatio- ja transaktiokustannuksia ja siten osakemarkkinoiden ja pankkisektorin kehitys parantaa selkeästi resurssien kohdentumista ja talouskasvua. Rahoitusinstituutioiden kehitys puolestaan vaikuttaa sekä yksityissektorin säästämiseen, tuottavuuden kasvuun että bruttokansantuotteeseen.

La Portan et al. (1997) tutkimus puolestaan osoittaa, että alhaisen sijoittaja suojan maissa, jota mitattiin sekä arvopaperimarkkinoita koskevalla lainsäädännöllä että lakien

toimeenpanolla, on pienemmät ja kapeammat arvopaperimarkkinat. Kun sijoittaja tuntee olonsa turvattomaksi, hinta alenee eikä se houkuta laittamaan osakkeita tarjolle.

Tutkimuksessa rahoitusmarkkinoiden kehityksen astetta kuvataan rahoitusmarkkinoiden koolla ja aktiivisuudella. Kokoa kuvaa rahoitusmarkkinoiden koko eli pörssin markkina-arvo suhteessa bruttokansantuotteeseen ja aktiivisuutta markkinoiden vaihto eli pörssissä vaihdetut osakkeet suhteessa bruttokansantuotteeseen. Tunnusluvut on koottu taulukkoon 6. Ne ovat vuodelta 2011 ja poimittu Maailmanpankin Development Indicator -tietokannasta. Kuten taulukosta havaitaan, rahoitusmarkkinoiden koolla mitattuna kärjessä ovat Alankomaat, Espanja, Iso-Britannia, Luxemburg, Ruotsi ja Sveitsi. Vaihto on suurinta Espanjassa, Iso-Britanniassa, Ruotsissa ja Sveitsissä.

Taulukko 6. Otoksen valtioiden rahoitusmarkkinoiden tunnusluvut. Lähde: Maailmanpankin Development Indicator –tietokanta.

Valtio	Rahoitusmarkkinoiden koko (% bkt)	Rahoitusmarkkinoiden vaihto (% bkt)
Alankomaat	71,1	66,3
Belgia	44,8	20,9
Bulgaria	15,4	0,5
Espanja	69,8	96,1
Irlanti	16,3	7,2
Iso-Britannia	118,7	121,5
Italia	19,7	40,4
Itävalta	19,7	9,3
Kreikka	11,6	8,5
Luxemburg	114,2	0,2
Norja	45,1	0,5
Malta	38,5	42,9
Portugali	26,0	15,2
Puola	26,9	18,6
Ranska	56,6	53,2
Romania	11,8	1,8
Ruotsi	87,1	93,7
Saksa	32,9	48,8
Slovakia	4,9	0,5
Suomi	54,4	66,3
Sveitsi	141,4	140,8
Tanska	53,8	45,1
Tseki	17,7	7,1
Unkari	13,4	13,9
Venäjä	42,9	61,7
Viro	7,3	1,1

5 Hypoteesit

Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää maiden corporate governance –ohjeistusten sisältö ja ohjeistuksen mahdollinen korrelaatio maakohtaisten muuttujien kanssa. Seuraavassa muodostetaan ne hypoteesit suositusten tasosta, joille empiirisessä tutkimuksessa pyritään myöhemmin löytämään tukea.

Mielenkiinto corporate governancea kohtaan on viime vuosina merkittävästi kasvanut. Kiinnostusta ovat lisänneet esim. tilinpäätöskandaalit, jotka Yhdysvalloissa johtivat osaltaan ns. Sarbanes-Oxley Act –lain luomiseen. Myös talouden epävakaus, rahoituskriisi sekä kansainvälistynyt, omistajalähtöinen ja institutionalisoitunut yrityskulttuuri lisäävät mielenkiintoa taloudellista raportointia kohtaan. Näin ollen voidaan siis olettaa, että myös eurooppalaisviranomaiset ovat luoneet entistä kattavimmat corporate governance –suositukset, varsinkin ottaen huomioon Euroopan viimeaikaisen yhä syventyvän integroitumiskehityksen. Gregoryn (2002) mukaan halu muodostaa yleisesti hyväksytyt standardit corporate governancen alueella oli myös silmiinpistävää käytännöllisesti katsoen jokaisessa Euroopan unionin maassa jo vuosikymmen sitten. Oletetaan siis:

H1: Corporate governance -suositusten riski-indeksillä on nouseva trendi koko aineiston osalta v. 2003 ja v. 2011 välillä

Suuren valtaetäisyyden maissa valta on keskitettyä, eriarvoisuus hyväksyttyä ja valtaa vailla olevien katsotaan olevan ja pysyvän riippuvaisina vallankäyttäjistä. Matalan valtaetäisyyden maissa hierarkinen järjestelmä on puolestaan vain tarkoituksenmukaisuuden sanelemaa roolien eriarvoisuutta. Jos eriarvoisuutta esiintyy ilman järkevää syytä, sitä pyritään minimoimaan. Voidaan siis olettaa, että matalan valtaetäisyyden maissa myös sijoittajien eriarvoisuutta pyritään minimoimaan kattavilla corporate governance –suosituksilla. Itsesääntelyn tuloksena syntyneet ohjeistukset näissä maissa ovat viite ihmisiltä odotetusta aloitteellisuudesta, mikä on selkeä vastakohta auktoriteettien aloitteellisuuteen tottuneiden suuren valtaetäisyyden maihin (Hofstede 1993, 59, 61.) Oletetaan siis:

H2: Matala valtaetäisyys johtaa korkeampaan indeksin arvoon.

Kollektiivisissa yhteiskunnissa lait ja oikeudet vaihtelevat ryhmän mukaan ja valtiolla on hallitseva asema taloudessa. Korkean individuaalisuuden maissa tärkeässä asemassa on

puolestaan yksilö ja hänen perimmäisenä tavoitteenaan yhteiskunnassa katsotaan olevan itsensä toteuttaminen. Yksilön oikeudet ja taloudellinen menestys ovat arvostettuja, joten voidaan olettaa, että osakkeenomistajan oikeuksia ja yksityistä omaisuutta halutaan suojella. (Hofstede 1993, 109.)

Hofsteden mukaan kollektiivisia yhteiskuntia myös kuvaa ns. runsaskontekstinen viestintä, jossa tarvitaan vain vähän puhetta ja tekstiä, koska suurin osa informaatiosta on peräisin joko ympäristöstä tai ihmisen sisäisestä olemuksesta ja vain vähän koodatusta, ilmaistusta viestinnästä. Individualistisissa yhteiskunnissa viestintä on sen sijaan köyhäkontekstista, jolloin informaatio on vähemmän itsestään selvää ja sijoitetaan kirjoitettuun koodiin. (Hofstede 1993, 91.)

Myös koulutuksen funktio yhteiskunnassa ohjaa hypoteesin muodostamista. Individualistisessa kulttuurissa yksilö valmennetaan selviytymään uusista ja haastavista tilanteista ja oppimisen nähdään myös jatkuvan pitkään, koko eliniän. Kollektiivisissa kulttuureissa korostetaan sen sijaan taitoja, jotka ovat nykyisellään ryhmän jäsenelle hyödyllisiä. Oppiminen nähdään kertaruuskeena. Voidaan siis olettaa, että myös corporate governance –suosituksesta laaditaan kattavammat ja paremmin ohjaavat individualistisissa kulttuureissa, joissa oppiminen on kokonaisvaltaisempaa ja jatkuvaa.

Oletetaan siis:

H3: Korkea individuaalisuus johtaa korkeampaan indeksin arvoon.

Feminiininen yhteiskunta painottaa sosiaalisia ja ympäristöarvoja talouskasvun sijasta. Maskuliinisessa yhteiskunnassa ensisijaisena tavoitteena on puolestaan aineellinen menestys ja kehitys, minkä takia arvopaperimarkkinoiden tulee toimia moitteettomasti. Myös ihmissuhteissa raha ja tavarat ovat tärkeitä (Hofstede 1993, 143.) Luottamusta arvopaperimarkkinoita kohtaan lisätään kattavalla corporate governance –säännöstöllä, joten oletetaan:

H4: Maskuliinisuus johtaa korkeampaan indeksin arvoon.

Epävarmuutta hyvin sietävissä yhteiskunnissa tilanteet otetaan vastaan sellaisina kuin ne tulevat, eikä sääntöjä anneta enempää kuin välttämätöntä. Epävarmuutta voimakkaasti välttämään pyrkivissä yhteiskunnissa moniselitteiset ja uudet tilanteet puolestaan aiheuttavat stressiä ja epävarmuutta pyritään vähentämään tarkoilla määräyksillä.

(Hofstede 1993, 196.) Sijoittajien epävarmuutta voidaan vähentää kattavilla corporate governance –suosituksilla, joten oletetaan edelleen:

H5: Voimakas epävarmuuden välttäminen johtaa korkeampaan indeksin arvoon.

Lainsäädäntö ja sen toimeenpano ovat merkittäviä tekijöitä sijoittajien ja velkojien kannalta, sillä mitä turvatumpi sijoittajien ja velkojien asema on, sitä valmiimpia ne ovat sijoittamaan yritykseen arvopaperimarkkinoilla tai antamaan sille luottoa. Säädosuikeudessa tuomiot annetaan lainsäädäntövaltaa käyttävän elimen hyväksymän kirjoitetun lainsäädännön pohjalta, kun tapaoikeudessa huomioon otetaan myös ennakkotapaukset

La Porta (1998) on aiemmin esitellyn kaltaisesti tullut tutkimuksessaan lopputulokseen, että tapaoikeus maan oikeusjärjestelmänä takaa velkojille ja osakkeenomistajille parhaan lainsäädännöllisen suojan. Tästä johtuen voidaan olettaa, että tapaoikeuden maissa myös corporate governance –suositukset ovat kattavampia ja ajan tasalla. Säädosuikeus nojaa tuomioissaan tapaoikeutta enemmän pelkkään kirjoitettuun lakiin, eikä lainsäädäntö aina ehdi mukautua nopeisiin elinkeinoelämän liikkeisiin. Tapaoikeuden tulkinnanvaraisuus sen sijaan sallii suuremman joustavuuden, minkä voi olettaa vaikuttaneen myös corporate governance –suositusten sisältöön.

H6: Tapaoikeusjärjestelmä johtaa korkeampaan indeksin arvoon

Beck et al. (2002) mukaan rahoitusmarkkinoiden kehitys korreloi positiivisesti talouskasvun kanssa, joten voimme olettaa, että maissa joissa rahoitusmarkkinat ovat kehittyneet, on halua ylläpitää kattavia corporate governance- suosituksia. Toisaalta maissa joissa rahoitusmarkkinat ovat pienet tai omistus keskittynyttä, ei välttämättä ole kannustimia ylläpitää kattavia corporate governance- säädöksiä. La Portan et al. (1997) mukaan alhaisen sijoittaja suojan maissa onkin pienemmät ja kapeammat arvopaperimarkkinat. Tutkimus keskittyi arvopaperimarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön, mutta koska sekä lakien että sinänsä sitomattomien suositusten tarkoitus on arvopaperimarkkinoiden tehokkuus, voidaan olettaa, että pienillä rahoitusmarkkinoilla ei ylläpidetä myöskään laajoja corporate governance- suosituksia. Siis oletetaan

H7: Arvopaperimarkkinoiden koko ja likviditeetti johtaa korkeampaan indeksin arvoon

6 Tutkimusmetodi ja –aineisto

Seuraavassa esitellään tarkemmin tutkimuksessa käytettävä tutkimusaineisto ja -menetelmä, joiden avulla testataan edellä esitetyt hypoteesit.

Tutkimuksessa käytetään aineistona eurooppalaisten valtioiden corporate governance –suosituksia. Otos koostuu 26 valtiosta, joista 23 kuuluu Euroopan unioniin. Unioniin kuuluvista valtioista pois jätettiin Slovenia, Latvia, Liettua ja Kypros, sillä niille ei ole määritelty Hofsteden kulttuuriulottuvuuden indeksejä. Unionin ulkopuolisesta valtiosta mukaan otettiin kolme valtiota (Norja, Sveitsi ja Venäjä), jotta tutkimusotos olisi tarpeeksi suuri tilastollisia testejä varten. On kuitenkin huomattava, että vuodelta 2003 suosituksia löytyi vain 19 maalta, vuosilta 2007 ja 2011 kaikilta 26 maalta. Taulukossa 7 näkyy otoksen jakautuminen maittain ja corporate governance –suositusten julkaisuvuodet. Tiedot julkaisuvuodesta on haettu kunkin maan corporate governance –suosituksista, jotka on kerätty Euroopan Corporate Governance Instituutin internetsivuilta. Sivuille on koottu kaikkien maiden olemassa olevat corporate governance –suositukset.

Otoksen corporate governance –suositukset ovat kehittyneet hyvin erilaisissa sykleissä. Ensimmäinen otoksen koodeista on vuonna 1992 julkaistu Iso-Britannian suositus ja uusin vuonna 2007 julkaistu Bulgarian corporate governance –suositus. Kuusitoista suosituksista on julkaistu 2000-luvulla, joista kolmetoista 2000-luvun alkupuolella. Loput kymmenen suosituksista on julkaistu 1990-luvulla, joista yhdeksän vuosikymmenen puolivälissä tai sen jälkeen ja yksi suositus, Iso-Britannian corporate governance –koodi, vuonna 1992.

