



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Teemu Rajala

Omistusrakenteen yhteys vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestämiseen

Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö
Laskentatoimen ja rahoituksen pro gradu -tutkielma
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelma

Vaasa 2022

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Teemu Rajala	
Tutkielman nimi:	Omistusrakenteen yhteys vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestämiseen	
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri	
Oppiaine:	Laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelma	
Työn ohjaaja:	Teija Laitinen	
Valmistumisvuosi:	2022	Sivumäärä: 74

TIIVISTELMÄ :

Keskustelu sisäisestä tarkastuksesta osana hallinto- ja ohjausjärjestelmiä on lisääntynyt voimakkaasti 2000-luvun alun kirjanpitoskandaalien ja Sarbanes-Oxley -lain voimaantulon jälkeen. Tapahtumat ovat osaltaan laajentaneet myös aihepiirin tutkimusta, jonka seurauksena tutkijat ovat pyrkineet selittämään sisäisen tarkastuksen käyttöönottoon johtavia syitä ja toiminnon laatua erilaisilla yhtiöiden taloudellisilla ja rakenteellisilla tekijöillä. Siitä huolimatta, että omistussuhteita on pidetty keskeisinä yhtiöiden valintoja selittävinä tekijöinä, painoarvoa omistusrakenteiden vaikutuksille aikaisemmissa tutkimuksissa on annettu hyvin vähän.

Aihepiirin tutkimuksen edistämiseksi tämän tutkielman tavoitteena on nyt selvittää millaiset omistusrakenteet johtavat todennäköisemmin vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestämiseen. Tutkielma kattaa tyypillisimmät omistuksen muodot: sisäisen tarkastuksen järjestämistä tutkitaan yli kahdenkymmenen prosentin äänivallan omaavan osakkeenomistajan eli suuren osakkeenomistajan, osakkeenomistajien lukumäärän, valtionomistuksen ja ulkomaalaisomistuksen näkökulmista.

Tutkimuskohteena on heinäkuun lopussa 2019 Nasdaq OMX Helsingin päälisalla noteeratut yhtiöt, jotka ovat sitoutuneet noudattamaan suomalaisia Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n laatimia corporate governance -suosituksia. Helsingin pörssi on otollinen sijainti tutkimuksen suorittamiseen sen vuoksi, että sisäisen tarkastuksen järjestäminen markkinapaikalla listatuille yhtiöille on hallinnointikoodin mukaan vapaaehtoista. Tutkielman aineisto on kerätty erikseen kunkin yhtiön antamista selvityksistä hallinto- ja ohjausjärjestelmistä ja Euroclear Finlandin tietokannasta. Aineistoa analysoidaan korrelaatiotestien sekä logistisen regressioanalyysin avulla.

Tutkimustulosten perusteella vapaaehtoinen sisäinen tarkastus järjestetään todennäköisemmin yhtiöissä, joiden osakkeenomistajana on valtio ja yhtiöissä, joiden omistajapohja on lukumääräisesti laaja. Sen sijaan yhtiöt, joilla on yksittäinen suuren äänivallan omaava osakkeenomistaja, järjestävät sisäisen tarkastuksen muita yhtiöitä harvemmin. Ulkomaalaisomistuksen ja vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen väliltä ei tässä tutkimuksessa löytynyt tilastollisesti merkittävää yhteyttä. Johtopäätöksenä esitetään, että kolmella neljästä tutkitusta omistusrakenteesta on tilastollinen yhteys vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestämiseen ja omistussuhteet vaikuttavat pystyvän selittämään organisaatiokäyttäytymistä myös vapaaehtoisten valvontamekanismien järjestämisen saralla.

AVAINSANAT: sisäinen tarkastus, hallinnointikoodi, osakkeenomistajat, riskienhallinta, julkiset osakeyhtiöt

Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkielman tavoitteet	7
1.2	Aineisto ja menetelmät	8
1.3	Aikaisempi tutkimus ja tutkielman rakenne	9
2	Teoreettinen viitekehys	11
2.1	Päämies-agenttiteoria	11
2.2	Sisäinen tarkastus organisaatioissa	13
2.3	Alan sääntelyviitekehys Suomessa	15
2.3.1	EU-tasoinen lainsäädäntö	16
2.3.2	Suomalainen lainsäädäntö	17
2.3.3	Alempiasteiset säännöt ja suositukset	20
2.4	Omistusrakenteet	21
2.4.1	Suuri yksittäinen osakkeenomistaja	24
2.4.2	Laaja omistusrakenne	27
2.4.3	Valtio osakkeenomistajana	30
2.4.4	Ulkomaalaisomistus	32
3	Tutkimusaineisto ja menetelmät	36
3.1	Aineiston hankinta	36
3.2	Otoksen määrittäminen	38
3.3	Tutkimusmenetelmät	42
3.3.1	Selitettävä ja selittävät muuttujat	43
3.3.2	Kontrollimuuttujat	45
3.3.3	Tutkimuksessa käytettävä malli	46
3.3.4	Mittauksen luotettavuus ja pätevyys	47
4	Tutkimuksen tulokset	49
4.1	Empiirisen aineiston kuvaus	49
4.2	Korrelaatiotestit	53
4.3	Riippuvuusanalyysit	55

5	Keskustelua havainnoista	59
6	Johtopäätökset	63
	Lähteet	67

Kuviot

Kuvio 1.	Omistusrakennejakauma (Euroclear Finland Oy, n.d.).	23
Kuvio 2.	Suurimman omistajan äänivalta Innofactorissa (2019).	43

Taulukot

Taulukko 1.	Helsingin pörssin toimialajakauma (Nasdaq Helsinki, 2019).	37
Taulukko 2.	Lopullisen aineiston toimialajakauma.	41
Taulukko 3.	Tutkimuksessa käytettävät muuttujat.	46
Taulukko 4.	Kuvailevat tunnusluvut tutkimusotoksesta.	49
Taulukko 5.	Suurin osakkeenomistaja dikotomisena muuttujana.	51
Taulukko 6.	Pearsonin tulomomenttikertoimen tulokset.	53
Taulukko 7.	Kendallin järjestyskorrelaatiokertoimen tulokset.	54
Taulukko 8.	Logistisen regressioanalyysin tulokset, pelkät omistusrakenteet.	56
Taulukko 9.	Logistisen regressioanalyysin tulokset.	57
Taulukko 10.	Ristiintaulukointi ja uskottavuussuhdetesti valtio-omistukselle.	58

1 Johdanto

Väärinkäytöksiä on kuvattu yrityksen tuntemattomina liiketoimintoina, joiden tarkoitus on kilpailla yritystä itseään vastaan (PwC, 2018). Niille ominaista on ennalta asetetuista taloudellisista, toiminnallisista tai yhteiskunnallisista tavoitteista poikkeava tarkoitus ja motiivi tuottaa lyhyen aikavälin hyötyjä hyvin rajatulle ryhmälle henkilöitä (Gerety & Lehn, 1997; Raiborn ja muut, 2017). Oman edun tavoittelusta johtuvat seurannaisvaikutukset voivat kuitenkin koskettaa suurempaakin yleisöä. Siitä huolimatta, että väärinkäytöksen vaikutukset voivat ulottua useisiin sidosryhmiin, koituu suurin kustannus yleensä yrityksen omistajien vahingoksi (Ewelt-Knauer ja muut, 2015).

Sivullisen näkökulmasta omaa etua ajavaa opportunistista käyttäytymistä voi olla vaikea tunnistaa, sillä sitä saattaa esiintyä kaikissa organisaatioissa kaikilla organisaatiotasoilla toimialasta riippumatta. Varhaisemmissa tutkimuksissa johtoa on pidetty luotetun asemansa vuoksi todennäköisempänä väärinkäytöksen tekijänä (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976), mutta sittemmin on osoitettu, että konfliktitilanteita voi syntyä myös osakkeenomistajien välisissä suhteissa omistajien henkilökohtaisten tavoitteiden monimuotoisuuden vuoksi (Shleifer & Vishny, 1997). Johto saattaa palkitsemisjärjestelmän yllyttämänä romuttaa pitkän aikavälin omistaja-arvoa lyhyen aikavälin hyötyihin tähtäävällä riskinotolla ja suurosakkeenomistaja voi pyrkiä vaikuttamaan yhtiöön tai sen voitonjakoon itseään hyödyttävällä tavalla. Valtio-omisteisissa pörssiyhtiöissä poliitikot voivat puolestaan painostaa yhtiötä tekemään kansallista intressiä palvelevia valintoja, jotka eivät ole kaikille omistajille yhtä edullisia (Kole & Mulherin, 1997).

Väärinkäytösten tapahtumisen todennäköisyyden on havaittu olevan yhteydessä hallinto- ja ohjausjärjestelmien organisoinnin laatuun (Beasley, 1996). Kriittisten riskiasetelmien tunnistamiseksi osakkeenomistajat saattavatkin kaivata riippumattomia asiantuntijoita valvomaan omistajakunnan yhteisten tavoitteiden toteutumista. Eräänä ratkaisuna yhteisen edun valvomiseen on pidetty muun muassa sisäistä tarkastusta (Adams, 1994; DeFond, 1992; Carey ja muut, 2000). Vaikka sisäisellä tarkastuksella on esitetty

olevan yhteys taloudellisten, toiminnallisten ja yritysvastuuta koskevien yhteiskunnallisten tavoitteiden saavuttamiseen (Raiborn ja muut, 2017; Dineva, 2019), kaikki yritykset eivät päädy täydentämään hallinto- ja ohjausjärjestelmiään sisäisellä tarkastuksella.