Taulukko 7. Otoksen corporate governance -suositusten julkaisuvuodet.

Valtio	Vuosi	Valtio	Vuosi.	Valtio	Vuosi
Alankomaat	1997	Luxemburg	2006	Slovakia	2002
Belgia	1998	Malta	2005	Suomi	1997
Bulgaria	2007	Norja	2004	Sveitsi	2002
Espanja	1998	Portugali	1999	Tanska	2001
Irlanti	1992	Puola	2002	Tseki	2001
Iso-Britannia	1992	Ranska	1998	Unkari	2004
Italia	1999	Romania	2000	Venäjä	2002
Itävalta	2002	Ruotsi	2004	Viro	2006
Kreikka	1999	Saksa	2000		

Tutkielmassa tarkastellaan suositusten kehitystä vuosina 2003, 2007 ja 2011, mihin on muutamia erityisiä syitä. Ottamalla suhteellisin tasaisin väliajoin kolme tarkasteltavaa vuotta saadaan suositusten muutoksista laaja-alaisempaa tietoa. Vuosi 2003 antaa kuvan suositusten vuosikymmenen alun tasosta, kun taas vuosi 2007 antaa kuvan suosituksista juuri talouskriisiä edeltävältä ajalta. Vuoden 2011 havainnot puolestaan kertovat tilanteen talouskriisin jälkeisessä Euroopassa, eli kuinka viimeisimmät talouselämän muutokset ovat vaikuttaneet corporate governance –suosituksiin. Hypoteesin tilastollinen merkitsevyys vaatii merkitsevyyden ilmenemistä jokaisena tarkasteltuna vuonna.

Riskienhallinnan laajuutta kuvaavan indeksin pohjana toimi yleisesti tunnustetut corporate governance –viitekehykset, joiden antamista suosituksista kerättiin keskeiset riskienhallintaa ja –raportointia koskevat corporate governance säännökset. Tämä indeksi siis kertoo vaatimustason hyvälle riskienhallinnan ja siitä raportoinnin corporate governance –suositukselle. Indeksillä pohjana toimi OECD:n, International Corporate Governance Networkin (ICGN), Ethos Fundin, Commonwealth Association for Corporate Governance (CACG), Teachers Insurance and Annuity Association–College Retirement Equities Fundin (TIAA-CREF) ja California Public Employees’ Retirement Systemin (CalPERS) antamat ohjeet.

Aineistolle esitettiin yhteensä 41 kysymystä. Suurin osa kysymyksistä pisteytettiin arvolla 0 tai 1, mutta mukana on myös muuttujia jotka voivat saada arvon 0, 1 tai 2. Korkein mahdollinen pistemäärä on 52. Pisteytys on ollut ankaraa ja perustuu pelkästään säädöksiin riskienhallinnasta. Jos esim. toimivan johdon tehtäviin on vain yleisesti sanottu kuuluvan hallitukselle raportointi, saa tästä vain yhden pisteen. Jos mainitaan tehtäväksi erityisesti riskienhallinnan valvominen operatiivisella tasolla ja siitä säännöllisesti hallitukselle raportointi, saa kaksi pistettä. Myöskään säännökset sisäisestä valvonnasta eivät automaattisesti nosta pisteytystä, jolleivät säännökset selvästi viittaa myös yhteen sisäisen valvonnan osa-alueista eli riskienhallintaan. Tutkimuksessa ovat mukana vain corporate governancesta annetut yleiset suositukset, ei eri toimialoille, kuten pankeille tai rahastoille annetut suositukset.

Riskienhallintaindeksi jaettiin suositusten sisällön mukaan kolmeen eri osa-alueeseen, jotka ovat riskienhallinnan periaatteiden ja vastuiden määrittely, käytännön riskienhallintatyö ja riskiraportointi. Riskienhallintaindeksiin sisältyvä pisteytys selviää tarkemmin liitteestä 1.

7 Analyysi

7.1 Kuvaileva analyysi

Tässä luvussa analysoidaan saatuja tuloksia ensin tunnuslukuun ja sitten matemaattisiin tilastomenetelmin. Liitteestä 2 selviää riski-indeksistä saadut pisteet vuosittain ja maittain. Yksittäisistä indeksin alueista parhaiten täytettiin hallituksen, tilintarkastajien ja tarkastusvaliokunnan tehtävien suositukset. Muita kattavasti säädeltyjä alueita olivat tilintarkastajan sidonnaisuuksien huomiointi, tilintarkastajan antama lausunto, aktiivisen keskustelun painottaminen koko organisaation tasolla sekä riskeistä ja riskijärjestelmistä raportointi. Kohtia, jotka jäivät yhtenä tai useampana vuonna kokonaan ilman mainintaa olivat vaatimukset riskienhallinnan ulottamisesta läpi koko organisaation ja riskiraportoinnin ulkopuolelle, sen määrittelemine onko riskienhallinnalle oma erillinen vastuuyksikkönsä organisaatiossa, riskien luokittelu aikajänteen perusteella ja kategorioittain, riskienhallinnan päämäärien selostaminen sijoittajille, kokonaisvaltaisen kuvan antaminen yrityksestä sijoittajille, tuoteturvallisuuden erikoishuomiointi raportoinnissa ja erityisen riskisen toimialan riskisyyden painottaminen.

Liitteestä 2 käy myös ilmi, että vuonna 2003 korkeimman indeksin pistemäärän saivat Alankomaat (24 pistettä) ja Venäjä (23 p.). Vuonna 2007 kärjessä olivat Norja (25 p.) ja Alankomaat (24 p.) ja vuonna 2011 Alankomaat (31 p.) ja Norja (27p.). Huonoiten riski-indeksin täyttivät vuonna 2003 Kreikka (3 p.) sekä Portugali ja Belgia (5 p.), vuonna 2007 Kreikka (3 p.) sekä Romania ja Bulgaria (10 p.) ja vuonna 2011 Ruotsi, Puola ja Bulgaria (10 p.).

Taulukkoon 8 on koottu tiedot riski-indeksin tunnusluvuista tutkituilta vuosilta. Siitä käy ilmi, että riski-indeksin arvot jäivät kaikkina vuosina kauas maksimipistemäärästä 52, joskin kaikissa tunnusluvuissa on myös keskiarvolla ja mediaanilla mitattuna havaittavissa selkeää parannusta vuotta 2011 kohti. Molempien tunnuslukujen muutos vuosien 2003 ja 2007 sekä vuosien 2007 ja 2011 välillä on myös melkein sama. Suhteellisen suuri keskihajonta antaa kuitenkin olettaa, että riski-indeksin arvot vaihtelevat mahdollisesti paljonkin maiden välillä. On myös mielenkiintoista huomata, että keskihajonta ensin pienenee vuonna 2003 ja sitten uudestaan kasvaa hieman vuonna 2011.

Taulukko 8. Riski-indeksin kuvailevat tunnusluvut jaoteltuna vuosittain.

Riski-indeksi	2003	2007	2011
Keskiarvo	13,21	15,88	17,85
Mediaani	12	15	18
Keskihajonta	6,08	5,34	5,75
Minimi	3	3	10
Maksimi	24	25	31
Summa	251	413	464
N (havaintojen lkm)	19	26	26

Minkään vuoden kohdalla ei mikään maa saanut jäänyt indeksissä täysin nolllille, vaikka Kreikan kolmen pisteen minimiarvo vuosina 2003 ja 2007 onkin todella alhainen ja kertoo vaatimusten täyttyneen vain äärimmäisen vähäisin osin. Korkein indeksin pistemäärä on vuonna 2011 Alankomaan saama 31, joka kuitenkin jää 21 pistettä maksimipistemäärästä. Sekä minimi- että maksimiarvojen kohdalla on myös nähtävissä todella pieni kehitys tai ei kehitystä ollenkaan vuosien 2003 ja 2007 välillä, mutta sitten suuri harppaus vuosien 2007 ja 2011 arvojen välillä. Koska myös indeksin summa nousee vuosien välillä, se yhdistettynä muihin kohonneisiin tunnuslukuihin antaa olettaa, että suosituksissa on tapahtunutta muutoksia vuosien 2003 ja 2011 välillä.

Riski-indeksi jaettiin vielä kolmeen osaan suositusten sisällön perusteella. Taulukossa 9 on esitelty riski-indeksin eri osa-alueiden kuvailevat tunnusluvut. Suurin mahdollinen pistemäärä riskienhallinnan periaatteita koskien on 12, käytännön riskienhallinnalle 20 ja riskeistä raportoinnille ja tunnistamiselle 20. Taulukosta käy ilmi, että kaikkien osa-alueiden kohdalla indeksit jäivät niin keskiarvolla kuin mediaanilla mitattuna todella kauas maksimista. Kaikkein korkeimman keskiarvon ja mediaanin saa riskienhallinnan käytännön työtä kuvaava osa. Kaikkien kolmen kohdalla keskiarvo kuitenkin nousee vuotta 2011 kohti. Koska periaatteiden ja riskiraportoinnin keskihajonta on myös noussut, indikoi keskiarvon nousu kuitenkin niiden kohdalla että muutos johtuu vain muutamien maiden merkittävästä muutoksesta osan jäädessä entiselle tasolle. Käytännön riskienhallinnan kohdalla vaihtelu on pienempää, mikä yhdessä nousseen riski-indeksin arvon kanssa antaa olettaa, että indeksin muutoksen takana on suurempi osuus otoksesta. Käytännön riskienhallintaa lukuun ottamatta kaikkien osien kohdalla esiintyi myös maita, jotka eivät täyttäneet vaatimuksia ollenkaan. Nouseva trendi

muutosta kuvaavissa tunnusluvuissa antaa kuitenkin edelleen olettaa, että suosituksissa on tapahtunut muutoksia vuosien 2003 ja 2011 välillä.

Taulukko 9. Riski-indeksin osa-alueiden kuvailevat tunnusluvut vuosittain.

Riski-indeksin osa-alue	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	Minimi	Maksimi	Summa	N
PERIAATTEET							
Riski-indeksi 2003	2,42	3	1,30	0	5	46	19
Riski-indeksi 2007	2,69	3	1,54	0	5	70	26
Riski-indeksi 2011	3,38	3	1,79	0	9	88	26
KÄYTÄNNÖN RISKIENHALLINTA							
Riski-indeksi 2003	9,05	9	4,12	1	16	172	19
Riski-indeksi 2007	11,34	11	3,35	3	16	295	26
Riski-indeksi 2011	11,61	11,5	2,91	5	17	302	26
RAPORTOINTI							
Riski-indeksi 2003	1,73	1	1,99	0	7	33	19
Riski-indeksi 2007	1,73	1,5	1,71	0	5	45	26
Riski-indeksi 2011	2,84	2	2,66	0	10	74	26

7.2 Riski-indeksin kehitys

Seuraavaksi tutkielmassa on tarkoitus tarkastella indeksin sisällön muutoksia t-testillä. T-testiä voidaan kuitenkin soveltaa ainoastaan jos otos on normaalijakautuneesta perusjoukosta, minkä takia ennen t-testin käyttöä testataan perusjoukon normalisuus. Tämänkaltaisilla pienillä otoksilla normaalijakaumaoletus voidaan tarkistaa laskennallisesti Kolmogorov-Smirnov –testillä tai Shapiro-Wilk –testillä. (KvantiMOT.)

Merkitsevyytaso (riskitaso, p) kertoo kuinka suuri riski on, että hypoteesin hylätään virheellisesti. Mitä pienempi p-arvo, sitä pienemmällä todennäköisyydellä on tehty virhe. Testatun eron sanotaan olevan tilastollisesti erittäin merkitsevä, jos $p \leq 0,001$ (***), tilastollisesti merkitsevä jos $p \leq 0,01$ (**) ja melkein merkitsevä jos $p \leq 0,05$ (*). (Heikkilä, 2008, 195.) Tässä tutkielmassa merkitsevyytasona käytetään ensisijaisesti 0,05:tä, mutta myös vahvemmat ja heikommat merkitystasot otetaan huomioon.

Sekä Kolmogorov-Smirnovin että Shapiro-Wilkin testin nollihypoteesi on, että muuttuja noudattaa normaalijakaumaa. Tämä hypoteesi hylätään, mikäli p-arvo (Sig.) on pienempi kuin 0,05. Kuten alla olevasta taulukosta 10 nähdään, kaikkien vuosien

riski-indeksien p-arvo on yli 0,05 sekä Kolmogorov-Smirnovin että Shapiro-Wilkin testien mukaan, mikä tarkoittaa, että muuttujat ovat normaalijakautuneita eikä nollahypoteesia hylätä. Myöskään vinous- tai huipukkuustunnusluvut eivät poikkea merkittävässä määrin normaalista.

Taulukko 10. Riski-indeksin normaalius vuosittain.

	Kolmogorov-Smirnov		Shapiro-Wilk		Vinous (Skewness)	Huipukkuus (Kurtosis)
	Statistic	Sig.	Statistic	Sig.		
RISKI2003	,185	,086	,927	,149	,319	-,586
RISKI2007	,107	,200*	,952	,265	-,309	-,053
RISKI2011	,133	,200*	,949	,217	,375	-,150

Kun muuttujien normaalijakautuneisuus on varmistettu, voidaan ne testata t-testillä. T-testiä käytetään tässä tutkielmassa kahden riippuvan otoksen keskiarvojen yhtä suuruuden testaamiseen. Riippuvilla otoksilla tarkoitetaan käytännössä mittaustilannetta, jossa samoja koehenkilöitä mitataan jonkin ajan kuluttua uudestaan. Kahden riippuvan otoksen t-testissä nollahypoteesina (H_0) on, että tarkasteltavien muuttujien (mittaustulosten) keskiarvot ovat yhtä suuret. Vastahypoteesi (H_1) on tällöin kaksisuuntaisessa testissä, että muuttujien keskiarvot ovat erisuuret. (KvantiMot.)

Kuten taulukosta 11 näkyy, t-testin perusteella suositusten sisällössä on tapahtunut positiivista kehitystä kaikkien tarkasteltujen vuosien välillä, eli nollahypoteesi hylätään. Erityisen vuosien 2003 ja 2011 välinen muutos (erotuksen keskiarvo 5,000) on tilastollisesti erittäin merkitsevä ($p < 0,001$). Vuosien 2003 ja 2007 välinen muutos on hieman seuraavaa vuosiparia suurempi, mikä indikoi, ettei taantuma ole vaikuttanut suositusten sääntelyyn odotetulla tavalla tai sen aikaansaama muutos ei vielä näy niissä. Tulosten perusteella löydetään kuitenkin tukea hypoteesille H_1 , sillä corporate governance -suositusten sisältöindeksillä on nouseva trendi koko aineiston osalta v. 2003 ja v. 2011 välillä.

Taulukko 11. Suositusten sisällön muutos (t-testi).

Pari	df	Erotuksen keskiarvo	t-arvo	Sig.
RISKI2003-RISKI2007	18	2,579	2,827	,011*
RISKI2007-RISKI2011	25	1,962	2,783	,010**
RISKI2003-RISKI2011	18	5,000	4,293	,000***

* Regressio on merkitsevä alle 0,05 p-arvolla.

** Regressio on merkitsevä alle 0,01 p-arvolla.

*** Regressio on merkitsevä alle 0,001 p-arvolla.

Taulukossa 12 on esitetty riski-indeksin muutokset osa-alueittain. Käytännön riskienhallinnan ohjeistus parani huomattavasti vuosien 2003 ja 2007 välillä, mutta vuosina 2007 ja 2011 muutokset eivät enää olleet merkitseviä. Kun muistetaan, että käytännön riskienhallinnan ohjeistus kuitenkin täytti kolmesta osa-alueesta kaikkein parhaiten suositusten vaatimukset, näyttääkin siltä, että suurin osa sen kasvusta on ajoittunut suositusten alkuaikaan ja sittemmin saavuttanut lakipisteensä. Periaatteita ja riskiraportointia koskeva ohjeistus taas parani tarkasteltujen vuosien loppupuoliskolla ja myös koko tutkielmaan otettujen vuosien ajalla tarkasteltuna. Koska niiden lähtötaso oli kuitenkin käytännön riskienhallinnan suosituksia alempi, eivät ne kasvusta huolimatta päässeet ohjeistuksessa käytännön riskienhallinnan tasolle. Vuosien 2003 ja 2011 välillä tarkastellen kuitenkin myös riskienhallinnan käytännön työn suositukset paranivat tilastollisesti melkein merkitsevästi.

Taulukko 12. Suositusten osa-alueiden sisällön muutos (t-testi).

Pari	df	Erotuksen keskiarvo	t-arvo	Sig.
RISKI2003-RISKI2007				
Periaatteet	18	0	2,101	1
Käytännön riskienhallinta	18	2,263	2,101	0,01**
Raportointi	18	0,210	2,101	0,465
RISKI2007-RISKI2011				
Periaatteet	24	0,72	2,064	0,01**
Käytännön riskienhallinta	24	0,20	2,064	0,629
Raportointi	24	1,115	2,064	0,00***
RISKI2003-RISKI2011				
Periaatteet	18	2,842	2,101	0,00***
Käytännön riskienhallinta	18	0,895	2,101	0,03*
Raportointi	18	1,263	2,101	0,00***

* Regressio on merkitsevä alle 0,05 p-arvolla.

** Regressio on merkitsevä alle 0,01 p-arvolla.

*** Regressio on merkitsevä alle 0,001 p-arvolla.

7.3 Tilastollinen analyysi

7.3.1 Muuttujien kuvailevat tunnusluvut

Seuraavaksi analysoidaan regression muuttujien kuvailevia tunnuslukuja. Kuten taulukosta 13 havaitaan, kulttuuri-indekseistä selvästi korkeimman keskiarvon ja mediaanin saa epävarmuusindeksi. Toisena on individuaalisuusindeksi, mikä indikoi otoksen maiden olevan individuaalisia, mutta toisaalta epävarmuutta huonosti kestäviä. Valtaetäisyys- ja maskuliinisuusindekseillä mitattuna maat sijoittuvat lähemmäs 50 pisteen teoreettista puoliväliä. Keskihajonta on suurta kaikissa indekseissä, mutta erityisesti maskuliinisuus- ja epävarmuusindekseissä. Rahoitusmarkkinoiden koon osuus bruttokansantuotteesta on hieman suurempi kuin rahoitusmarkkinoiden vaihdon osuus bruttokansantuotteesta. Maat myös vaihtelevat vaihdon suhteen enemmän kuin koon.

Taulukko 13. Muuttujien kuvailevat tunnusluvut.

Muuttujat	N	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	Min	Maksimi	Summa
Valtaetäisyysindeksi	26	50,81	48	22,92	11	104	1321
Individuaalisuusindeksi	26	60,62	61,50	16,89	27	89	1576
Maskuliinisuusindeksi	26	47,27	45	25,77	5	110	1229
Epävarmuusindeksi	26	68,77	72	25,75	23	112	1788
Oikeusjärjestelmä	26	0	0	0	0	0	0
Rahoitusmarkkinoiden koko ln	26	3,46	3,57	0,88	1,60	4,95	89,98
Rahoitusmarkkinoiden likviditeetti ln	26	2,58	2,98	1,95	-1,57	4,95	67,16

7.3.2 Korrelaatiokertoimet

Mallin muuttujien väliset yhteydet selvitetään korrelaatiolla. Mikäli selitettävät muuttujat ovat voimakkaasti korreloituneita keskenään, voi tämä aiheuttaa malliin multikollinearisuutta. Liitteessä 3 on esitetty korrelaatiomatriisit kullekin vuodelle erikseen siten, että Pearsonin parametriset korrelaatiokertoimet ovat oikeassa yläkolmiossa ja Spearmanin ei-parametriset korrelaatiokertoimet vasemmalla alemmassa kolmiossa. Korrelaatiokertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä alle 0,05 tai 0,01 p-arvoilla on lihavoitu ja merkitty tähdellä.

Testin mukaan vuoden 2003 riski-indeksi korreloi tilastollisesti merkittävästi saksalaisen säädösoikeuden kanssa Pearsonin korrelaatiotestillä. Mikään muu tutkituista muuttujista ei korreloi riski-indeksin kanssa tilastollisesti merkittävällä tavalla minään muuna vuonna. Hofsteden kulttuuriulottuvuuksista valtaetäisyys ja epävarmuuden välttäminen

sen sijaan korreloivat vahvasti toistensa kanssa. Valtaetäisyys ja individuaalisuus korreloivat puolestaan keskenään negatiivisesti molemmilla testeillä, samoin kuin individuaalisuus ja epävarmuuden välttäminen. Myös rahoitusmarkkinoiden koko ja likviditeetti korreloivat keskenään. Muuttujien kesken ei kuitenkaan synny todella suuria riippuvuuksia, joten multikollineaarisuusongelmia ei korrelaatiokertoimien perusteella havaita huolestuttavissa määrin. Suurin riippuvuus on rahoitusmarkkinoiden koon ja likviditeetin väliltä löytyvä 0,690.

Havaintojen perusteella testeissä ei esiintynyt multikollineaarisuutta myöskään erilaisilla multikollineaarisuusmittareilla tarkasteltuna, sillä VIF- ja Tolerance -arvot (<20 ja $>0,05$) ja Condition Indexit (< 30) olivat hyväksyttävällä tasolla. Myöskään autokorrelaatiota ei havaittu, sillä Durbin-Watson-arvot olivat lähellä 2:ta.

7.3.3 Regressioanalyysi ja keskiarvotestit

Seuraavaksi analysoidaan otosta regressioanalyysillä, t-testillä ja varianssianalyysillä.

Regressioanalyysi

Taulukossa 14 on esitetty ensin hypoteesien H2-H5 ja H7 regressioanalyysin beta-kerroin, t-arvo ja tilastollinen merkitsevyys Sig. Kuviosta on lihavoitu tilastollisesti merkitsevät arvot, eli beta-kertoimet, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä, kun $p \leq 0,001$, $p \leq 0,05$ tai $p \leq 0,01$.

Regressioanalyysin tulokset ovat yllättäviä. Analyysin perusteella on havaittavissa, että vain vuoden 2011 individuaalisuuden vaikutus riski-indeksiin on tilastollisesti melkein merkitsevä. Tämä viittaa siihen, että vuoden 2011 riski-indeksin ja maan individuaalisuuden välillä on positiivinen yhteys, eli mitä individuaalisempi maa, sitä laajemmat corporate governance –suositukset. Hypoteesi H3 siis saa tukea yhden vuoden osalta, mutta koska sekä vuoden 2003 että 2007 osalta tilastollista merkitsevyyttä ei esiinny, jää nollahypoteesi koko aineiston osalta voimaan.

Muiden muuttujien osalta ei osittaisiakaan tilastollisesti merkitseviä riippuvuuksia havaittu. Matalalla valtaetäisyydellä ei näytä olevan merkitsevyyttä riski-indeksin arvoon, eli hypoteesin H2 osalta nollahypoteesi jää voimaan. Myöskään maskuliinisuus ei vaikuta riski-indeksiin, eli nollahypoteesi H4 jää voimaan. Hypoteesi H5 epävarmuuden välttämisestä ei saa myöskään tukea, eli hypoteesi H5 hylätään.

Rahoitusmarkkinoiden koko ja likviditeetti eivät myöskään vaikuta riski-indeksin arvoon, eli hypoteesin H7 osalta nollahypoteesi jää voimaan.

Taulukko 14. Regressioanalyysi vuosittain (tilastollisesti merkitsevät beta-kertoimet lihavoitu).

Riski-indeksi	2003			2007			2011		
	Beta	t-arvo	Sig.	Beta	t-arvo	Sig.	Beta	t-arvo	Sig.
Vakio	12,353	,785	,447	-2,881	-,301	,766	-0,469	-,470	,963
Valtaetäisyysindeksi	,356	,951	,360	,157	,607	,551	,043	,172	,865
Individuaalisuusindeksi	0,26	,057	,956	,643	2,017	,058	,656	2,129	,047*
Maskuliinisuusindeksi	,173	,508	,621	,028	,114	,911	,111	,471	,643
Epävarmuusindeksi	-,390	-,900	,386	,348	1,248	,227	,430	1,596	,127
RahKoko ln	-,131	-,182	,859	,080	,297	,770	-,078	-,301	,767
RahVaihto ln	,230	,287	,779	-,329	-1,288	,213	-,233	-,944	,357
F-arvo	,325		,911	1,019		,442	1,321		,296
Oikaistu R ²	-0,290			0,005			0,071		
N	19			26			26		

* Regressio on merkitsevä alle 0,05 p-arvolla.

** Regressio on merkitsevä alle 0,01 p-arvolla.

Taulukon 14 mallissa on myös joitakin hankaluuksia, joiden johdosta malli ei ole tilastollisesti merkitsevä. Ensinnäkin analyysistä on huomattava, että sen väitteiden todistamiseksi tarvitaan jatkoanalyysijä, koska regressiomallin korjattu selitysaste on negatiivinen tai erittäin pieni kaikkien vuosien kohdalla. Pieni selitysaste tarkoittaa, että malli pystyy ennustamaan vain hyvin pienen osan selitettävän muuttujan vaihtelusta. Jos havaintojen lukumäärä on suhteellisen pieni ja mallissa on mukana useita ei-merkitseviä muuttujia, voi selitysaste olla negatiivinen.