1.1 Tutkielman tavoitteet

Hallinto- ja ohjausjärjestelmät muotoutuvat useiden yksilöllisten yrityskohtaisten ominaispiirteiden ja olosuhteiden summana. Sisäisen tarkastuksen kysynnän on tutkittu olevan yhteydessä ainakin yrityskokoon, useisiin taloudellisiin tunnuslukuihin, tarkastusvaliokunnan olemassaoloon, toimialaan (Goodwin-Stewart & Kent, 2006) ja hallituskoonpanoon (Abbot ja muut, 2012). Sisäistä tarkastusta koskevassa tutkimuksessa on kuitenkin annettu vain vähän painoarvoa omistussuhteiden vaikutuksille, vaikka niitä on yleisesti pidetty eräänä kriittisenä organisaation valintoja selittävänä tekijänä (Desender ja muut, 2013). Aihepiirin tutkimuksen lisäämiseksi onkin mielenkiintoista selvittää omistusrakenteiden vaikutusta sisäisen tarkastuksen organisointiin. Tutkielmassa pyritään siis löytämään vastaus kysymykseen, millaisen omistusrakenteen omaavat yhtiöt päätyvät todennäköisimmin täydentämään hallinto- ja ohjausjärjestelmiään vapaaehtoisella sisäisellä tarkastuksella. Sisäistä tarkastusta tarkastellaan yksittäisen suuren osakkeenomistajan, osakkeenomistajien lukumäärän (ts. laajan omistus pohjan), valtio-osakkeenomistajan ja ulkomaalaissijoittajan näkökulmista Nasdaq OMX Helsinki -markkinapaikalla.

Helsingin pörssi on tutkielman toteuttamiseen sopiva sen vuoksi, että siellä sisäisen tarkastuksen järjestäminen on Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2015) antamien corporate governance -suositusten mukaan vapaaehtoista. Vastaavasti esimerkiksi Yhdysvalloissa New Yorkin pörssi (NYSE), Kiina, Intia, Indonesia, Malesia, Filippiinit ja Thaimaa edellyttävät sisäisen tarkastuksen järjestämistä kaikilta markkinapaikalla listatuilta yhtiöiltä osana hyvää hallinnointitapaa (Raiborn ja muut, 2017). Tutkielmassa huomioidaan vain Helsingin pörssin päälistalla noteeratut listayhtiöt, jotka ovat sitoutuneet noudattamaan toiminnassaan suomalaisia Arvopaperimarkkinayhdistyksen laatimia corporate gover-

nance -suosituksia ja joiden kotipaikka sijaitsee Suomessa. Tarkastelun ulkopuolelle jäävät muun muassa Helsingin pörssin First North -listalla noteeratut yhtiöt ja ne päälistan yhtiöt, joilla on rinnakkaislistaus jossakin ulkomaisessa pörssissä. Tutkielman empiirisessä osion analyysissä huomioidaan myös voimassa olevan lainsäädännön vaikutus, joka tietyin edellytyksin asettaa ulkopuolisen pakon sisäisen tarkastuksen järjestämiselle rahoitus- ja vakuutusalan yhtiöissä.

1.2 Aineisto ja menetelmät

Tutkimuksen tavoitetta pyritään alustamaan esittelemällä aikaisempia tutkimuksia omistajakohtaisista motiiveista valvontamekanismien organisointiin. Aikaisemmissa tutkimuksissa sisäisen tarkastuksen kysyntä on kytketty informaation epäsymmetriaan ja siitä johtuvaan päämies-agenttiongelmahan (Adams, 1994), jonka vuoksi tutkielman perustana on käytetty päämies-agentti -ongelmaa selittäviä perusteorioita, joista mainittakoon mm. Jensenin ja Mecklinin (1976) esitys. Normatiivisena pohjana tutkimukselle on sen sijaan omistajien yhdenvertaisuutta käsittelevä osakeyhtiölaki (624/2006), ja edistyneemmät laki luottolaitostoiminnasta (610/2014) ja vakuutusyhtiölaki (521/2008), jotka osaltaan määrittelevät kotimaista sisäisen tarkastuksen sääntelyviitekehystä.

Tutkielman lopulliseen otokseen kuului 95 yhtiötä, jotka valikoituivat tutkimukseen 130 yhtiön joukosta kolmannessa luvussa tarkemmin esitellyin perusteluin. Omistuksia koskeva data kerättiin vuoden 2019 heinäkuun 30. päivän omistustilanteen mukaan Euroclear Finlandin (n.d.) tilastoista ja omistajarekisteristä. Tieto vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestämisestä kerättiin kunkin yhtiön verkkosivuilla julkaistusta selvityksestä hallinto- ja ohjausjärjestelmistä. Kerättyä aineistoa analysoitiin logistisella regressioanalyysillä ja korrelaatiotesteillä, joilla pyrittiin löytämään vastaus neljälle tutkimushypoteesille: laajan omistusrakenteen, valtionomistuksen ja ulkomaalaisomistuksen odotettiin lisäävän sisäisen tarkastuksen järjestämisen todennäköisyyttä, mutta suuren osakkeenomistajan pienentävän tätä. Kuten myöhemmissä luvuissa nähdään, tutkielman em-

piirisen osiossa esiteltävää logistista regressioanalyysin mallia kontrolloitiin yhdellä yrityskokoa mittaavalla kontrollimuuttujalla sekä neljällä yhtiön taloutta mittaavalla kontrollimuuttujalla. Em. kontrollimuuttujat esitellään lyhyesti luvussa 3.3.2 tutkielman pääpainon ollessa tutkimusrausten mukaisesti omistusrakenteissa.

1.3 Aikaisempi tutkimus ja tutkielman rakenne

Yhdysvaltain liittovaltion asettama Sarbanes-Oxley -laki loi pohjaa yrityksen sisäisten valvontamekanismien kysynnälle 2000-luvun kirjanpitoskandaalien jälkeen, joka näkyi enenevästi alan tutkimusten määrässä (Cohen ja muut, 2010). Suuri osa sisäistä tarkastusta koskevista tutkimuksista painottui vertailemaan mekanismin käyttöönotosta seuraavia hyötyjä ja haittoja sekä sisäisen tarkastuksen asemaa tilintarkastukseen nähden. Osa tutkimuksista on tutkinut myös olosuhteita, jossa sisäinen tarkastus järjestetään, mutta pääasiassa talouden ja hallinnollisten tekijöiden näkökulmasta.

Osakkeenomistajillekin tyypillisiä piirteitä on tutkittu, mutta niitä on melko harvoin kytetty hallinto- ja ohjausjärjestelmiin. Aikaisemmissa tutkimuksissa on selvitetty osakkeenomistajan valvontamahdollisuuksia ja valvontakustannuksia (mm. Shleifer & Vishny, 1986; Ang ja muut, 2000), mutta akatemiassa ei vaikuta liiammin olevan pohdittu sisäisen tarkastuksen arvoa osakkeenomistajalle. Akatemiassa on siis ollut tutkimusaukkona sisäisen tarkastuksen ja omistajapohjaisen kysynnän tematiikkojen erillisyyys, jota ovat pyrkineet ensin paikkaamaan Australiassa Goodwin-Stewart ja Kent (2006) ja Suomessa Rönkkö ja muut (2017). Tutkimuksen vähyyden syynä saattaa olla omistusrakenteita koskevan aineiston saatavuus tai se, että corporate governancea pidetään jokseenkin yrityksen sisäisenä toimintamallina, joka tulee omistajalle annettuna.

Olosuhteet niin pörssissä kuin yhtiöiden sisällä ovat dynaamisia, joka saattaa antaa tilaa uudelle tutkimukselle aikaisemman Rönkön ja muiden (2017) tutkimuksen pohjautuessa vuoden 2012 aineistolle. Muutoksia on tapahtunut niin valtionomistuksessa, omistusra-

kenteissa kuin pörssiyhtiöiden määrässäkin. Kuluneina vuosina sisäinen tarkastus on lisäksi liitetty trendikkääseen yritys vastuun teemaan (Dineva, 2019), joka on saattanut osaltaan korostaa sisäisen tarkastuksen roolia suomalaisissakin pörssiyhtiöissä. Käsillä oleva tutkielma eroaa Rönkön ja muiden (2017) tutkimuksesta myös siten, että tässä tutkielmassa pyritään tuomaan esille enemmän sijoittajanäkökulmaa, koska hyvän hallinnon toimintaperiaatteet ovat suunniteltu nimenomaan osakkeenomistajan suojaksi. Suurimpana muutoksena on kuitenkin Euroopan parlamentin ja neuvoston antamat direktiivit 2009/138/EC ja 2019/2034/EC, jotka ovat uudistaneet osaltaan sisäisen tarkastuksen sääntelyviitekehystä Euroopan unionin alueen rahoitus- ja vakuutusalan yhtiöissä. Näitä uudistuksia ei ollut aikaisemmassa tutkimuksessa huomioitu.

Tutkielman kulku tapahtuu seuraavasti. Tutkielmaa taustoitetaan kartoittamalla sisäistä tarkastusta teoreettisen viitekehyksen kautta painottuen erityisesti lainopilliseen näkökulmaan, osakkeenomistajan oikeuksiin ja Arvopaperimarkkinayhdistyksen antamaan 26. suositukseen koskien sisäisen tarkastuksen järjestämistä. Sisäisen tarkastuksen ominaisuuksia yrityksen riskienhallintamekanismina ei sen sijaan ole tämän tutkielman kannalta tarpeen taustoittaa kovin syvällisesti (ks. mm. Sisäiset tarkastajat ry, 2007). Sääntelyviitekehyksen esittelyn jälkeen käsitellään omistusrakenteisiin liittyviä ominaispiirteitä ja aikaisempia tutkimuksia, joiden pohjalta muodostetaan tutkimuskysymykset. Tutkielman kolmannessa luvussa esitellään lopullisen tutkimusotoksen muodostuminen, aineiston muodostumiseen vaikuttaneet tekijät ja tutkimusmenetelmät. Neljännessä ja viidennessä luvussa esitetään tutkimustulokset. Tutkielma päättyy kuudennessa luvussa tutkimustulosten pohjalta tehtäviin johtopäätöksiin.

2 Teorettinen viitekehys

Toisen luvun tarkoitus on luoda katsaus sisäisen tarkastusta ja omistusrakenteita koskevaan teoreettiseen taustaan ja suomalaiseen sääntelyviitekehukseen. Tavoite on johdattaa lukijaa empiiriseen osaan, jonka vuoksi luvussa esitellään ensin sisäisen tarkastuksen kysyntää selittävä tausta, jona on pidetty osapuolten välistä tiedon epätasapainon teoriaa eli päämies-agenttiteoriaa (Adams, 1994). Luku jatkuu sääntelyviitekehysten esittelyllä, jolla on erityinen merkitys myös empiirisessä osiossa selitettävän tutkimusotoksen muodostumisessa. Luvun lopuksi esitetään mahdollisia osakkeenomistajien motiiveja sisäisen tarkastuksen järjestämiselle.

2.1 Päämies-agenttiteoria

Jo 1930-luvulla ennen varsinaista modernia agenttiongelmia ja oman edun tavoitteluun viittaavaa keskustelua Berle ja Means (1932) kritisoivat eriytyneen johdon ja omistuksen mukanaan tuomia ongelmia. Heidän mukaansa usean pörssiin listatun yhtiön omistusrakenne muodostui pienosakkeenomistajista, joilla ei ollut tosiasiallisia mahdollisuuksia vaikuttaa omistamansa yhtiön päätöksentekoon. Kontrollia yhtiöissä ylläpiti omistuksesta eriytynyt johto, jolla oli mahdollisuus luotetun aseman väärinkäyttämiseen tavalla, joka ei välttämättä palvellut osakkeenomistajien etuja. Berlen ja Meansin (1932) mukaan kyse oli riskiasetelmasta, joka voisi vaikuttaa negatiivisesti yhtiön taloudelliseen suoriutumiseen omien henkilökohtaisia etuja ajavan johtamistavan vuoksi.

Berlen ja Meansin (1932) ajatukset virittivät varhaista keskustelua klassiselle päämies-agentti-teorialle, jonka kehitti myöhemmin Jensen ja Meckling (1976). Tutkijoiden mukaan päämies-agenttiteorian keskeisin haaste liittyi päämiehen eli osakkeenomistajan, puutteelliseen tietoon siitä, kuinka johto tuli toimimaan liiketoimintaa koskevassa päätöksenteossaan ja kumman osapuolen etuja johto pyrki todellisuudessa ajamaan. Päämies-agenttiteoriassa päämieheksi kutsutaan sitä osapuolta, jonka etu riippuu agentiksi

kutsutun edustajan toimista. Päämies ei voi ilman erityistä valvontaa varmistua siitä, että agentti toteuttaa sille annettua tehtävää ennalta asetettujen tavoitteiden mukaisesti.

Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan jokainen omistusrakenne, jossa jokin muu taho kuin toimiva johto omistaa yhtiön osakkeita, tuottaa agenttikustannuksia. Tutkijoiden mukaan agenttiteoriaan liittyvät ongelmat ovat mahdollisia jokaisella organisaatiotasolla organisaation toimialasta, tarkoituksesta tai yhtiömuodosta riippumatta. Tätä näkökulmaa lainaten mm. Shleifer ja Vishny (1997) väittivät, että johto voisi toisinaan kokea osakkeenomistajien sijoitukset massarahoituksena, joka ei aiheuta konkreettisia veloitteita lisäarvon tuottamiseksi. Oman pääoman ehtoiseen sijoitukseenhan ei liity lainan tapaan takaisinmaksun veloitteita eikä myöskään veloitetta maksaa korkoa sijoitetulle pääomalle. Periaatteessa lainanantajat voivat solmia yksityiskohtaisiakin sopimuksia johdon kanssa rahoituksen saamiseen liittyvistä vastuista, mutta sijoittajan tulee käytännössä tyytyä hyvään uskoon johtoa kohtaan siinä, että yhtiölle osoitettu varallisuus käytetään sille etukäteen asetettujen strategisten tavoitteiden mukaisesti ja osakkeenomistajien varallisuutta maksimoiden.

Agenttiongelman laajuutta voi määrittää myös konfliktiin osallistuvien osapuolten lukumäärä. Toisen tyyppistä agenttiongelmää edustaakin erityistapaus, jossa eräänlainen agenttiongelmia on syntynyt osakkeenomistajien keskinäisille suhteille (Pönkä, 2011). Myöhemmin yhtiöoikeutta sivuavassa luvussa 2.3.2 nähdäänkin, että yhtiökokouksissa päätökset tehdään äänienemmistöllä, jolloin yhtiön päätöksentekoon voi liittyä enemmistöäänivallan, toisin sanoen suurten osakkeenomistajien äänivallan tai pienosakkeenomistajien kollektiivisen äänivallan väärinkäyttöä koskeva riski.

Potentiaalisten päämies-agentti -ongelmien vuoksi hyvän hallinnon haasteeksi on noussut sellaisten avoimien ja hyväksyttävien hallinnointiprosessien luominen, jotka palvelevat niin yhtiötä itseään kuin sen sidosryhmiä. Muun muassa Adams (1994) on pitänyt sisäisen tarkastuksen toimintoa eräänä informaation epäsymmetriaa ja tästä johtuvia agenttikustannuksia hillitsevänä välineenä.

2.2 Sisäinen tarkastus organisaatioissa

Yksityiset kapitalistiset markkinat ovat nyt tärkeämpiä valtioiden talouksille kuin koskaan ennen ja markkinoiden toimivuuden ehtona on luottamus. Samalla kun yhtiöiden koot ovat kasvaneet, niiden omistusrakenteet ovat monimutkaistuneet perustajaosakkaiden irtautuessa yhtiöiden johdosta tai omistuksesta. Lisäksi rahoitusmarkkinoiden luonne on muuttunut sijoituskohteiden tarjonnan monipuolistumisen vuoksi, mutta myös sen rakenteellisten muutosten vuoksi. Kasvaneet markkinat ovat lisänneet kilpailua, manipulaatiota ja yritysten altistumista erilaisille operatiivisille riskeille. Kaikki nämä syyt ovat tehneet yhtiöiden valvonnasta aikaisempaa työläämpää ja kasvattaneet hyvän hallinnon ja valvontamekanismien olemassaolon merkitystä.

Viime vuosikymmenten rahoitusmarkkinoiden kriisiytymiset ovat osoittaneet, yhtiöiden hallinnointijärjestelmät ovat edelleen olleet sisäisille ja ulkoisille riskeille haavoittuvaisia. Erityisesti kirjanpitoskandaalit Euroopassa ja Yhdysvalloissa palauttivat riskienhallintaan liittyvän keskustelun takaisin trendinomaiseksi 1990-luvun lamavuosien jälkeen ja 2000-luvun alusta lähtien tilintarkastuksen palveluita tarjoava ala on kohdannut kansainvälisesti katsoen yhä suurempaa kysyntää erilaisille varmistuspalveluille (Hass ja muut, 2006). Rahoitusmarkkinoiden kriisiytyminen on kuitenkin vain eräs syy sille, miksi hallintojärjestelmiin on kiinnitetty viime aikoina enemmän huomiota: muun muassa PwC (2018) on havainnut 7200 yritystä käsittäneessä raportissaan väärinkäytösten olevan väliittömässä yhteydessä mm. yrityksen imagoon, työilmapiiriin ja sidosryhmäsuhteisiin. Lisäksi Claessens ja Yurtoglu (2013) ovat havainneet hallintojärjestelmien organisoinnin olevan yhteydessä rahoituskustannusten suuruuteen.

Ajallisten ja asenteellisten muutosten seurauksena riskienhallintamekanismit on vähitellen alettu nähdä yritystoiminnan menestystekijänä (Hass ja muut, 2006). Suomalaisen sisäisten tarkastajien yhteistyöorganisaation Sisäisen tarkastajat ry:n (2007, s. 19–28) mukaan sisäisen tarkastuksen toiminnon tarkoitus on arvioida riippumattomasti ja objektiivisesti organisaation johtamis- ja hallintojärjestelmään, liiketoimintoihin sekä tietojärjestelmiin liittyviä riskiasetelmia, jotka koskevat taloudellisen tiedon luotettavuutta,

toimintojen tuloksellisuutta ja tehokkuutta, omaisuuden turvaamista sekä lakien, määräysten ja sopimusten noudattamista. Kyse ei ole ainoastaan taloutta valvovasta toiminnasta, vaan se voi ulottua myös operatiivisen tason toimintaan, kuten toimitusketjuihin. Toisaalta valvonnan kohteena ovat operatiivisen toiminnan ohella yrityksen sidosryhmien, kuten osakkeenomistajien menettelytavat. Objektiiivisella ja riippumattomalla luonteella varmistetaan toiminnon tasapuolinen ja tosiasioihin perustuva eturistiriidaton luonne, joka palvelee pitkällä tähtäimellä niin yritystä itseään kuin myös osakkeenomistajia. Sisäisen tarkastajan tehtävänä on myös selvittää, onko toiminnoille ja hankkeille asetettu päämäärät ja tavoitteet ja vastaavatko ne koko organisaatiolle asetettuja päämääriä ja tavoitteita.