Myös mallin F-arvot ovat huomattavan pieniä, mikä viittaa siihen, ettei regressioanalyysissä olevilla muuttujilla ylipäänsä pystytä selittämään selitettävän muuttujan vaihtelua. Tämä ei sinänsä ole yllätys, koska myöskään suurin osa selittävien muuttujien regressiokertoimista ei ole tilastollisesti merkitseviä. Regressiomallista on jo myös poistettu oikeusjärjestelmien dummy-muuttujat, koska verrattaessa ne sisältänyttä mallia yllä olevaan malliin, jossa dummy-muuttujia ei ole, havaittiin oikeusjärjestelmien muuttujien alentavan mallin selitysastetta olennaisesti. Jos selityskerroin alenee merkittävästi, on dummy-muuttujien pois ottaminen perusteltua. Oikeusjärjestelmiä tarkastellaan seuraavaksi keskiarvotesteillä.

Keskiarvotestit

Hypoteesia H₆ eli oikeusjärjestelmän suhdetta suositusten sisältöön on tutkittu riippumattomien muuttujien t-testillä ja yksisuuntaisella varianssianalyysillä. Taulukkoon 15 on koottu säädösoikeuden ja tapaoikeuden tunnusluvut. Kuten taulukon t-testistä havaitaan, säädösoikeuden ja tapaoikeuden suositusten keskiarvojen erot ovat tilastollisesti merkitseviä v. 2007 suhteen, mutta eivät muina vuosina. Säädösoikeudella on siis ollut tapaoikeutta laajemmat suositukset vuoden 2007 indeksissä, mutta ei muulloin.

Taulukko 15. Oikeusjärjestelmän ja suositusten suhde (t-testi, tilastollisesti merkitsevät kertoimet lihavoitu).

Riski- indeksi	2003		2007		2011	
	Säädösoikeus	Tapaoikeus	Säädösoikeus	Tapaoikeus	Säädösoikeus	Tapaoikeus
Keskiarvo	13,35	12,00	16,13	13,00	17,71	19,50
Varianssi	41,37	0,00	30,20	0,00	35,52	4,50
N	14	2	24	2	24	2
t-arvo	0,87		2,79		0,93	
Sig.	0,20		0,01**		0,21	
df.	16		23		23	

* Regressio on merkitsevä alle 0,05 p-arvolla.

** Regressio on merkitsevä alle 0,01 p-arvolla.

Seuraavassa tarkastellaan oikeusjärjestelmiä vielä tarkemmin jakamalla säädösoikeus kolmeen alaluokkaan ja testaamalla kaikkien neljän eri oikeusjärjestelmän yhteyttä suositusten sisältöön yksisuuntaisella Anova-testillä. Kuten taulukosta 16 havaitaan, myöskään säädösoikeuksien jakaminen alaryhmiin ei kuitenkaan tuo esiin tilastollisesti merkityksellistä yhteyttä suositusten ja oikeusjärjestelmien välillä. Koska edellä saatu t-testin tulos tilastollisesti merkitsevästä suhteesta vuodelta 2007 lisäksi viittaa siihen, että säädösoikeuden maissa suositukset ovat laajempia, eivätkä hypoteesin mukaisesti niukempia kuin tapaoikeudessa, ei hypoteesi H₆ saa tukea ja nollahypoteesi jää voimaan.

Taulukko 16. Oikeusjärjestelmän ja suositusten suhde (Anova-testi).

Keskiarvot	2003	N	2007	N	2011	N
Tapaoikeus	12	2	13	2	19,5	2
RanskSäädös	11,11	9	15,2	10	18,5	10
SaksalSäädös	17,67	6	17,1	10	17,5	10
SkandiSäädös	10,5	2	16	4	16,25	4
df	18		25		25	
F-testi	1,80		0,391		0,192	
Sig.	0,189		0,760		0,900	

* Regressio on merkitsevä alle 0,05 p-arvolla.

** Regressio on merkitsevä alle 0,01 p-arvolla.

Riski-indeksin osa-alueet

Seuraavassa tarkastellaan vielä sitä, kuinka regressio ja t-testi käyttäytyvät, jos ne suoritetaan kullekin indeksin osa-alueelle erikseen. Nämä osa-alueiden tulokset tukevat pääosin aikaisempia päätelmiä. Osa-alueiden regressioita koskee myös sama ongelma kuin koko indeksin regressiota, eli niiden selitysasteet ja F-arvot ovat alhaisia, jopa negatiivisia.

Taulukkoon 17 on koottu vuoden 2003 riski-indeksin kolmen eri osa-alueen regressiokertoimet. Taulukosta havaitaan, vuoden 2003 mallista ei löydy yhtään tilastollisesti merkitsevää regressiota, mikä on odotettua, sillä niitä ei löytynyt myöskään koko riski-indeksin toimiessa selitettävänä muuttujana.

Taulukko 17. Vuoden 2003 riski-indeksin osa-alueiden regressiot.

Riski-indeksi 2003	PERIAATTEET			KÄYTÄNNÖN RISKIENHALLINTA			RAPORTOINTI		
Selittävä muuttuja	Beta	t-arvo	Sig.	Beta	t-arvo	Sig.	Beta	t-arvo	Sig.
Vakio	3,336	1,095	,294	10,834	1,036	,766	-1,818	-,342	,738
Valtaetäisyysindeksi	,563	1,668	,121	,288	,787	,551	,119	,307	,763
Individuaalisuusindeksi	-,157	-,375	,713	-,076	-,166	,058	,340	,710	,490
Maskuliinisuusindeksi	,056	,182	,858	,303	,906	,911	-,135	-,385	,706
Epävarmuusindeksi	-,639	-1,634	,128	-,445	-1,047	,227	,149	,333	,744
RahKoko ln	-,433	-,665	,518	-,246	-,349	,770	,393	,529	,605
RahVaihto ln	,923	1,280	,224	,353	,451	,213	-,635	-,771	,455
F-arvo	,857		,711	,428		,371	,194		,187
Oikaistu R ²	-0,050			-0,236			-0,368		
N	19			19			19		

Taulukossa 18 on esitetty vuoden 2007 indeksin osa-alueet regressioineen. Siitä huomataan, että mallista löytyy vain yksi alle 0,05 p-arvolla merkitsevä tulos, eli individuaalisuus vaikuttaa positiivisesti riskienhallinnan periaatteita koskeviin suosituksiin vuoden 2007 aineistossa. Koko riski-indeksin toimiessa selitettävänä muuttujana individuaalisuuden merkitys riski-indeksin selittäjänä jäi vain hieman merkittävyyden rajasta (0,058), joten tulos on tässä mielessä odotettu. Muiden muuttujien regressiot eivät ole tilastollisesti merkitseviä, kuten ne eivät olleet myöskään koko indeksin toimiessa selitettävänä muuttujana.

Taulukko 18. Vuoden 2007 riski-indeksin osa-alueiden regressiot.

Riski-indeksi 2007	PERIAATTEET			KÄYTÄNNÖN RISKIENHALLINTA			RAPORTOINTI		
	Beta	t-arvo	Sig.	Beta	t-arvo	Sig.	Beta	t-arvo	Sig.
Selittävä muuttuja									
Vakio	-3,124	-1,170	,256	2,496	,398	,695	-,988	-,310	,760
Valtaetäisyysindeksi	,312	1,248	,226	,336	1,244	,228	,378	1,399	,178
Individuaalisuusindeksi	,680	2,205	,039*	,576	1,732	,099	,396	1,192	,248
Maskuliinisuusindeksi	-,047	-,200	,843	-,107	-,422	,677	-,084	-,332	,743
Epävarmuusindeksi	,213	,790	,438	,117	,402	,691	,035	,121	,903
RahKoko ln	,203	,779	,445	-,064	-,226	,823	-,208	-,742	,467
RahVaihto ln	-,483	-1,956	,065	-,034	-,127	,899	,158	,594	,560
F-arvo	1,318		,297	,678		,669	,683		,665
Oikaistu R ²	0,071			-0,084			-0,082		
N	26			26			26		

* Regressio on merkitsevä alle 0,05 p-arvolla.

** Regressio on merkitsevä alle 0,01 p-arvolla.

Erotuksena edellisistä vuosista, vuoden 2011 osalta aiemmat tulokset eivät saa sen sijaan vahvistusta, kuten taulukosta 19 havaitaan. Taulukkoon on koottu vuoden 2011 indeksin osa-alueiden regressiot. Vaikka koko riski-indeksin toimiessa selitettävänä muuttujana oli individuaalisuuden merkitys riski-indeksiin tilastollisesti merkitsevä, ei individuaalisuus nyt selitä minkään kolmen osa-alueen vaihtelua. Yksittäin katsoen individuaalisuus ei siis ole tilastollisesti merkitsevä muuttuja, mutta koko riski-indeksin tasolla se pystyy selittämään indeksin vaihtelua. Myöskään mikään muu regressio ei ole tilastollisesti merkitsevä.

Taulukko 19. Vuoden 2011 riski-indeksin osa-alueiden regressiot.

Riski-indeksi 2011	PERIAATTEET			KÄYTÄNNÖN RISKIENHALLINTA			RAPORTOINTI		
	Beta	t-arvo	Sig.	Beta	t-arvo	Sig.	Beta	t-arvo	Sig.
Selittävä muuttuja									
Vakio	-1,716	-,521	,609	3,924	,744	,466	,706	,139	,890
Valtaetäisyysindeksi	,139	,523	,607	,180	,688	,499	,309	1,124	,275
Individuaalisuusindeksi	,485	1,481	,155	,626	1,941	,0673	,392	1,156	,262
Maskuliinisuusindeksi	,163	,652	,522	-,029	-,118	,907	-,095	-,369	,716
Epävarmuusindeksi	,290	1,011	,325	,261	,927	,366	-,042	-,140	,890
RahKoko ln	-,020	-,073	,943	-,205	-,752	,461	-,255	-,890	,384
RahVaihto ln	-,148	-,562	,581	,116	,451	,657	,000	0,000	,999
F-arvo	,797		,584	,928		,497	,541		,771
Oikaistu R ²	-0,051			-0,017			-0,124		
N	26			26			26		

Seuraavan muuttujan eli oikeusjärjestelmän suhdetta riski-indeksin eri osa-alueisiin on tutkittu vielä alla. Taulukosta 20 havaitaan, että hypoteesi H6:n mukainen tulos ilmenee jokaisena vuonna riskienhallinnan periaatteiden tapauksessa, eli tapaoikeuden säädökset olivat siis säädösoikeutta laajemmat riskienhallinnan periaatteiden osalta niin vuosina 2003, 2007 kuin 2011. Vuoden 2003 muiden osa-alueiden keskiarvojen erot eivät ole tilastollisesti merkitseviä, mutta vuonna 2007 säädösoikeuden maat olivat sen sijaan hypoteesin H6 vastaisesti käytännön riskienhallinnan ja raportoinnin osalta tapaoikeutta laajempia. Vaikka löydös on alkuperäisen hypoteesin vastainen, se on kuitenkin tämän tutkielman aikaisempien tulosten mukaan odotettu, sillä säädösoikeuden suositukset olivat tapaoikeutta laajempia vuoden 2007 aineistolla myös koko riski-indeksin toimiessa selitettävänä muuttujana. Vuoden 2011 osalta ei sen sijaan havaita muita tilastollisesti merkitseviä tuloksia periaatteiden merkitsevyyden lisäksi.

Taulukko 20. Oikeusjärjestelmien ja riski-indeksin osa-alueiden suhde (t-testi).

	PERIAATTEET		KÄYTÄNNÖN RISKIENHALLINTA		RAPORTOINTI	
	Säädösoikeus	Tapaoikeus	Säädösoikeus	Tapaoikeus	Säädösoikeus	Tapaoikeus
RISKI2003						
Keskiarvo	2,35	3	9,18	8	1,82	1
Varianssi	1,87	0	19,03	0	4,40	0
N	17	2	17	2	17	2
t-arvo	-1,95		1,11		1,62	
Sig.	0,03*		0,14		0,06	
df.	16		16		16	
RISKI2007						
Keskiarvo	2,58	4	11,63	8	1,79	1
Varianssi	2,43	0	11,20	0	3,13	0
N	24	2	24	2	24	2
t-arvo	-4,45		5,31		2,19	
Sig.	0,00***		0,00***		0,02*	
df.	23		23		23	
RISKI2011						
Keskiarvo	3,25	5	11,63	11,5	2,83	3
Varianssi	3,24	0	9,20	0,5	7,62	2
N	24	2	24	2	24	2
t-arvo	-4,76		0,16		-0,15	
Sig.	0,00***		0,44		0,45	
df.	23		23		23	

* Regressio on merkitsevä alle 0,05 p-arvolla.

** Regressio on merkitsevä alle 0,01 p-arvolla.

*** Regressio on merkitsevä alle 0,001 p-arvolla

8 Johtopäätökset

Tämän tutkielman tavoitteena oli analysoida riskiraportoinnin kehitystä eurooppalaisten maiden corporate governance –suosituksissa ja suositusten yhteyttä kulttuurin, oikeusjärjestelmien ja rahoitusmarkkinoiden maaspesifeihin muuttujiin. Vaikka corporate governance –suositukset vain täydentävät lakisääteisiä menettelytapoja, voi niiden myös juuri siitä syystä olettaa indikoivan säätäjiensä halua ja kiinnostusta liike-elämän

toimintatapojen parantamiseen, sillä jo pelkkä lakisäätteisten menettelytapojen olemassaolo takaa minimitason riskienhallinnalle. Jos sääntelijät haluavat luoda vielä tämän päälle ylimääräistä sääntelyä, voi se jo sinällään kertoa aktiivisuudesta asiassa.