Adamsin (1994) mukaan toimiala ei yksinomaan sanele sisäisen tarkastuksen luonnetta siten, että samalla toimialalla toimivien yhtiöiden sisäisen tarkastuksen elimillä olisi välttämättä erityisiä geneerisiä piirteitä. Tutkija esittää, että sisäisen tarkastuksen luonnetta erottavina piirteinä on aikaisempien tutkimusten mukaan pidetty muun muassa yhtiön liiketoimintaympäristöä ja listautuneisuutta. Rönkön ja muiden (2017) mukaan sisäisen tarkastuksen toiminnon järjestämiseen ja sen laajuuteen vaikuttavina tekijöinä voidaan pitää lisäksi mm. henkilöstömäärää, ulkomaisten liiketoimintojen tai ulkomaisten tytäryhtiöiden osuutta liikevoitosta (ts., liiketoiminnan monimutkaisuus), hallituksen jäsenten sukupuolijakaumaa, maksuvalmiutta, yrityksen kypsyyttä ja konsernitason liikevoittoa. Lisäksi Sarens ja Abdolmohammadi (2011) esittävät sisäisen tarkastuksen olevan yhteydessä organisaation arvoihin ja riippumattoman hallituksen olemassaoloon. Joissain tapauksissa riippumaton hallitus saatetaan kokea korvaavana valvontamekanismina esimerkiksi sisäiselle tarkastukselle, koska se ei varsinaisesti suoraan hyötyisi organisaation sisällä tapahtuvista väärinkäytöksistä (Kim ja muut, 2007).

Aikaisempien tutkimusten perusteella sisäinen tarkastus voi epäilemättä lieventää sidosryhmien välillä kytevää tiedon epäsymmetriaa, mutta yhtiön ja sen osakkeenomistajan päämääriä saattaa olla mahdollista yhdentää muutenkin kuin valvontaa ja valvontakus-

tannuksia lisäämällä. Esimerkiksi Holmström ja Kaplan (2003) ovat tutkineet, että yhdysvaltalaiset pörssiyhtiöt ovat olleet tuloksellisempia optio-ohjelmien seurauksena. Toisaalta palkitsemisjärjestelmä osakkeenomistajien ja johdon intressien yhdenmukaistamisessa ei välttämättä ratkaise opportunistisiin liittyviä ongelmia, koska yrityksen suorituskyvyn saattaminen ääriarajoille lyhyellä aikavälillä ei välttämättä ole pitkäjänteisen omistamisen kannalta edullista. Palkitsemisjärjestelmiin liittyviä viimeaikaisia synkempiä esimerkkejä ovat mm. Volkswagen Groupin päästöskandaali, Evergranden talousvaikeudet ja Nokian Renkaat Oyj:n testirengasmanipulaatio. Näille tapauksille yhteistä optiojärjestelyjen lisäksi on tosin myös se, että kaikki kolme yhtiötä kertoivat järjestäneensä riippumattoman sisäisen tarkastuksen, joka on kuitenkin ollut ilmeisen voimaton havaitsemaan vuosienkaan kestoisia väärinkäytöksiä.

Seuraavassa alaluvussa käsitellään sisäisen tarkastuksen sääntelytaustaa. Kuten tullaan huomaamaan, sisäistä tarkastusta vaivaa siihen kohdistuvan sääntelyn vähäisyys ja toiminnon auktorisoimattomuus. Siitä huolimatta, että lainsäätäjätkin tunnistaa sisäisen tarkastuksen eräänlaisena valvontatoimintona, ei ammattinimikettä ole ainakaan Suomessa tilintarkastuksen tapaan suojattu (Opetushallitus, n.d.). Tällä saattaa olla vaikutusta muun muassa siihen, miten hyödylliseksi ja objektiiviseksi tarkastustoiminto koetaan osakkeenomistajien keskuudessa ja toisaalta yhtiöiden sisälläkin.

2.3 Alan sääntelyviitekehys Suomessa

Suomessa sisäistä tarkastusta koskeva juridinen sääntelyviitekehys koostuu Euroopan parlamentin ja Euroopan unionin neuvoston jäsenmaille antamista direktiiveistä, suomalaisesta lainsäädännöstä ja alempitason sääntelystä, johon lukeutuvat Helsingin pörssin säännöt ja kotimaiset hallinnon järjestämistä tukevat Arvopaperimarkkinayhdistyksen antamat corporate governance -suositukset. Sisäistä tarkastusta koskevan lainsäädännön puolesta ensin käsitellään tutkielman kannalta olennaisia vakuutus- ja sijoituspalveluyrityksiä koskevia direktiivejä, jotka asettavat velvollisuuden sisäisen tarkastuksen järjestämiselle tietyin jäljempänä selitettävin edellytyksin. Toisena käsitellään

kansallista lainsäädäntöä osakeyhtiölain näkökulmasta ja sitä, miten ohessa kuvatut direktiivit on integroitu kansalliseen lainsäädäntöön. Lopuksi tarkastellaan suomalaisia corporate governance -suosituksia julkisesti noteeratun yhtiön sisäisen tarkastuksen järjestämisestä ennen omistusrakenteiden erityispiirteistä kertovaa osiota.

2.3.1 EU-tasoinen lainsäädäntö

Euroopan parlamentin ja neuvoston antama direktiivi 2009/138/EC ottavaa kantaa riskien hallintaan ja sisäisen tarkastuksen järjestämiseen vakuutus- ja jälleenvakuutusyrityksissä. 2009/138/EC direktiivin 44. artiklan mukaan vakuutus- ja jälleenvakuutusyrityksillä on oltava tehokas organisaatioon ja sen päätöksentekorakenteisiin integroitu riskienhallintajärjestelmä, joka huomioi riskien tunnistamisen, mittaamisen, seurannan ja niiden hallinnan. Vaikka direktiivissä on lueteltu osa tarkastuskohteista, suoraan ohjetta riskienhallinnan laajuudesta ei kuitenkaan anneta, vaan siinä tyydytään toteamaan, että riskienhallinnan tulee olla oikeassa suhteessa riskien luonteeseen, laajuuteen ja monimutkaisuuteen nähden, kuten IIA:n ammattistandarditkin suosittelevat kohdassa 2010 (Sisäiset tarkastajat ry, 2016). Riskienhallinnan toimivuutta valvoo sisäinen valvonta. Direktiivin (2009/138/EC) 47. artiklan mukaan sisäisen tarkastuksen tehtävä on puolestaan arvioida sisäisen valvonnan riittävyyttä puolueettomasti ja operatiivisista toiminnoista riippumattomasti.

Euroopan parlamentin ja neuvoston antama direktiivi 2019/2034/EC sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusvalvonnasta vastuuttaa 26. artiklassa EU:n jäsenvaltioita varmistamaan, että sijoituspalveluyrityksillä on luotettavat hallinto- ja ohjausjärjestelyt, jotka sisältävät tehokkaat prosessit riskien tunnistamiseksi, hallitsemiseksi ja seuraamiseksi, sekä riittävät hallinto- ja laskentamenettelyt kattavat sisäisen valvonnan mekanismit. EU:n rahoitusmarkkinoita säätelevän, melko periaatteellisen MiFID II -direktiivin (2014/65/EU) 4. artiklan 1. kohdan 1. alakohdassa määritellyjä sijoituspalveluyrityksiä, sijoituspalveluja tarjoavia luottolaitoksia ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöitä varten

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA) on antanut MiFID II -täytäntöönpanodirektiiviä täsmentävän compliance-viitekehyksen, joka tarkentaa hallinnon ja ohjauksen järjestämistä rahoituslaitoksissa. Siitä huolimatta, että ohjeissa (ESMA/2012/388) käsitellään riippumattoman sisäisen tarkastuksen asemaa osana riskienhallintaa, ei sisäistä tarkastusta pidetä sijoituspalveluyrityksissä ehdottomana velvollisuutena, joskin MiFID II -direktiivin 70. artikla säätelee vähäistä merkittävämpiä hallinnollisia sanktioita sijoituspalveluyrityksille, jotka laiminlyövät liiketoiminnan kokoon ja laatuun nähden tarkoituksenmukaisen sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan järjestämisen.

Kaikkia listayhtiöitä koskevaa ylikansallista veloitetta sisäisen tarkastuksen järjestämisestä ei ole siis säädetty Euroopan parlamentin ja neuvoston aloitteesta. Ainoastaan vakuutuslaitoksia koskee vahva sisäisen tarkastuksen järjestämisen edellytys riippumatta siitä, onko yhtiöiden osakkeet julkisen kaupankäynnin kohteena jossakin EU:n jäsenmaan arvopaperipörssissä. Sijoituspalveluyrityksiä koskevat vaatimukset ovat kansallisen toimivaltaisen viranomaisen päätettävissä, mutta huomionarvoista on lainsäädäntöohjeen (2019/2034/EC) erillinen maininta riskienhallinnan järjestämisestä. Edelleen merkitystä on myös Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ohjeilla, joita kaikki EU:n jäsenvaltiot ovat ilmaisseet noudattavansa poikkeuksetta (ESMA/2013/923).

2.3.2 Suomalainen lainsäädäntö

Suomalainen osakeyhtiöoikeus rakentuu osakkeenomistajalähtöisen viitekehyksen ympärille. Pönkä (2011, s.18, 43–45) kirjoittaa, että jo vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöiden pohjalta voi havaita, että silloisen uudistuksen kriittisimpinä tavoitteina pidettiin muun muassa yhteiskunnan ja yhtiön ulkopuolisten sidosryhmien tiedonsaannon ja avoimuuden paranemista sekä yhtiön toiminnasta, että sen omistussuhteista. Tällöin kyseessä oli tilinpäätöksiä ja tilintarkastusta koskevien normistojen uudistaminen, mutta myös osake- ja osakasluetteloiden julkisuuden lisääminen. Lakia koskevissa esitöissä käsiteltiin myös vähemmistöosakkaiden oikeussuojan paranemista, yhtiön johdon ja osakkeenomistajien

keskinäisten valtasuhteiden tarkentamista ja pyrkimystä kehittää yhtiöiden omarahoitusmahdollisuuksia, kuten listautumista. Sittenkin myös voimassa olevan osakeyhtiölain (624/2006) muutoksissa on painotettu entisestään taloudellisen tehokkuuden ja pienosakkeenomistajien asemaa. Muutokset pohjautuvat Pöngän (2011) mukaan rahoitusmarkkinoiden muutokseen, Euroopan unioniin liittymiseen sekä julkisten osakeyhtiöiden omistusrakenteiden hiljattaiseen hajautumiseen.