Tutkielman empiirinen osa muodostui kaksiosaiseksi siten, että ensimmäisessä osassa analysoitiin sisältöanalyysin keinoin eurooppalaismaiden riskihallintajärjestelmistä antamia corporate governance –suosituksia ja niiden sisällön muutoksia vuosien 2003 ja 2011 välillä. Toisessa osassa tavoitteena oli selittää tilastollisin menetelmin miten maaspesifit tekijät vaikuttavat suositusten sisältöön.

Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että riskienhallinnan ja riskiraportoinnin corporate governance -suositukset ovat kehittyneet viime vuosien aikana. Suositukset eivät kuitenkaan korreloi maakohtaisten muuttujien kanssa ja niissä esiintyy suurta vaihtelua maiden kesken.

Tutkielmassa löydettiin selvää tukea sille, että corporate governance -suositusten sisältö koskien riskienhallintaa ja riskiraportointia on laajentunut viime vuosina. Muutos oli nähtävissä sekä vuosien 2003 ja 2007 että vuosien 2007 ja 2011 välillä. Muutos oli hieman suurempi aikaisemman vuosiparin kohdalla, mikä indikoi, ettei taantuma ole vaikuttanut suositusten sääntelyyn tai sen aikaansaama muutos ei vielä näy niissä. Tilastollisesti merkittävin parannus havaittiin kuitenkin odotetusti vuosien 2003 ja 2011 välillä, sillä aikaväli on suurin.

Riskienhallinnan kolmesta osa-alueesta eniten parantuivat periaatteita ja raportointia koskevat suositukset, mikä on rohkaisevaa, sillä niiden sääntely on ollut tasoltaan heikointa. Koska näiden suositusten muutos oli nyt suurinta, voi tästä vetää johtopäätöksen että niiden sisältöön on alettu kiinnittää huomiota. Riskienhallinnan periaatteita koskevien suositusten parantaminen on tärkeää jo siksi, että organisaation riskienhallinta on johdonmukaisempaa ja järjestelmällisempää, jos asiasta on muodolliset ja kirjatut periaatteet. Riskienhallinnan periaatteiden ja vastuunjaon olemassaolo jo sinänsä myös viestittää, että yrityksessä on huomioitu riskienhallinnan merkitys. Niiden alhainen taso voi puolestaan johtua siitä, ettei alue ole yhtä tiukasti lainsäädäntöön sidottu kuin esimerkiksi monet riskienhallinnan käytännön tehtävät. Myös aihealueen eräänlainen abstraktius voi vaikuttaa. Raportointia koskevien suositusten merkitys taas piilee ennen kaikkea informaation epäsymmetriassa omistajien ja johdon välillä, minkä

takia yrityksen tulee tiedottaa toiminnastaan sidosryhmille. Riskiraportoinnin alhaista tasoa ei tosin voi selittää alueen abstraktiudella, sillä raportointi on mitä suurimmissa määrin konkreettista. Syy tasoon voikin olla se, että suositusten tekijät ovat ajatelleet riskeistä raportoinnin sisältyvän yleisiin sijoittajaviestinnän suosituksiin, eivätkä ole katsoneet tarkoituksenmukaiseksi säädellä riskiraportointia omana alueenaan.

Kolmas osa-alue eli käytännön riskienhallinnan ohjeistus parani huomattavasti tarkasteltujen vuosien alkupäässä, mutta sen kasvu loppuvuosina oli hitaampaa. Aiempi kasvu kuitenkin vakiinnutti sille suhteessa niin korkean tason kahteen muuhun verrattuna, että viimeaikaisesta kasvusta huolimatta periaatteiden ja raportoinnin suositukset jäivät sen jälkeen. Käytännön riskienhallintatyön suositusten korkea taso johtunee osaltaan siitä, että osaa näistä suosituksista säädellään myös lainsäädännössä (esimerkiksi hallituksen tai tilintarkastajan tehtäviä) joten niiden tärkeys yrityksen hallinnossa ymmärretään hyvin. Käytännön riskienhallintatyö on myös riskienhallinnan näkyvää ja konkreettista työtä, mikä on oletettavasti saanut sääntelijät aloittamaan suositusten teon niistä. Suositusten muita hitaampi kasvu voi kuitenkin indikoida, että käytännön riskienhallinnan ohjeistuksen tason on katsottu olevan jo riittävä ja nyt on keskitytty kehittämään muita osa-alueita.

Yksittäisistä indeksin alueista parhaiten täytettiin hallituksen, tilintarkastajien ja tarkastusvaliokunnan tehtävien suositukset, mikä ei ole yllättävää, sillä ne ovat niin ikään osa riskienhallinnan käytännön työn suosituksia. Myös Gregoryn (2002) mukaan eurooppalaisissa suosituksissa huomiota kiinnitetään erityisesti hallitusta valvovien elimien ja tarkastusvaliokunnan rooliin sekä taloudellisten raporttien tinkimättömyyteen ja tilintarkastuksen ja tilintarkastusstandardien laatuun. Indeksissä oli myös kohtia, jotka jäivät yhtenä tai useampana vuonna kokonaan ilman mainintaa, kuten vaatimukset riskienhallinnan ulottamisesta läpi koko organisaation ja riskiraportoinnin ulkopuolelle, sen määrittelemine onko riskienhallinnalle oma erillinen vastuuyksikkönsä organisaatiossa ja vaatimus riskien luokittelusta aikajänteen perusteella ja kategorioittain. Nämä kaikki kuuluivat puolestaan periaatteiden tai raportoinnin osa-alueisiin, joita edellä kerrotun mukaisesti on säädely käytännön riskienhallintaa niukemmin.

Tulokset näyttävät siis mielenkiinnon corporate governancea ja yritysten hallintoa kohtaan kokonaisuudessaan kasvaneen viime vuosina. Löydös on samoilla linjoilla Gregoryn (2002) kanssa, jonka tutkimuksessa havaittiin, että halu muodostaa yleisesti

hyväksytyt corporate governance -standardit ja parhaat käytännöt oli silmiinpistäväää käytännöllisesti katsoen jokaisessa Euroopan unionin maassa jo vuosikymmen sitten. Kasvun takana ollee viimeaikainen talouselämän kehitys, jossa mm. yritysjohton väärinkäytökset ovat lisänneet läpinäkyvyyden vaatimusta. Osakkeenomistajien yhä aktiivisempi omistajapolitiikka ja talouden epävakaudesta johtuva yritysten riskien realisoituminen ovat samoin olleet lisäämässä laajemman riskiraportoinnin ja riskienhallinnan tarvetta. Suositusten laajenemisen perusteella näihin talouselämässä viime vuosina tapahtuneisiin muutoksiin on myös reagoitu. Koska corporate governancella säädellään menettelytapoja ja prosesseja, joiden mukaan yritystä johdetaan ja kontrolloidaan ja lisäksi sitä, miten yrityksen johdon, hallituksen, osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien oikeudet ja vastuut jaetaan (OECD, 2004), on luonnollista että näiden funktioiden muodostaessa niin keskeisen osan yritystoiminnasta, osakkeenomistajan haluan saada lisää tietoa yrityksestä vastataan corporate governance –suosituksia parantamalla.

Suosituksen voidaan olettaa jatkavan syventymistään myös tulevaisuudessa, sillä yritysjohton, eli hallituksen ja palkattujen johtajien roolit, velvollisuudet ja heidän suhteensa osakkeenomistajiin on jatkuvan julkisen keskustelun kohteena. Parantamalla sääntelyä sidosryhmien luottamusta liike-elämään voidaan osaltaan tukea. On kuitenkin huomattava, että parannuksesta huolimatta riskienhallintaa koskevaa corporate governance säätelyn taso jää Euroopassa vielä suhteellisen alhaiseksi, sillä mikään maa ei saanut indeksistä lähellekään täysiä pisteitä. Euroopan komission aiheet parantaa unionin corporate governancen nykytasoa näyttävät siis perustelluilta.

Tutkielmassa ei sen sijaan löydetty tukea maaspezifien muuttujien ja suositusten sisällön yhteydestä, mikä on yllättävää. Tilastollisissa testeissä havaittiin vain osittaisia yhteyksiä muuttujien välillä. Hofsteden neljästä kulttuurimuuttujasta vain vuoden 2011 riski-indeksin ja individuaalisuuden välillä oli positiivinen yhteys, eli mitä individuaalisempi maa, sitä laajemmat corporate governance –suositukset. Individualistisissa maissa yksilön oikeudet ja taloudellinen menestys ovat arvostettuja, joten hypoteesin mukaisesti niitä suojataan laajoilla corporate governance –suosituksilla. Vuosina 2003 ja 2007 yhteyttä ei havaittu, mikä indikoi, että individuaalisuus on yhteinen tekijä vain maille jotka ovat parantaneet suosituksiaan nimenomaan talouskriisin jälkeisessä Euroopassa. Muiden muuttujien osalta tilastollista yhteyttä ei löydetty regressiomallissa yhtenäkkään vuonna, eli valtaetäisyydellä, maskuliinisuudella tai epävarmuuden välttämällä ei näytä

olevan yhteyttä corporate governance –suositusten sisältöön ja tulokset olivat näin hypoteesin vastaisia.

Jaettaessa riski-indeksi kolmeen osa-alueeseen löytyi maakohtaisten muuttujien ja suositusten väliltä vain yksi merkitsevä tulos, eli individuaalisuus vaikuttaa positiivisesti riskienhallinnan periaatteiden suosituksiin vuoden 2007 aineistossa. Tämä on sikäli odotettu tulos, että individuaalisuus oli ainoa tilastollisesti merkitsevä muuttuja myös koko indeksin toimiessa selitettävänä muuttujana vuonna 2011 ja näyttää siis olevan kaikkein selvimmin yhteydessä suositusten laajuuteen. Yllättävää oli kuitenkin tilastollisesti merkitsevän aineiston vuosi 2007 sekä se, ettei vuoden 2011 aineistosta itsestään löytynyt merkitseviä tuloksia indeksin osa-alueiden regressiossa. Tämä vahvistaa edelleen näkemystä, etteivät suositukset ole tutkielman maaspesifeihin muuttujiin sidottuja, vaan vaihtelevat oletettavasti muiden maakohtaisten muuttujien takia.

On muutamia mahdollisia selityksiä sille, miksi tutkielmassa käytetyt kulttuurimuuttujat eivät sitten pystyneet selittämään vaihtelua suosituksissa eikä empiria näin ollen todentanut teorian perusteella johdettua oletusta. Voidaan ensinnäkin väittää, että Hofsteden kategoriat ovat liian stereotyyppisiä, eivätkä luonnehdi mielekkäästi juuri niitä valtioiden ominaispiirteitä, joilla on vaikutusta liike-elämän sääntelyyn. Toiseksi täytyy muistaa, että yleisemminkin yksilön reaktiot ovat vain osittain hänen taustansa summa ja hänellä on valmius poiketa aiemmasta käytöksestä ja toimia uudella tavalla. Tyypittely ilmaisee vain, mitkä reaktiot ovat yksilön tai kansan taustan valossa todennäköisiä ja ymmärrettäviä. Kolmanneksi on mahdollista, että nopeasti viime aikoina globalisoitunut talous on tuonut suosituksiin kansainvälistä sävyä, minkä takia kansallisia piirteitä ei enää erota selvästi. Tämä voi vaikuttaa niin kulttuurimuuttujiin kuin rahoitusmarkkinoiden ja oikeusjärjestelmienkin muuttujiin. Esimerkiksi Euroopan unionin läpiviemä arvopaperimarkkinoiden lainsäädännön harmonisointiprosessi ja ennakkotapakukset toisista EU-maista muokannevat muuttujia samaan suuntaan koko Euroopan alueella. Hofstede (1993, 153) itse tuo esiin väestörakenteen vaikutuksen yhteiskunnan arvoihin. Hofsteden mukaan maskuliinisten ja feminististen yhteiskuntien erot voivat myös tulevaisuudessa pienentyä, koska asenteet lauhtuvat vanhemmiten ja feminiiniset arvot valtaavat ihmisen mitä vanhemmaksi tämä muuttuu. Kun teollistuneissa maissa väestönkehitys sitten kulkee kohti alhaisempaa syntyvyyttä, saa

vanheneva väestö aikaan siirtymän kohti feminiinisiä arvostuksia. Syntyvyyden aleneminen merkitsee myös sitä, että yhä enemmän naisia on työelämän käytettävissä ja heitä myös tarvitaan yhä enemmän työelämässä. Hofsteden argumentti selittäisi myös tässä tutkielmassa havaitun yhteyden puutteen selittävien muuttujien ja suositusten suhteen.