Osakeyhtiölaki (624/2006) ei välittömästi velvoita osakeyhtiöitä rakentamaan erityisiä riskienhallintajärjestelmiä, vaikka se nimeääkin julkisesti noteerattujen yhtiöiden hallituksen tehtäväksi seurata ja arvioida yhtiön sisäisen valvonnan ja tarkastuksen sekä riskienhallintajärjestelmien tehokkuutta. Tästä huolimatta se tarjoaa jo osaltaan kelvollisen välineen yhtiöoikeudellisiin agenttiongelmiiin liittyvien erilaisten sopimus- ja valvontakustannusten minimointiin ja omistaja-arvon maksimointiin. Jo lain (624/2006) ensimmäisessä luvussa on otettu kantaa opportunistisen käyttäytymisen hillitsemiseen lausekkeella, jonka mukaan osakeyhtiön tarkoitus on tuottaa omistajilleen voittoa, ellei yhtiöjärjestyksessä toisin mainita. Edelleen yhtiön hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa ryhtyä sellaisiin toimiin, joka tuottaa osakkeenomistajalle tai muulle taholle epäoikeutettua etua toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Lisäksi yhtiön johdon on toiminnallaan edistettävä yhtiön etua. Osakeyhtiölain esitöissä (HE 109/2005) yhtiön edulla tarkoitetaan nimenomaan osakkeenomistajakollektiivin yhteistä etua, eikä osakkeenomistajan individuaalisia intressejä.

Aikaisemmassa alaluvussa esitellyt sisäistä tarkastusta pankeissa ja vakuutusyhtiöissä käsittelevät direktiivit ovat sisällytetty vakuutusyhtiölakiin (512/2008) ja luottolaitostoinnista annettuun lakiin (610/2014). Vuonna 2013 laki vakuutusyhtiölain muuttamisesta (981/2013) sisällytti vakuutusyhtiölain (512/2008) kuudenteen lukuun periaatteet vakuutusyhtiön hallinnon järjestämisestä. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/138/EC perusteella uudistettu laki ryhtyi edellyttämään vakuutusalan yrityksiltä aikaisempaa enemmän vaatimustenmukaisuuskäytäntöjen fasilitointia ja sisäistä

valvontaa säännöksellä, jonka mukaan vakuutusyhtiöllä on oltava yhtiön hallituksen hyväksymät kirjalliset toimintaperiaatteet yhtiön johdon ja keskeisistä toiminnoista vastaavien henkilöiden kelpoisuusvaatimusten täyttämisen varmistamisesta, sisäisestä valvonnasta, riskienhallinnasta, sisäisestä tarkastuksesta, palkitsemisesta ja toimintojen ulkoistamisen järjestämisestä. Edelleen lain (512/2008) kuudennen luvun 15 § mukaan sisäisen valvonnan riittävydestä ja tehokkuudesta vastaa sisäinen tarkastus, joka on operatiivisesta toiminnasta riippumaton yksikkö. Siitä huolimatta, että vakuutusyhtiölaki (512/2008) huomioi alan yritysten erilaisuuden ja tarpeellisten valvontakäytäntöjen yksilöllisyyden, se ei tarjoa poikkeusta sisäisen tarkastuksen järjestämiselle, vaan sisäinen tarkastus katsotaan osaksi pakottavia hallinnollisia vaatimuksia.

Sijoituspalveluyrityksille sisäisen tarkastuksen vaatimukset ovat vakuutuspalveluja jousitavampia. Luottolaitostoiminnasta annetun lain (610/2014) 9. luvun 8 §:ssä säädetään, että luottolaitoksella on oltava luottolaitoksen liiketoiminnoista riippumaton riskien valvontatoiminto, säännösten ja sisäisten toimintaperiaatteiden noudattamista valvova toiminto, sisäinen tarkastus sekä muut tarpeelliset valvontatoiminnot. Laissa on kuitenkin huomioitu riskiorientoitunut näkökulma ja alan liiketoimintojen laaja diversiteetti, sillä 9. luvun 8 § mukaan riskienhallintajärjestelmän tulee olla oikealla tavalla suhteutettu liiketoiminnan laatuun, laajuuteen ja monimuotoisuuteen nähden. Siitä huolimatta, että lainsäätäjä vaikuttaa pääsääntöisesti edellyttävän talletuspankeilta ja luotonantoyhteisöiltä sisäisen tarkastuksen järjestämistä, jättää se harkintavaltaa toiminnon järjestämisen tarpeellisuudesta yhtiölle itselleen.

Myös Valtiovarainministeriö on ottanut kantaa arvopaperin liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuuteen asetuksessa 1020/2012, jonka mukaan yhtiön on esitettävä kirjallinen selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmistä. Asetuksen mukaan yhtiön hallinto- ja ohjausjärjestelmiä koskevan raportin tulee viitata sellaisiin sääntöihin tai suosituksiin, joita raportin antaja on sitoutunut toiminnassaan noudattamaan. Lisäksi yhtiön on esitettävä kuvaus taloudelliseen raportointiprosessiin liittyvien sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan

järjestelmien keskeisistä piirteistä sekä hallituksen, hallintoneuvoston ja niiden valiokuntien kokoonpanosta ja toiminnasta, joka huolehtii taloudellisen raportointiprosessin valvonnasta, sisäisestä valvonnasta, riskienhallinnan ja tilintarkastuksen seurannasta (Valtiovarainministeriön asetus tiedonantovelvollisuudesta 1020/2012: 7:7). Tähän viitataan myös Pönkä (2011, s. 79), jonka mukaan osakeyhtiölaki on alun perin muotoiltu väljäksi muun muassa siitä syystä, että se pysyy yhteiskunnan kehityksen mukana, mutta mahdollistaa myös alemman asteisen normituksen.

2.3.3 Alempiasteiset säännöt ja suositukset

Kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa (1070/2017) säädetään, että pörssin on laadittava kaupankäyntipaikkaa koskevat säännöt. Säännöillä ei ole lakiin verrattavaa asemaa, vaan kyse on mm. Pöngän (2011, s. 79) tarkoittamasta alempiasteisesta normituksesta. Helsingin pörssin säännöt (2019) sisältävät osakkeiden liikkeellelaskijoiden ja muiden pörssilistattujen arvopapereiden valvontaa ja kurinpitoa koskevia ohjeita, ja ottavat kantaa myös sisäpiiritiedon hyödyntämiseen ja hallinnon järjestämiseen. Helsingin pörssin säännöissä (2019) ei pidetä sisäisen tarkastuksen järjestämistä pakollisena, vaan listayhtiöitä ohjeistetaan noudattamaan Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n laatimia corporate governance -suosituksia.

Vakiintuneesta asemastaan huolimatta corporate governancelle ei ole suoraa suomenkielistä käännöstä, mutta se on tyypillisesti mielletty hyväksi hallintotavaksi tai hallinnointikoodiksi (Arvopaperimarkkinayhdistys, n.d.). Myös englanninkielistä vastinetta on käytetty vakiintuneesti hallintojärjestelmiin liittyvissä keskusteluissa. Hallinnointikoodin tarkoituksena on syventää lainsäädännöstä peräisin olevia velvoitteita sekä edistää suomalaisissa pörssi-yhtiöissä noudatettavien hallintokäytäntöjen korkeaa laatua ja kansainvälistä vertailukelpoisuutta. Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n (n.d.) laatimien corporate governance -suositusten kansainvälisen harmonisoinnin tavoitteena on tukea suomalaisten pörssi-yhtiöiden arvonmuodostusta ja myötävaikuttaa listayhtiöiden haluttavuuteen sijoituskohteina. Muun muassa hallintojärjestelmiä tutkineet Shleifer ja Vishny (1997)

ovat pitäneet corporate governancea sijoittajan suojan ytimenä. Heidän mukaansa hyvän corporate governance -järjestelmän piirre on, että se luo suojaa ja varmuutta kaikille yhtiön sidosryhmille — ei ainoastaan osakkeenomistajille, mutta myös vieraan pääoman sijoituksen tehneille.

Suomalainen hallinnointikoodi on laadittu noudatettavaksi ns. comply or explain -periaatteella, jonka mukaan yhtiön tulee ilmoittaa hallinto- ja ohjausjärjestelmiä koskevassa selvityksessä, kuinka se noudattaa toiminnassaan hyvää hallinnointitapaa ja corporate governancesta annettuja kansallisia suosituksia (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2015). Hallinnointikoodin suosituksia odotetaan siten lähtökohtaisesti noudatettavan, mutta yksittäisistä suosituksista voi poiketa esittämällä hallinto- ja ohjausjärjestelmistä annetussa selvityksessä poikkeuksen kohteena ollut suositus ja tästä poikkeamiseen johtavat perustelut. Hallinnointikoodin mukaan sisäisen tarkastuksen järjestäminen ei ole kaikille listayhtiöille pakollista, mikäli voidaan katsoa, että hallinto on muilla tavoin kykenevä varmentumaan yhtiön sisäisen valvonnan eheydestä ja tehokkuudesta. Aikaisemmin esitellysti esimerkiksi vakuutusyhtiöt ja sijoituspalvelut kuitenkin järjestävät sisäisen tarkastuksen jo lainsäädännön puitteissa.

2.4 Omistusrakenteet

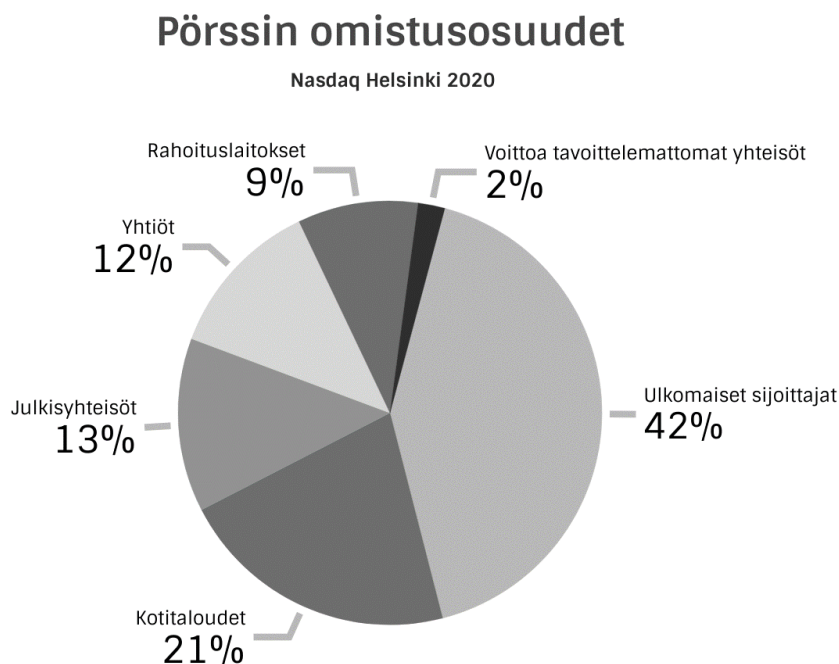
La Porta ja muut (1999) havaitsivat 27 maan kaksikymmentä suurinta yhtiötä käsittävässä tutkimuksessa, että yhtiöiden omistusrakenteet olivat vielä 1990-luvulla kansainvälisesti katsoen yksinkertaisia ja niitä yhdisti sama tekijä: suuromistajat olivat usein perheitä ja julkisen sektorin yhteisöjä. Tutkimuksen mukaan hajautuneen omistusrakenteen suur-yritykset olivat jonkin verran yleisempiä maissa, jossa sijoittajansuoja oli kehittynyt. Sen sijaan keskittyneen omistusrakenteen yhtiöt, jossa omistajina toimivat niin perheet kuin julkinen sektori, olivat yleisempiä heikon sijoittajansuojan maissa. Tutkimuksessa omistusta pidettiin keskittyneenä, jos osakkeenomistajan hallussa oli vähintään 20 prosenttia yhtiön osakkeista.

Omistusrakenteet olivat muuttuneet merkittävästi 2000-luvulle tultaessa. Connellyn ja muiden (2010) mukaan varsinkin Iso-Britanniassa ja Yhdysvalloissa yksityishenkilöiden ja -perheiden omistus oli alkanut vähenemään ja omistusrakenteet olivat muuttuneet vähitellen hieman enemmän hajaantuneeksi. Samoin ulkomaalaisomistus oli yleistynyt. Vaikka yhtiöiden omistuspohja oli laajentunut, se oli myös saanut uudenlaisen piirteen: institutionaaliset sijoittajat ja erilaiset sijoitusrahastot olivat alkaneet valtaamaan rahoitusmarkkinoita merkittävin omistuksin enemmän kuin aikaisemmin. Suuret omistussuudet eivät siis olleet hävinneet, vaan omistussuudet olivat osittain siirtyneet ammattimaisten sijoittajien haltuun.

Varsinkin Yhdysvalloissa institutionaalisten sijoittajien osuus rahoitusmarkkinoilla on ollut merkittävää. Dain ja Helfrichin (2016) mukaan vuonna 2015 markkina-arvoiltaan viidestä sadasta suurimmasta yhdysvaltalaisesta yhtiöstä yli 70 prosentin osuus oli institutionaalisten sijoittajien omistuksessa. Sen sijaan Yhdysvaltain liittovaltion omistukset pörssinoteeratuissa yhtiöissä oli pienempää kuin koskaan aikaisemmin muihin länsimaihin verrattuna. Dain ja Helfrichin (2016) pohtivat valtion omistuksen vähentymiseen joltaneeksi syyksi negatiivissävytteistä keskustelua julkishallinnon ja yksityisten osakkeenomistajien yhteisomistuksesta, joka korostui entisestään liittovaltion suorittamasta pankkien tukemisesta ja General Motors -yhtiön pelastamisesta finanssikriisin aikana. Tutkijoiden mukaan julkisen sektorin osakkeenomistajan rooliin kohdistuvan keskustelun keskiössä on ollut myös kysymys siitä, tekeekö julkisen sektorin rooli osakkeenomistajana yksityisistä yhtiöistä erioikeuksia omaavan pehmeän budjetin yhtiön.

Kuvio 1 sivulla 23 esittää Helsingin pörssin omistusrakenteiden jakaumaa vuonna 2020. Suomessa julkisyhteisöjen osuus pörssin omistusrakennepajaumassa on kasvanut kansainvälisestä trendistä poiketen vuoden 2020 aikana 13 prosenttiin, kun vielä vuosina 2013–2017 julkisyhteisöjen omistusosuus pörssin kokonaisarvosta oli vain 7–8 prosenttia. Suurimman osuuden Helsingin pörssistä omistivat ulkomaalaiset sijoittajat 42 prosentin osuudella. Suuri ulkomaalaisomistajien määrä ei ole ennennäkemätöntä, sillä Ar-

vopaperimarkkinayhdistyksen (n.d.) mukaan Helsingin pörssin keskimääräinen ulkomalaisomistuksen osuus pörssin kokonaisarvosta on ollut 2000-luvulla eräs Euroopan pörsien korkeimmista. Ulkomaalaissijoittajien mielenkiintoa Helsingin pörssiä kohtaan saattaa selittää esimerkiksi korkeatasoisen länsimaisen sääntelyviitekehyksen olemassaolo ja suhteellisen vakaa poliittinen ympäristö.



Kuvio 1. Omistusrakennejakauma (Euroclear Finland Oy, n.d.).

Osakkeenomistajien keinot sijoitusten valvontaan ovat vaihtelevia, jonka vuoksi omistajat saattavat kaivata tuekseen riippumattomia asiantuntijoita. Eriarvoisessa asemassa olevana sijoittajaryhmänä on pidetty varsinkin piensijoittajia, joiden mahdollisuudet sijoituksen valvontaan ja kuulluksi tulemiseen ovat olleet tyypillisesti vähäisempiä (Francis & Wilson, 1988). Seuraavana esitellään tutkimuskysymyksen kannalta olennaisia suuren yksittäisen osakkeenomistajan, laajan omistusrakenteen, valtio-omistajan ja ulkomalaisomistuksen ominaispiirteitä ja arvioidaan kuhunkin omistajaryhmään kuuluvia potentiaalisia päämies-agentti-tyyppisiä riskiasetelmia. Lisäksi muodostetaan hypoteesit kolmannessa luvussa alkavaa tilastollista tutkimusta varten.

2.4.1 Suuri yksittäinen osakkeenomistaja

Varhaisemmissa omistusrakenteita koskevissa tutkimuksissa suurimman osakkeenomistajan äänivaltaa on pidetty potentiaalisena riskinä pienosakkeenomistajan kannalta (mm. Shleifer & Vishny, 1997; Jensen & Meckling, 1976). 2000-luvulle tultaessa suuromistus on kuitenkin nähty positiivisenakin ominaisuutena: suuromistajaa on toisaalta pidetty aktiivisena yhtiön kehittäjänä (Anderson & Reeb, 2003; Singal & Singal, 2011), mutta myös substituuttina valvontamekanismeille (Ang ja muut, 2000; Shleifer & Vishny, 1986; Holderness & Sheehan, 1988).

Vielä 1990-luvulla muun muassa Shleifer ja Vishny (1997) kuvasivat yhtiön omistusrakennetta eräänlaisena rakennelmana, jonka huippu muodostui suurimman äänimäärän omaavasta omistajasta ja alemmat kerrokset pienosakkeenomistajista. Vertauskuva johdettiin suurimman osakkeenomistajan äänimäärällisesti voimakkaammasta asemasta pienomistajiin nähden, joka ilmeni yhtiökokouksissa voimakkaampana päätösvaltana. Tutkijoiden mukaan suurella osakkeenomistajalla saattoi olla erityisiä hallitusvalintaa, voitonjakoa tai investointeja koskevia mieltymyksiä, jotka sopivat tämän omaan sijoittajaprofiiliin, mutta jättivät huomiotta muiden osakkeenomistajien edut. Jos suuren äänivalan omaavan osakkeenomistajan tavoitteet eivät olleet yhdenmukaisia muihin osakkeenomistajiin nähden, saattoi omistajien välille syntyä konflikti.

Shleiferin ja Vishnyn (1997) näkemysten perusteella voisi tulkita, että suuri omistaja voi olla liian opportunistinen taho valvomaan osakkeenomistajien yhteistä etua. Potentiaalisista riskeistä huolimatta eräät tutkijat pitivät vanhentuneena näkemystä, jossa suuren omistajan tavoitteet yhtiön suunnasta poikkeaisivat muiden omistajien haitaksi. Tätä ajatusta tukivat myös La Porta ja muut (1999), joiden mukaan ajalliset ja yhteiskunnalliset muutokset olivat saaneet aikaan, että enemmistön äänivaltaa edustavat osakkeenomistajat saattoivat olla toisaalta yhtiön innokkaita kehittäjiä tai toimia omistamansa yhtiön hallituksessa. Tutkijoiden näkemysten perusteella aikaisemmin tässä luvussa esitelty Berlen ja Meansin (1932) käsitys saattoi olla vanhanaikainen, sillä se ei huomioinut, että

johtokin voi tosiasiaassa olla osakkeenomistajan asemassa ja tämän vuoksi ajaa koko omistajakunnan yhteisiä etuja.