Argumentti ei kuitenkaan ole aukoton, sillä vaikka vanhemman väestön arvomaailma muuttuisikin pehmeämmäksi, on työelämässä aloittavan nuoren sukupolven ajatusmaailma vastaavasti edelleen kova ja saa yhä enemmän jalansijaa vanhempien sukupolvien jäädessä pois työelämästä. Vaikka työelämässä on siis määrällisesti vähemmän maskuliinisia arvoja, voi niiden kantajien painoarvo olla suuri. Toisaalta Euroopan maiden väestörakenteet voivat erota rajustikin toisistaan ja uhkakuva ei aktualisoidu siten samalla tavalla kaikille. Hofsteden ajatusta voi kuitenkin myös kehittää pidemmälle ja miettiä miten yhteiskuntien kehitys yleisesti vaikuttaa selittäviin muuttujiin. Yhä kiihkeämpi globalisoituminen voi esitellä ihmisille ajatuksia ja käytösmalleja, jotka aiemmin ovat olleet tuntemattomia ja jotka nyt muuttavat heidän arvojaan. Uudet tavat toimia voivat vaikuttaa ihmisten käytökseen, sillä kulttuuri on Hofstedenkin mukaan opittua, ei perittyä ja siten ihminen voi oppia uusia käytöstapoja altistuttuaan uusille malleille. Voidaan siis olettaa, että suuren valtaetäisyyden ja mahdollisesti myös kollektiivisen kulttuurin maissa nuoriso on voinut aloittaa siirtymän kohti löyhempää hierarkiaa, suurempaa tasa-arvoa ja individualismia. Samoin epävarmuutta välttämään pyrkivien kulttuurien ihmiset ovat voineet globaalin kanssakäymisen myötä päästä osaksi vapaampia kulttuureja, joissa ongelmat hoidetaan tilannekohtaisesti terveellä järjellä, ei tiukoilla säännöillä. Voi siis olla, että Hofsteden luokittelu ei enää sovellu kuvaamaan nyky maailmaa yhtä hyvin kuin aikaisemmin. Laskentatoimen järjestelmät, kuten suositukset, ja niiden käyttötavat eivät edelleenkään määräydy luonnonlakien perusteella, mutta niitä muokkaavat voimat eivät enää ole samoja kuin ennen (Hofstede 1993, 227).

Muuttujista myöskään rahoitusmarkkinoiden kehitysasteella ei havaittu olevan yhteyttä suositusten sisältöön, mikä on samoin aiemman tutkimuksen vastainen tulos. Rahoitusmarkkinoilla ei ollut vaikutusta riski-indeksiin minään vuonna eikä myöskään jaettaessa indeksi eri osa-alueisiin. Syynä voi olla esimerkiksi se, että vaikka esimerkiksi La Porta et al. (1997) mukaan alhaisen sijoittajasuojan maissa on pienemmät

arvopaperimarkkinat, ei corporate governance –suosituksilla välttämättä ole ennakoitua suoraa yhteyttä sijoittajasuojaan. Esimerkiksi lainsäädännöllä tällainen vaikutus voi olla, mutta lainsäädäntö on rajattu tämän tutkielman ulkopuolelle. Maissa joissa rahoitusmarkkinat ovat kehittyneet, voi siis olla halua ylläpitää kattavaa sijoittajasuojaa, mutta se ilmenee esimerkiksi laajana arvopaperimarkkinalainsäädäntönä.

Oikeusjärjestelmien osalta hypoteesin mukainen yhteys havaittiin vuoden 2007 aineistossa riskienhallinnan periaatteiden ja tapaoikeuden välillä, eli tapaoikeuden mailla on laajemmat riskienhallinnan periaatteet kuin säädösoikeuden mailla. Muissa osaluokissa, muina vuosina tai koko riski-indeksin toimiessa selitettävänä muuttujana eroa ei sen sijaan havaittu oikeusjärjestelmienkään tapauksessa. Niiden kohdalla tultiin osin jopa aiemman tutkimuksen kanssa täysin päinvastaiseen tulokseen, sillä koko riski-indeksin toimiessa selitettävänä muuttujana vuoden 2007 aineiston pohjalta havaittiin, että säädösoikeuden maiden riski-indeksit olivat tapaoikeutta kattavampia. La Porta et al. (1998) on aiemmin tullut tutkimuksessaan tulokseen, että tapaoikeus maan oikeusjärjestelmänä takaa velkojille ja osakkeenomistajille parhaan lainsäädännöllisen suojan. Hypoteesissa oletettiin niinkään, että koska säädösoikeus nojaa tuomioissaan tapaoikeutta enemmän pelkkään kirjoitettuun lakiin, ei lainsäädäntö aina ehdi mukautua nopeisiin elinkeinoelämän liikkeisiin, ja tapaoikeuden suositukset ovat joustavampia tästä syystä säädösoikeutta laajempia. Todellisuudessa säädösoikeuden corporate governance -suositukset voivat olla tapaoikeutta laajempia, jos ne on alun perin tehty tarpeeksi laajoiksi tulevaisuutta ja sitä silmällä pitäen, että suosituksista tulee löytyä kaikki tarvittava sääntely, sillä säädösoikeuden maissa esimerkiksi ennakkotapauksilla ei ole tapaoikeuden tapaan suurta merkitystä. Toisaalta on huomioitava, että tapaoikeusmaiden otos koostui vain kahdesta maasta (Iso-Britannia ja Irlanti), mikä ei välttämättä ole tarpeeksi iso otos yleistysten tekoon maiden oikeusjärjestelmien ja suositusten suhteesta.

Koska maaspesifeillä muuttujilla ei ollut kiinteää yhteyttä riski-indeksiin, eivät valtioiden sääntelyprosessit näytä olevan kulttuurisiin erityspiirteisiin sidottuja. Vaikka Hofsteden (1993, 211) mukaan Euroopan unionia voidaan siis pitää nykyajan suurimpana kulttuurien välisenä laboratoriokokeena - mikä todennäköisesti myös tulee synnyttämään tulevaisuudessa ongelmia - ei tämä uhka näytä toteutuvan yritysmaailman sääntelyn suhteen, sillä ainakaan tässä tutkielmassa käytetyt kulttuuriset tekijät eivät vaikuta

maiden sääntelyn tasoon. Toisaalta täytyy myös muistaa, että ongelmia voi unionissa syntyä sääntelyn suhteen myös muista kulttuurisista piirteistä johtuen, sillä sääntelyn olemassaolo ei esimerkiksi vielä tarkoita että sääntelyä noudatettaisiin. Suositusten noudattaminen voi olla jopa suurempi ongelma kuin muodollisen sääntelyn olemassaolo sinänsä, sillä sitä on vaikeampi valvoa.

On myös huomattava, että suositusten ja maaspesifien muuttujien korreloimattomuus ei tarkoita, että Euroopassa olisi myöskään syntynyt yksi yhtenäinen corporate governance –säännöstö. Suosituksia yhdistävä tekijä tässä tutkielmassa oli vain niiden ulottuvuuden laajeneminen, ei yhteneminen sisällöllisesti. Myöskään Euroopan komission tarkoitus ei ole luoda unionille yhtä yhtenäistä eurooppalaista governance –suositusta, vaan se haluaa varmistaa joko direktiiveillä tai suosituksilla, että hyvän hallinnoinnin periaatteet toteutuvat koko alueella. (European Commission, 2011.) Suhteellisen suuri keskihajonta maiden välillä riski-indeksin arvon suhteen antaakin olettaa, että eroja suositusten välillä on edelleen ja vaikka suositukset eivät korreloikaan tähän tutkielmaan valittujen maakohtaisten muuttujien kanssa, eroavat ne vielä osin siinä määrin toisistaan, että suositusten taustalla voi olla muita merkittäviä, korreloivia muuttujia, joita tulisi tarkastella jatkotutkimuksessa. Näiden muuttujien löytyminen voisi helpottaa keskinäistä kanssakäymistä, sillä asenteiden ja käytöksen eroista huolimatta tässä vaihtelussa on tietty rakenne, joka voi toimia keskinäisen ymmärryksen pohjana. Rakentavaa yhteistyötä tarvitaan mm. sen ongelman ratkaisemiseksi, että vaikka Euroopan unionin tarkoitus on muodostaa yksi yhtenäinen talousalue, ovat sijoittajan oikeuksia ja velvollisuuksia säätelevät suositukset erilaisia eri maissa. Tämä voi jarruttaa valtioiden välisiä tai Euroopan ulkopuolisia investointeja alueelle. Vaikka tarkoitus ei olisikaan luoda yhtä suositusta koko unionin alueelle, jo suositusten harmonisointi voi vaikeutua jos alueiden erityispiirteitä ei ymmärretä tai haluta ymmärtää. Kuten George (2002) huomauttaa, ideaaleja ei ole helppo muuttaa käytännön toiminnaksi missään maassa. Jos suositukset ja käytäntö eroavat toisistaan rajusti, voivat ne kohdata suurta vastarintaa, varsinkin jos muutosprosessin kommunikaatio tai perehdyttäminen ontuu.

On kuitenkin huomattava, että vaikka keskihajonta maiden suositusten välillä on edelleen suuri, on se vuosien 2003 ja 2011 aikana koko ajan pienentynyt. Tämä indikoi, että tulevaisuudessa Euroopan corporate governance –suositusten voi olettaa kuitenkin hitaasti yhtenevän, ei erilaistuvan, mikä on myös Georgen (2002) näkemys. Tulos ei ole

tosin yksiselitteinen, sillä indeksi osa-alueiden trendit ovat erilaisia. Vaikka käytännön riskienhallinnan kohdalla keskihajonta pienenee, periaatteiden ja riskiraportoinnin keskihajonta on noussut.

Tämän tutkielman suurimpana rajoitteena voidaan pitää sen tiedonkeruutapaa. Riski-indeksi ja sen osa-alueet on muodostettu ja pisteytetty tutkijan subjektiivisen näkemyksen perusteella. Vaikka tavoitteena on ollut mahdollisimman suuri objektiivisuus, voi menetelmävalinta tässä mielessä muodostaa riskin. Toisaalta tiedonkeruutapa on tehnyt myös mahdolliseksi joustavuuden ja sellaisten mittareiden mukaan ottamisen, jotka muuten olisivat voineet jäädä käyttämättä. Lisäksi tuloksia tulkittaessa tulee huomata, että tutkielmassa ei oteta huomioon esim. lainsäädännön sisältöä tai pörssin sääntelyä, vaikka ne olennaisesti vaikuttavatkin maan sijoitusilmapiirin hyvyyteen. Tarkoitus on tutkia ainoastaan corporate governance –suosituksia.

Tässä tutkimuksessa käsitellään suosituksia vain 2000-luvulta. Jatkotutkimuksessa aikavälin voisi ulottaa myös 1990-luvulle, jolloin voidaan tutkia Euroopan unionin suositusten kehitystä aina unionin perustamisesta lähtien. Lisäksi voisi olla mielenkiintoista tutkia muiden corporate governancen alueiden kuin riskienhallinnan ja maaspesifien muuttujien yhteyttä. Tässä mielessä erityisesti kulttuurimuuttujien yhteys suosituksiin olisi mielenkiintoinen jatkotutkimusaihe. Yhtenä tutkimuskohteena voisi olla myös se, mikä on maan corporate governance –suosituksen antaneen tahon vaikutus suosituksen sisältöön.