Yhdysvaltalaisen S&P 500 -yhtiöiden omistussuhteiden ja taloudellisen menestyksen suhdetta tutkineet Anderson ja Reeb (2003) havaitsivat, että pörssi-yhtiöissä, joissa omistus oli keskittynyttä, olivat keskimäärin menestyksekkäämpiä verrattuna yhtiöihin, joiden omistuspohja oli hyvin hajaantunut. Tuloksia selitettiin muun muassa suurten omistajien osaamisen klusteroitumisella ja omistajan ja hallituksen välisellä dialogilla, joita pystyttiin hyödyntämään yhtiön eduksi. Anderson ja Reeb (2003) korostivat, että suur-omistajakin kärsii tappiollisesta liiketoiminnasta toiminnasta ja osakkeen arvonlaskusta siinä missä pienikin omistaja, joten laadukkaasti hallinnoitua yhtiötä voidaan pitää omistajien yhteisenä tavoitteena.

Samansuuntaisia havaintoja ovat tehneet Singal ja Singal (2011). Tutkijoiden mukaan perheomisteisia yhtiöitä voitiin pitää paremmin suoriutuvina, kuin hajaantuneen omistuksen yhtiöitä. Erääksi suorituskykyä selittäväksi tekijäksi tutkijat katsoivat Andersonin ja Reebin (2003) tapaan omistuksen ja johdon keskusteluyhteyden, mutta lisäsivät, että läheinen suhde omistajan ja johdon välillä vähensi myös informaation epäsymmetriaa ja niin sanottuja agenttikustannuksia. Tutkijat kuitenkin korostivat, että omistajan identiteetillä ei ollut niinkään merkitystä, vaan agenttikustannusten lasku koski yhtä lailla myös muita suuromistuksen muotoja (Singal & Singal, 2011). Merkitystä ei siis toisin sanoen ole sillä, onko omistus rakentunut juuri perheen ympärille. Perheomistuksen ohella suurin yksittäinen osakkeenomistaja voi olla esimerkiksi valtio, toinen yritys, yhdistys, säätiö tai yksityishenkilö.

Ang ja muut (2000) toteavat, että periaatteessa agenttikustannusten tulisi olla matalat yhtiössä, jossa yksittäinen omistaja omistaa merkittävän osan koko yrityksen äänivallasta. Tutkijoiden mielestä mukaan yksittäisen suuren omistajan läsnäolo vähentää muiden valvontamekanismien järjestämisen tarvetta perheyriyten lisäksi myös listayhtiöissä. Poiketen Singalin ja Singalin (2011) edellä esitetystä näkemyksestä, Ang ja muut (2000)

toteavat, että suuren omistajan identiteetilläkin saattaa olla joissain tapauksissa merkitystä: tutkijan mukaan vallan tulisi keskittyä pikemmin yksittäiselle henkilölle kuin ryhmälle omistajien sisäisten konfliktien välttämiseksi.

Omistajien välisten konfliktien välttämiseksi suomalaiseenkin osakeyhtiölakiin on otettu yhdenvertaisuuden periaate, jonka mukaan yksittäisen omistajan henkilökohtaisten etujen ajaminen muiden osakkeenomistajien kustannuksella ei ole sallittua. Pönkä (2011) huomauttaa, että yksittäisen omistajan etujen ajaminen yhdenvertaisuusperiaatteen mukaan ei ole sallittua sellaisessakaan tilanteessa, jossa hallituksen jäsen on nimetty osakkeenomistajan toimesta. Hänen mukaansa edellä kuvattujen tilanteiden välttämiseksi yhtiökokouksissa on koettu erityisiä äänileikkureita, joilla rajoitetaan kaikkien tai tietyn tyyppisten osakkeenomistajien äänioikeutta. Äänileikkurin käyttöä on perusteltu mm. demokratian toteutumisella ja suuren omistajan äänivallan rikkomisella.

Toisaalta suuren omistajan äänivallan rikkominen ei ole kuitenkaan aivan ongelmaton, koska äänileikkurien käyttö saattaa muuttaa agenttiongelmien luonnetta ja samalla heikentää suuromistajan yhtiöön tuomia positiivisia ilmiöitä. Choin (2018) mukaan eri lajisten äänivallan osakkeiden tarjoaminen kumoaa keskittyneen omistajuuden haittoja suuremmit hyödyt, eikä enemmistöosakkeenomistajan tarkoitus ankkuriomistajana enää toteudu tarkoituksen mukaisesti: kaventuneilla äänioikeuksilla voisi olla vaikutusta muun muassa suurimman osakkeenomistajan toteuttaman monitoroinnin tehokkuuteen. Heikentyneet valvontamahdollisuudet voisivat olla ongelmallisia erityisesti silloin, jos sijoittajansuoja tai hallinnoinnin laatu on yhtiössä muutenkin heikkoa.

Yksittäisellä suuromistajalla saattaa olla äänivaltansa puolesta mahdollisuus vaatia tarvittaessa erityisvalvontamekanismien järjestämistä, mikäli luottamus hallintojärjestelmiin on riittämätöntä. Halu ylimääräisen varmistustoiminnon järjestämiseen voi johtua osakkeenomistajan ja johdon välisestä dialogin puutteesta, tai halusta kehittää yhtiön hallinnointijärjestelmiä yhtiön arvonnousua silmällä pitäen. Corporate governance -me-

kanismeja tutkineiden Garayn ja Gonzálezin (2008) mukaan hallinnointijärjestelmien laadulla on nimittäin todettu olevan välitön yhteys yhtiön arvoon ja puutteellisen hallinnoinnin tuomaa riskiä kompensoidaan maksamalla osakkeesta matalampaa hintaa.

Vaikka osakkeenomistajien tavoitteet sijoituksen suhteen eivät ole aina identtisiä, ovat ne kuitenkin lähtökohtaisesti ainakin samankaltaisia — sijoittajat pyrkivät varallisuutensa maksimointiin. Lisäksi aikaisempien tutkimusten (mm. Singal & Singal, 2011; Ang ja muut, 2000) valossa on käsitelty suuromistajan roolia vaihtoehtoisena valvontamekanismina valvomaan omistajien kollektiivista etua. Näillä perusteilla suuren omistajan, riippumatta omistajan identiteetistä, odotetaan tässä tutkielmassa pienentävän todennäköisyyttä vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestämiselle suomalaisissa pörssiyrityksissä. Suurena osakkeenomistajana pidetään omistajaa, joka omistaa yli 20 prosenttia yhtiön osakkeista, kuten La Porta ja muut (1999) pitivät tutkimuksessaan:

***H1:** Suuri osakkeenomistaja pienentää todennäköisyyttä vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestämiselle.*

2.4.2 Laaja omistusrakenne

Pörssilistautuminen saa aikaan yhtiössä omistajien lukumäärän kasvun. Aikaisemmassa alaluvussa kuvattiin tilannetta näkökulmasta, jossa suuria omistajia olisi vain yksi ja yhtiön muu omistusrakenne koostuisi pääasiassa pienistä tai keskisuurista omistajista. Laajalla omistusrakenteella tarkoitetaan sen sijaan tilannetta, jossa osakkeenomistajien lukumäärä on suuri. Suuri osakkeenomistajien lukumäärä voi toisaalta tarkoittaa runsasta määrää pienosakkeenomistajia, mutta myös omistusrakennetta, jossa on muutamia suurrehkoja osakkeenomistajia suuren pienosakkeenomistajajoukon rinnalla.

Akatemiassa laajentuva omistusrakenne on liitetty jakautuvaan äänivaltaan (DeFond, 1992), lisääntyviin agenttikustannuksiin (Connelly ja muut, 2010) ja pienosakkeenomistajien voimattomaan asemaan (Francis & Wilson, 1988). Tutkijoista mm. DeFond (1992) on pohtinut, että jo lähtökohtaisesti tilanne, jossa yritystä viedään kauemmas alkuperäisen omistajan kontrollista voi johtaa päätöksentekoon ja monitorointiin liittyviin haasteisiin, kun omistajakannan kasvu saa aikaan äänivallan jakautumista. DeFondin (1992) ohella myös Connelly ja muut (2010) ovat nostaneet esiin huolen, että kaikilla osakkeenomistajilla ei olisi vastaavassa tilanteessa yhtäläisiä mahdollisuuksia tutustua yhtiön liiketoimintaan, joka rajoittaa joidenkin osakkeenomistajien kykyä valvoa sijoitustaan.

Toisaalta osakkeenomistajien sijoitusten suuruus voi joissain tapauksissa tehdä osakkeenomistajat keskenään eriarvoisiksi. Tähän päätelmään tuli Melis (2000), joka huomasi italialaisia pörssiyrityksiä tarkastellessa, että johto vaikutti arvostavan suuria sijoituksia tehneitä osakkeenomistajia muita enemmän. Osakkeenomistajat ikään kuin asetettiin arvojärjestykseen, jossa niin sanotusti arvokkaampina osakkeenomistajina pidettiin omistajia, jotka olivat tehneet yhtiöön huomattavan sijoituksen.

Tuoreemmissa tutkimuksissa hallinto- ja ohjausjärjestelmiä ei ole kuitenkaan käsitelty ainoastaan puutteellisten valvontamekanismien luomasta väärinkäytösmahdollisuuksien näkökulmasta, vaan on huomattu, että organisaatioiden jatkuvasti muuttuvilla omistussuhteilla ja korkean volyymin kaupankäynnillä voi olla merkitystä myös yhtiön kehityksen ja suorituskyvyn kannalta. Dai ja Helfrichin (2016) mukaan epäsystemaattisesti liikehtivä pääoma kannustaa johtoa hallinnointi- ja ohjausjärjestelmien kehittämiseen, yritysvastuullisuuden parantamiseen ja taloudellisen suorituskyvyn edistämiseen. Hallinto- ja ohjausjärjestelmiin saatetaan siis kiinnittää huomiota jo yhtiön imagon ja sijoittajasuhteiden vuoksi, ei pelkästään väärinkäytösepäilyjen vuoksi.