Lähdeluettelo

- Akerlof, G. A. 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 488-500.
- Bebchuk L., Cohen A & Ferrell A. 2004. What Matters in Corporate Governance? *Discussion Paper No. 491, Harvard Law School*, 9.
- Beck, T. & Levine R. 2002: Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence. *Working Paper 9082, National Bureau of Economic Research*, July.
- Beretta, S., & Bozzolan, S. 2004. A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39 (3), 265–288.
- Cadbury Report. 1992. Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. *Gee (Professional Publishing Ltd.): London, UK*.
- California Public Employees' Retirement System (CalPERS). Global Principles of Accountable Corporate Governance. Saatavissa: <http://www.calpers-governance.org/docs-sof/principles/2011-11-14-global-principles-of-accountable-corp-gov.pdf>. (4.9.2012)
- Commonwealth Association for Corporate Governancen (CACG). 1999. Principles for Corporate Governance in the Commonwealth.
- Corby, B. 1994. On risk and uncertainty in modern society. *Geneva Papers on Risk and Insurance*, 19 (4), 235–243.
- COSO (Committee of sponsoring Organizations of the Treadway Commission). 2004. Enterprise risk management – Integrated framework. Executive summary. Saatavissa:http://www.coso.org/documents/COSO_ERM_ExecutiveSummary_Finnish.pdf.
- Dobler, M. 2005. How Informative Is Risk Reporting? - A Review of Disclosure Models. *Munich Business Research, Working Paper Series*, January.
- Dobler, M. 2008. Incentives for risk reporting. *The International Journal of Accounting*, 43 (2), 184-206.
- Ethos Fund. 2003. The Corporate Governance of Listed Corporations Saatavissa: http://www.ethosfund.ch/pdf/Code_France_MEDEF_recommCG_EN.pdf. (7.9.2012)

- European Commission. 2011. Green Paper, The EU Corporate Governance Framework. Saatavissa:
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf
- Financial Reporting Council. 2010. The UK Corporate Governance Code.
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A., 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.
- Gregory H.J. 2002. Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States, Report to the European Commission.
- Healy P. M., & Palepu, K. G., 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405 - 440.
- Heikkilä, T.: Tilastollinen tutkimus. Helsinki, Edita Prima Oy, 2008.
- Hirvonen A., Niskakangas H., Steiner M.: Corporate governance : hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely. Helsinki: WSOY, 2003.
- Hofstede, G.: Kulttuurit ja organisaatiot: Mielen ohjelmointi. Helsinki: WSOY, 2003.
- ICAEW. 1999. No surprises: The case for better risk reporting. London: Financial Reporting Committee- Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- International Corporate Governance Network (ICGN). 2003. ICGN Corporate Risk Oversight Guidelines. Saatavissa:
[https://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/icgn_cro_guidelines_\(short\).pdf](https://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/icgn_cro_guidelines_(short).pdf). (7.9.2012)
- International Corporate Governance Network (ICGN). 2009. ICGN Global Corporate Governance Principles. Saatavissa:
https://www.icgn.org/images/ICGN/Best%20Practice%20Guidance%20PDF/short_version_-_icgn_global_corporate_governance_principles_revised_2009.pdf. (7.9.2012)

- Jensen, M., & Meckling, W. 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305 - 360.
- Jorion, P. 2002. How informative are value-at-risk disclosures? *The Accounting Review*, 77 (4), 911–931.
- KvantiMOTV. Kvantitatiivisten menetelmien tietovaranto. Saatavissa: <http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/intro.html>. (1.11.2012)
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. 1997. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52 July, 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 113–155.
- Linsley, P. M. & Shrivres, P. J. 2000. Risk Management and Reporting Risk In the UK. *Journal of Risk*, 3 (1).
- Linsley, P. M. & Shrivres, P. J. 2006. Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38 (4), 387–404.
- Lobo, G. J. & Zhou J. 2006. Did conservatism in financial reporting increase after the Sarbanes-Oxley Act? Initial evidence. *Accounting Horizons*, 20 (1), 57–73.
- Marston, C. L. & Shivres, P. J. 1991. The use of disclosure indices in accounting research: A review article. *British Accounting Review*, 23, 195– 210.
- OECD. 2004. Principles of corporate governance. Saatavissa: <http://www.oecd.org/DATAOECD/32/18/31557724.pdf>. (20.2.2011)
- Roe, M.J. 2004. The Institutions of Corporate Governance. Harvard Law School, John M. Olin Center for Law. *Economics and Business Discussion Paper Series*, Paper 488.
- Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D. & Joseph, N. L. 2000. A Conceptual Framework for Corporate Risk Disclosure Emerging from the Agenda for Corporate Governance Reform. *The British Accounting Review*, 32(4),447–478.
- Suomen Arvopaperimarkkinayhdistys. 2010a. *Suomen listayhtiöiden hallintakoodi*.

<http://cgfinland.fi/files/2012/01/suomen-listayhtioiden-hallinnointikoodi-cg2010.pdf>/ (23.2.2011).

Suomen Arvopaperimarkkinayhdistys. 2010b. *Corporate Governance*esta.
<http://www.arvopaperimarkkinayhdistys.fi/> (23.2.2011).

Suominen, A.: Riskienhallinta, Helsinki, WSOY: 2003.

Teachers Insurance and Annuity Association–College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF). Policy Statement on Corporate Governance, 6th Edition.
Saatavissa: https://www.tiaa-cref.org/public/pdf/pubs/pdf/governance_policy.pdf. (10.9.2012)

LIITE 1 Riski-indeksin kysymykset

Vastuunjako ja periaatteet

1. Yrityksen (käytännössä hallituksen) on määriteltävä yrityksen riskienhallinnan politiikka
 - 0 = Ei mainintaa
 - 1 = On maininta
2. Yrityksen tai hallituksen on määriteltävä riskienhallinnan periaatteet
 - 0 = Ei mainintaa
 - 1 = On maininta
3. Yrityksen on määriteltävä riskienhallinnan päämäärät
 - 0 = Ei mainintaa
 - 1 = On maininta
4. Yrityksen on määriteltävä riskienhallinnan menetelmät
 - 0 = Ei mainintaa
 - 1 = On maininta
5. Yrityksen on määriteltävä riskienhallinnan organisaatio
 - 0 = Ei mainintaa
 - 1 = On maininta
6. Riskienhallinnasta on laadittava kirjallinen suunnitelma
 - 0 = Ei mainintaa
 - 1 = On maininta
7. Yrityksen on määriteltävä selkeästi henkilöiden vastualueet
 - 0 = Ei mainintaa
 - 1 = On mainittu yleisesti yrityksen täytyvän määrittellä työntekijöiden vastualueet
 - 2 = Mainitaan yrityksen täytyvän määrittellä riskienhallinnan järjestämisvastuu, käytännön tehtävät ja raportointivelvollisuudet. Lisäksi todetaan sen mahdollisesti tarkoittavan erityisesti hallituksen ja toimivan johdon vastuuta ja velvollisuuksia (ts. hallituksen, mahdollisen riskivaliokunnan, toimitusjohtajan, rahoitusjohtajan, riskijohtajan ja/tai liiketoimintayksikköjen johtajien vastuiden määrittely)
8. Yritys voi tarvittaessa muodostaa itsenäisen riskivaliokunnan tai muun riskienhallinnan yksikön
 - 0 = Ei mainintaa

- 1 = On maininta
9. Riskienhallinnan järjestelmien tulee ulottua läpi koko organisaation ja yrityksen tulee edistää riskit huomioonottavaa yleistä yrityskulttuuria
- 0 = Ei mainintaa
 - 1 = On maininta
10. Riskienhallinta on nähtävä osana yhtiön koko valvontajärjestelmää eikä sen tule rajoittua riskiraportointiin
- 0 = Ei mainintaa
 - 1 = On maininta
11. Yrityksen on määriteltävä onko riskienhallinnalle erillinen organisaatio yrityksessä vai onko se osa yrityksen muuta sisäistä valvontaa
- 0 = Ei mainintaa
 - 1 = On maininta

Käytännön riskienhallinta

12. Hallituksen tai sen puheenjohtajan vastuu
- 0 = Ei mainintaa
 - 1 = Mainitaan yleisesti hallituksen vastuulla olevan yrityksen (riskienhallinnan) toiminnan johtaminen
 - 2 = Mainitaan hallituksen vastuulla olevan yrityksen riskienhallinnan periaatteiden, päämäärien ja menetelmien määrittely, toimivan johdon suoriutumisen arviointi sekä viimekätinen vastuu ottaminen koko riskienhallintajärjestelmästä. Mikäli maassa on yleinen kaksipuolainen hallitusjärjestelmä, tällöin lisäksi liikkeenjohtohallituksen säännöllinen raportointivastuu valvontahallitukselle.
13. Hallituksen on täsmennettävä riskien laatu ja aste, jonka yritys on valmis sietämään tavoitteisiinsa nähden
- 0 = Ei mainintaa
 - 1 = On maininta
14. Hallituksen työskentelytapa tulee olla aktiivinen ja säännöllinen debatti
- 0 = Ei mainintaa
 - 1 = On maininta

- 2 = On maininta, että hallituksen työskentelytapa riskien hoidossa tulee olla aktiivinen ja säännöllinen debatti

15. Hallituksen jäsenten vaatimukset

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = jäsenten tulee olla ammattilaisia ja heillä tulee olla kokemusta sekä liiketoiminnasta yleensä että yrityksen toimialalta

16. Toimiva johdon tehtävät riskienhallinnassa

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On mainittu yleisesti toimivan johdon tehtävän olevan operatiivisen toiminnan valvonta ja hallitukselle raportointi
- 2 = On mainittu toimivan johdon velvollisuudet erityisesti riskinhallinnan alueella. Johto luo, toimeenpanee ja valvoo riskienhallinnan toteutumista operatiivisella tasolla ja raportoi siitä säännöllisesti hallitukselle.

17. Tilintarkastajan tehtävät riskienhallinnan järjestämisessä

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On mainittu yleisesti tilintarkastajan tehtävän olevan yrityksen kirjanpidon ja sisäisen hallinnon (riskienhallintajärjestelmien) oikeellisuuden valvominen
- 2 = Mainitaan tilintarkastajan tehtävät yksityiskohtaisesti. Nämä tehtävät sisältävät mm. yrityksen antaman hallinto- ja ohjausjärjestelmäselvityksen olemassaolon varmistamisen, tarkastamisen ja sen valvomisen, että selvityksen sisältämä kuvaus on yhdenmukainen tilinpäätöksen kanssa. Lisäksi tilintarkastajan tulisi kertoa yrityksen johdolle riskit ja muut tilintarkastuksessa esiinnoituvat seikat joilla on merkitystä yrityksen sijoittajaviestinnän kannalta

18. Tilintarkastajalla ei saa olla sidonnaisuuksia

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On mainittu

19. Tilintarkastajan antama lausunto

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On mainittu yleisesti tilintarkastajan velvollisuudesta antaa lausunto yrityksen tilinpäätöksestä, toimintakertomuksesta, kirjanpidosta ja hallinnosta
- 2 = On mainittu tilintarkastajan velvollisuudesta antaa lausunto yrityksen riskienhallinnasta, jossa tulee käsitellä mm. yrityksen liiketoiminta-, operationaalisia ja muita riskejä, jotka katsotaan merkittäviksi yrityksen liiketoiminnan kannalta, riskienhallintajärjestelmiä sekä taloudellista raportointia.

20. Tarkastusvaliokunnan vastuu

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On mainittu yleisesti tarkastusvaliokunnan tehtäväksi yrityksen raportoinnin ja sisäisen valvonnan seuraamisen
- 2 = On ilmoitettu yksityiskohtaisesti tarkastusvaliokunnan tehtävät riskienhallinnan osalta. Ne sisältävät esim. järjestelmän ja kirjanpidon säännöllisen tarkastamisen, hallitukselle raportoimisen ja yhteydenpidon tilintarkastajiin

21. Yrityksen hallintajärjestelmän tarkastaminen vähintään kerran vuodessa

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On maininta

22. Aktiivisen keskustelun painottaminen koko organisaation tasolla

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On mainittu kommunikaatio yrityksen hallinnon kulmakivenä ja painotetaan erityisesti hallituksen ja johdon, hallituksen ja valiokuntien, hallituksen ja ulkopuolisten asiantuntijoiden sekä hallituksen ja/tai osakkeenomistajien välillä käytävää aktiivista, informatiivista, rakentavaa ja säännöllistä vuoropuhelua.

23. Esiintuotu mahdollisuus käyttää ulkopuolisia asiantuntijoita

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On maininta
- 2 = Mainitaan ulkopuolisten asiantuntijoiden käyttö erityisesti riskienhallinnan apuna

24. Huomion kiinnittäminen johdon palkitsemiseen, jonka ei tulisi kannustaa liikaan riskinottoon

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On maininta

Riskiraportointi ja riskien tunnistaminen

25. Yrityksen velvollisuus raportoida riskeistä

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On mainittu yleisesti raportointivelvollisuudesta
- 2 = Mainitaan raportointivelvollisuudesta ja annetaan lisäksi yksityiskohtaisia ohjeita raportoinnin sisällöstä. Tämä tarkoittaa velvollisuutta raportoida yritykselle kohtuullisesti ennakoitavissa olevista merkittävimmistä riskeistä ja epävarmuustekijöistä sisältäen sekä sisäiset riskit, (operationaaliset, taloudelliset,

maantieteelliset, luotto-, likviditeetti-, ympäristö-, maine- ja sosiaaliset riskit) että ulkoiset riskit (toimialan riskit, systemaattiset ja makroriskit).

26. Riskit luokiteltava aikajänteen perusteella

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On maininta

27. Riskit luokiteltava kategorioittain (esim. strategiset, operatiiviset, vahinko- ja rahoitusriskit)

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On maininta

28. Riskien yhteydessä kerrottava niiden todennäköisyys ja realisoitumisesta aiheutuvien tappioiden suuruus

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On maininta

29. Yrityksen kerrottava sijoittajille riskinhallintajärjestelmästä yleisesti

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On maininta

30. Yrityksen velvollisuus selostaa sijoittajille periaatteet, joiden mukaan riskienhallinta on järjestetty.

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On mainittu

31. Yrityksen velvollisuus selostaa sijoittajille päämäärät, joihin riskienhallinta tähtää

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On mainittu

32. Yritysten kerrottava riskienhallintajärjestelmistä

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On mainittu yleisesti velvollisuudesta raportoida riskienhallintajärjestelmistä

33. Yritysten kerrottava riskienhallinnan organisaatiosta ja vastuista

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On maininta

34. Yrityksen velvollisuus kertoa viitekehykset, joihin sen nykyinen riskiraportointi pohjautuu

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On maininta

35. Osakkeenomistajille annettava kokonaisvaltainen kuva yrityksen asemasta

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = Mainitaan yrityksen velvollisuudesta antaa sijoittajalle kokonaisvaltainen ja integroitu kuva yrityksen riskienhallinnasta ja operationaalisesta, taloudellisesta, ympäristö-, sosiaalisesta ja hallinnollisesta toiminnasta sekä taloudellisten että ei-taloudellisten tulosten valossa

36. Riskienhallinnan toteutuneet tulokset

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On mainittu velvollisuudesta kertoa hallintorakennelman ja riskienhallinnan laadusta ja tehokkuudesta

37. Ympäristöriskien, terveystariskien ja sosiaalisten vastuutariskien painottaminen

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On mainittu yleisesti ko. riskien raportoinnista
- 2 = Mainitaan ko. riskien kohonneesta merkityksestä sekä niiden huomioonottamisen tärkeydestä strategisina ja pitkän aikavälin arvoa nostavina tekijöinä ja/tai mainitaan tarpeesta kehittää suuntaviivat ko. riskien mittaamiselle ja raportoinnille

38. Tuoteturvallisuuden erikoishuomointi

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = Painotettu tuoteriskien huomointia (riskien tunnistaminen, toimintaohjeet, raportointi)

39. Riskiraportoinnin räätälöiminen yrityksen omalle toimialalle

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On maininta

40. Erityisen riskisen toimialan riskisyyden painottaminen

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On maininta

41. Velvollisuus valvoa ja raportoida taseen ulkopuolisia velvoitteita ja merkittäviä riskejä

- 0 = Ei mainintaa
- 1 = On yleinen maininta
- 2 = On ilmoitettu täsmällisesti mitä velvoitteita ja riskejä (mm. johdannaisriskit) yrityksen tulee huomioida ja kuinka niistä raportoidaan

LIITE 2 Riski-indeksien pisteytys vuosittain

Vastuunjako ja periaatteet

1. Yrityksen (käytännössä hallituksen) on määriteltävä yrityksen riskienhallinnan politiikka
2. Yrityksen tai hallituksen on määriteltävä riskienhallinnan periaatteet
3. Yrityksen on määriteltävä riskienhallinnan päämäärät
4. Yrityksen on määriteltävä riskienhallinnan menetelmät
5. Yrityksen on määriteltävä riskienhallinnan organisaatio
6. Riskienhallinnasta on laadittava kirjallinen suunnitelma
7. Yrityksen on määriteltävä selkeästi henkilöiden vastualueet
8. Yritys voi tarvittaessa muodostaa itsenäisen riskivaliokunnan tai muun riskienhallinnan yksikön
9. Riskienhallinnan järjestelmien tulee ulottua läpi koko organisaation ja yrityksen tulee edistää riskit huomioonottavaa yleistä yrityskulttuuria
10. Riskienhallinta on nähtävä osana yhtiön koko valvontajärjestelmää eikä sen tule rajoittua riskiraportointiin
11. Yrityksen on määriteltävä onko riskienhallinnalle erillinen organisaatio yrityksessä vai onko se osa yrityksen muuta sisäistä valvontaa

Käytännön riskienhallinta

12. Hallituksen tai sen puheenjohtajan vastuu
13. Hallituksen on täsmennettävä riskien laatu ja aste, jonka yritys on valmis sietämään tavoitteisiinsa nähden
14. Hallituksen työskentelytapa tulee olla aktiivinen ja säännöllinen debatti
15. Hallituksen jäsenten vaatimukset
16. Toimiva johdon tehtävät riskienhallinnassa
17. Tilintarkastajan tehtävät riskienhallinnan järjestämisessä
18. Tilintarkastajalla ei saa olla sidonnaisuuksia
19. Tilintarkastajan antama lausunto
20. Tarkastusvaliokunnan vastuu

21. Yrityksen hallintajärjestelmän tarkastaminen vähintään kerran vuodessa
22. Aktiivisen keskustelun painottaminen koko organisaation tasolla
23. Esiintuotu mahdollisuus käyttää ulkopuolisia asiantuntijoita
24. Huomion kiinnittäminen johdon palkitsemiseen, jonka ei tulisi kannustaa liikaan riskinottoon

Riskiraportointi ja riskien tunnistaminen

25. Yrityksen velvollisuus raportoida riskeistä
26. Riskit luokiteltava aikajänteen perusteella
27. Riskit luokiteltava kategorioittain (esim. strategiset, operatiiviset, vahinko- ja rahoitusriskit)
28. Riskien yhteydessä kerrottava niiden todennäköisyys ja realisoidumisesta aiheutuvien tappioiden suuruus
29. Yrityksen kerrottava sijoittajille riskinhallintajärjestelmästä yleisesti
30. Yrityksen velvollisuus selostaa sijoittajille periaatteet, joiden mukaan riskienhallinta on järjestetty.
31. Yrityksen velvollisuus selostaa sijoittajille päämäärät, joihin riskienhallinta tähtää
32. Yritysten kerrottava riskienhallintajärjestelmistä
33. Yritysten kerrottava riskienhallinnan organisaatiosta ja vastuista
34. Yrityksen velvollisuus kertoa viitekehykset, joihin sen nykyinen riskiraportointi pohjautuu
35. Osakkeenomistajille annettava kokonaisvaltainen kuva yrityksen asemasta
36. Riskienhallinnan toteutuneet tulokset
37. Ympäristöriskien, terveystarkistusten ja sosiaalisten vastuuriskien painottaminen
38. Tuoteturvallisuuden erikoishuomiointi
39. Riskiraportoinnin räätälöiminen yrityksen omalle toimialalle
40. Erityisen riskisen toimialan riskisyyden painottaminen
41. Velvollisuus valvoa ja raportoida taseen ulkopuolisia velvoitteita ja merkittäviä riskejä

Taulukoissa on mainittu se vuosi, jona pisteytyksen pohjana ollut corporate governance –suositus on annettu.

RISKI-INDEKSIN PISTEYTYYS OSA-ALUEITTAIN JA MAITTAIN VUONNA 2003

		Periaatteet										Käytännön riskienhallinta										Raportointi																							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30		31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41		
Alankomaat	2003	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	1	1	2	1	2	2	1	1	1	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0	24		
Belgia	1998	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5		
Espanja	2003	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	0	1	0	1	2	0	0	1	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	13			
Irlanti	2003	1	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	2	0	0	1	0	1	0	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	12		
Iso-Britannia	2003	1	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	2	0	0	1	0	1	1	0	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	12		
Italia	2002	1	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	2	0	0	1	1	1	0	1	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	14		
Itävalta	2002	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	1	1	2	2	1	2	2	1	1	0	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	20
Kreikka	2001	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3		
Portugali	2003	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5		
Puola	2002	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	1	0	1	1	1	0	0	0	1	1	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	12		
Ranska	2003	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	1	1	0	2	0	0	0	0	2	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	14	
Romania	2000	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	1	1	2	1	1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10		
Saksa	2003	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	1	0	0	1	1	1	2	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10		
Slovakia	2002	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	2	0	0	1	1	1	1	2	2	0	1	1	0	2	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	21	
Suomi	2003	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	2	0	0	0	1	1	0	0	2	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11		
Sveitsi	2002	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	2	0	0	1	0	1	1	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11		
Tanska	2001	1	0	1	1	0	0	1	0	0	0	0	2	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10		
Tsekki	2001	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	1	1	2	1	1	2	0	1	1	0	2	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	1	0	1	0	1	21		
Venäjä	2002	1	1	0	1	0	0	1	1	0	0	0	2	1	1	1	1	2	1	2	2	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	23		
		12	5	1	9	0	0	15	4	0	0	0	29	2	5	12	12	20	13	13	27	8	12	7	1	11	0	0	1	12	1	0	3	2	1	0	1	4	0	3	0	5			

LIITE 3 Korrelaatiomatriisit

RISKI2003, RISKI2007 ja RISKI2011 ovat selitettäviä muuttujia eli vuosittaisia riski-indeksejä. Valtaetäisyys, individuaalisuus, maskuliinisuus ja epävarmuus ovat Hofsteden kulttuuri-indeksejä eli selittäviä muuttujia. Oikeusjärjestelmiä ovat tapaoikeus, ranskalainen säädösoikeus, saksalainen säädösoikeus ja skandinaavinen säädösoikeus. Rahoitusmarkkinoiden kehitystä mitataan rahoitusmarkkinoiden koon logaritmillalla ja rahoitusmarkkinoiden vaihdon logaritmillalla. Pearsonin parametriset korrelaatiokertoimet ovat oikeassa yläkolmiossa ja Spearmanin ei-parametriset korrelaatiokertoimet vasemmalla alemmassa kolmiossa.

Vuoden 2003 korrelaatiomatriisi

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. RISKI2003	1	,108	,134	,167	-,202	-,070	-,337	,512*	-,157	-,057	-,077
2. Valtaetäisyys	,104	1	-,541**	,219	,511**	-,248	,320	,133	-,428*	-,409*	-,240
3. Individuaalisuus	,129	-,456*	1	,001	-,614**	,329	-,196	-,101	,158	,421*	,451*
4. Maskuliinisuus	,212	,096	,000	1	,239	,225	-,018	,192	-,401*	-,393*	-,301
5. Epävarmuus	-,192	,576**	-,549**	,200	1	-,386	,549**	-,124	-,287	-,236	-,268
6. Tapaoikeus	0,000	-,299	,308	,270	-,347	1	-,228	-,228	-,123	,108	,122
7. RanskSäädös	-,213	,433*	-,100	,021	,543**	-,228	1	-,625**	-,337	,085	,018
8. SaksalSäädös	,384	,121	-,164	,132	-,190	-,228	-,625**	1	-,337	-,365	-,152
9. SkandiSäädös	-,236	-,526**	,128	-,405*	-,220	-,123	-,337	-,337	1	,298	,090
10. RahKoko (ln)	,071	-,389*	,408*	-,290	-,249	,096	,074	-,369	,327	1	,538**
11. RahVaihto (ln)	,091	-,246	,468*	-,288	-,280	,115	0,000	-,179	,156	,690**	1

* Korrelaatio on merkitsevä alle 0,05 p-arvolla. ** Korrelaatio on merkitsevä alle 0,01 p-arvolla.

Vuoden 2007 korrelaatiomatriisi

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. RISKI2007	1	,039	,230	,214	,109	-,159	-,103	,184	,009	,016	-,135
2. Valtaetäisyys	,028	1	-,541**	,219	,511**	-,248	,320	,133	-,428*	-,409*	-,240
3. Individuaalisuus	,147	-,456*	1	,001	-,614**	,329	-,196	-,101	,158	,421*	,451*
4. Maskuliinisuus	,207	,096	,000	1	,239	,225	-,018	,192	-,401*	-,393*	-,301
5. Epävarmuus	,177	,576**	-,549**	,200	1	-,386	,549**	-,124	-,287	-,236	-,268
6. Tapaoikeus	-,174	-,299	,308	,270	-,347	1	-,228	-,228	-,123	,108	,122
7. RanskSäädös	-,016	,433*	-,100	,021	,543**	-,228	1	-,625**	-,337	,085	,018
8. SaksalSäädös	,122	,121	-,164	,132	-,190	-,228	-,625**	1	-,337	-,365	-,152
9. SkandiSäädös	-,014	-,526**	,128	-,405*	-,220	-,123	-,337	-,337	1	,298	,090
10. RahKoko (ln)	,034	-,389*	,408*	-,290	-,249	,096	,074	-,369	,327	1	,538**
11. RahVaihto (ln)	-,184	-,246	,468*	-,288	-,280	,115	0,000	-,179	,156	,690**	1

* Korrelaatio on merkitsevä alle 0,05 p-arvolla.

** Korrelaatio on merkitsevä alle 0,01 p-arvolla.

Vuoden 2011 korrelaatiomatriisi

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. RISKI2011	1	,020	,231	,325	,156	,085	,092	-,049	-,121	-,090	-,138
2. Valtaetäisyys	0,01	1	-,541**	,219	,511**	-,248	,320	,133	-,428*	-,409*	-,240
3. Individuaalisuus	,021	-,456*	1	,001	-,614**	,329	-,196	-,101	,158	,421*	,451*
4. Maskuliinisuus	,387	,096	,000	1	,239	,225	-,018	,192	-,401*	-,393*	-,301
5. Epävarmuus	,182	,576**	-,549**	,200	1	-,386	,549**	-,124	-,287	-,236	-,268
6. Tapaoikeus	,087	-,299	,308	,270	-,347	1	-,228	-,228	-,123	,108	,122
7. RanskSäädös	,063	,433*	-,100	,021	,543**	-,228	1	-,625**	-,337	,085	,018
8. SaksalSäädös	-,011	,121	-,164	,132	-,190	-,228	-,625**	1	-,337	-,365	-,152
9. SkandiSäädös	-,135	-,526**	,128	-,405*	-,220	-,123	-,337	-,337	1	,298	,090
10. RahKoko (ln)	-,131	-,389*	,408*	-,290	-,249	,096	,074	-,369	,327	1	,538**
11. RahVaihto (ln)	-,226	-,246	,468*	-,288	-,280	,115	0,000	-,179	,156	,690**	1

* Korrelaatio on merkitsevä alle 0,05 p-arvolla.

** Korrelaatio on merkitsevä alle 0,01 p-arvolla.