Dai ja Helfrich (2016) tuovat tutkimuksessaan esille toisaalta osakkeenomistajien sijoitushorisontin keskustellessa hallinto- ja ohjausjärjestelmien hyödyllisyydestä sijoitta-

janäkökulmasta. Mikäli sijoituksen tarkoitus on tuottaa lyhyen aikavälin voittoja aktiivisella kaupankäynnillä, saattaa corporate governance -mekanismien olemassaolo saada toissijaisen merkityksen. Jos johto on sitoutunut tyydyttämään osakkeenomistajien loputtomia tiedollisia tarpeita, voi se viedä fokuksen varsinaisesta liiketoiminnasta. Sijoittajillakaan ei välttämättä ole mielenkiintoa ryhtyä kiistelemään hallinnointijärjestelmän toimivuudesta, saati paneutua kohtuullisten hallinnointijärjestelmien olemassaoloon, jos omistus on lyhytaikainen. Osakkeenomistajat eivät tästä näkökulmasta tarkasteltuna välttämättä arvostaisi vapaaehtoisten valvontamekanismien järjestämistä.

Siitä huolimatta, että riskienhallintamekanismeja on perusteltu varhaisemmissa tutkimuksissa erinäisillä valvontaan liittyvillä haasteilla ja osakkeenomistajien erioikeuksilla, halutaan tässä tutkimuksessa ottaa hieman nykyaikaisempi näkökanta, joka toisaalta huomioi suomalaisen osakeyhtiölain (624/2006) kuvailussakin mainitut yhdenvertaisuusperiaatteet ja suomalaisessa sijoitusympäristössä käytössä olevan kehittyneen länsimaisen oikeusjärjestelmän. Näin ollen sisäistä tarkastusta ei perustella puhtaasti monitorointiin liittyvällä problematiikalla ja eriarvoisuudella – tässä tutkielmassa nimittäin uskotaan, että suuremman osakkeiden lukumäärän mahdollistama omistusrakenteen hajaantuminen olisi keskimäärin tavallisempaa kooltaan suurissa yhtiöissä ja suurilla yhtiöillä saattaa olla myös keskimääräistä paremmat resurssit vapaaehtoisten valvontamekanismien järjestämiselle. Muun muassa Goodwin-Stewart ja Kent (2006) ovat havainneet yrityskoolla olevan vaikutusta sisäisen tarkastuksen järjestämiseen. Vaikka organisaation toiminnan laajuus saattaa aiheuttaa aidonkin tarpeen vapaaehtoisille valvontamekanismeille toiminnan laajuuden tai monimutkaisuuden vuoksi, saattaa eräs syy hallintojärjestelmien kehittämiseen löytyä myös pyrkimyksestä avoimuuteen ja laadukkaiden sijoittajasuhteiden vaalimiseen, kuten Dai ja Helfrich (2016) olivat tutkimuksessaan pohtineet. Näillä perusteilla tutkielmassa odotetaan, että laaja omistajakunta merkitsee suurempaa todennäköisyyttä vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestämiselle:

H2: *Laaja omistajakunta lisää todennäköisyyttä vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestämiselle.*

2.4.3 Valtio osakkeenomistajana

Suomessa valtionomistuksella tarkoitetaan perinteisesti valtionyhtiötä, jossa valtiolla on äänten enemmistöosuuden kautta määräävä asema (Löyttyniemi, 2011). Tässä tutkielmassa valtionomistuksella tarkoitetaan kuitenkin pörssiyhtiöitä, joissa valtio on osakkeenomistajana joko suoraan tai välillisesti valtion sijoitusyhtiön kautta. Omistusosuuden suuruudella ei ole tämän tutkielman kannalta merkitystä, vaan riittävää on valtion tekemä sijoitus julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan yhtiöön.

Valtion omistusosuudet yksityisellä sektorilla ovat herättäneet keskustelua erityisesti päätöksenteon, omistamisen päämäärien ja kilpailukyvyn alueilla. Shleifer ja Vishny (1997) toteavat, että vaikka valtionomistuksessa valta kuuluisikin teoriassa valtiolle, käyttävät valtaa kuitenkin poliitikot, jotka voivat painostaa yhtiötä suuntaan, joka ei palvele muita osakkeenomistajia. Eckelin ja Viningin (1986) mukaan valtio ei välttämättä valitse sijoituskohteita laadun perusteella, vaan omistuksen taustalla voi olla poliittiset tekijät tai erilaiset kansalliset tavoitteet, joita pyritään ajamaan omistuksen keinoin. Tämän kaltaiset tavoitteet yleensä eroavat osakkeenomistajien tavanomaisista tavoitteista ja aiheuttavat näin potentiaalisen ristiriidan osakkeenomistajien välisille suhteille.

Shleiferin ja Vishnyn (1994) mukaan kansallisten päämäärien tavoittelu voi rapauttaa yksityisen sektorin yrityksen kilpailukykyä. Tutkijoiden mielestä poliitikot voivat pyrkiä ohjaamaan yhtiötä tarjoamaan tuotteita tai palveluita, jotka hyödyttävät kansallisia tarpeita, mutta eivät palvele yhtiön muuta asiakaskuntaa. Kommenttien perusteella kansallisten tarpeiden tyydyttäminen voisi koitua muille osakkeenomistajille epäedulliseksi, jos tutkimus- ja kehitystoiminnan resursseja ei kyettäisi hyödyntämään liiketaloudellisesti tehokkaalla tavalla tai korvaus tuotteista tai palveluista jäisi alhaiseksi. Tällainen tilanne voisi olla mahdollinen esimerkiksi puolustusstrategisten intressien kannalta tärkeillä aloilla, kuten aseteollisuudessa tai verkkoliiketoiminnassa.

Myös Tihanyi ja Hegarty (2007) huomauttavat, että valtion omistajapolitiikkaan saattaa liittyä epäilyksiä siitä, että valtion omistamia yhtiöitä ei johdeta yhtiön tavoitteiden mukaisesti, vaan omistuksella saatetaan ajaa poliittista agenda. Tutkijat nostavat esiin kilpailuaseman, mutta ei ainoastaan tehottomuuden näkökulmasta vaan kilpailun vääristymisen näkökulmasta. Teoriassa kilpailun vääristyminen voi esiintyä toisaalta tehottomuutena, mutta myös markkinoille tulon esteenä, jos vain yhdellä alan toimijalla on takanaan poliitikkojen tuki. Toisenlaisen valtionomistukseen liittyvän riskiasetelman muodostaaakin siis tilanne, jossa yritysjohto pyrkisi lahjomaan poliitikkoja rakentamaan yrityksen poliittista toimintaympäristöä liiketoiminnalleen suotuisammaksi korruption keinoin.

Valtionomistuksen toisaalta nähty myös vahvistavan yritystoiminnan vastuullisuutta, joka voi ilmetä hallinto- ja ohjausjärjestelmien kehittämisenä tai aktiivisena omistajaohjauksena (Tian & Estrin, 2008). Valtionkaan etu ei ole olla omistajana skandaaleille alttiissa yhtiöissä, jolla voi itsessään olla vapaaehtoisten valvontajärjestelmien käyttöönottoa kiihdyttävä vaikutus. Joissain tapauksissa valtion halu omistuksien valvontaan voi Kollen ja Mulherinin (1997) mukaan olla niin voimakasta, että se voi tehdä liiketoiminnan harjoittamisen joissain tapauksissa jopa kankeaksi.

Suomessa valtio-omistajaa pidetään vastuullisena sijoittajana ja pörssissä kansanosakkeiden leima on vaikuttanut muodostuvan tavallisesti sellaisten osakkeiden ympärille, joissa valtio on osakkeenomistajana. Valtioneuvoston kanslian (2020; 2019) ohjeistuksen mukaan valtio haluaa panoksellaan edistää vastuullista yritystoimintaa, yhtiöiden mainetta ja lisätä omistaja-arvoa. Ohjeiden mukaan valtion omistajuus ei kuitenkaan saa luoda yhtiöille erioikeuksia tai etuja, mutta ei myöskään vaatimuksia taikka rajoituksia muihin yksityisomistuksessa oleviin yhtiöihin verrattuna. Valtioneuvoston kanslian (2019) omistajaohjausosasto on sitoutunut noudattamaan toiminnassaan voimassa olevaa lainsäädäntöä, finanssivalvonnan ohjeita ja Arvopaperimarkkinayhdistyksen listayhtiöiden hallinnointikoodia. Lisäksi valtio on sitoutunut noudattamaan kaikessa omistajuuteen liittyvässä toiminnassa OECD:n hyvää hallintotapaa koskevia ohjeita valtionomistajapolitiikan läpinäkyvyydestä, sekä yhtiöiden ja valtioiden päätöksenteon erillisyydestä.

Valtiot voivat tehdä niin suoria sijoituksia, mutta myös välillisiä sijoituksia sijoitusyhtiöidensä kautta. Suomessa valtion sijoitusyhtiö Solidium (2019) tekee sijoituspäätöksiä pääasiassa taloudellisten edellytysten täytyessä (ns. finanssi-intressi), mutta myös ottaen huomioon strategisen kansallisen intressin. Yhtiöstä kerrotaan, että sen rooliin kuuluu ammattimaisen omistamiskulttuurin kehitys ja siihen liittyvien kotimaisten toimintatapojen kehitys valtioneuvoston omistajapolitiikan mukaisesti.

Suomessa valtion pörssiomistukset ovat olleet varsin mittavia. Tämän vuoksi aikaisemmin esitellyt suurta osakkeenomistajaa koskevat hyödyt ja haitat voisivat periaatteessa koskea valtionomistustakin. Valtioneuvoston kanslian (n.d.) tietojen mukaan Suomen valtio oli 30. heinäkuuta 2019 suorana omistajana neljässä Helsingin pörssissä listatussa yhtiössä, joista Finnairissa 55,81 prosentin omistusosuudella, Fortumissa 50,76 prosentin omistusosuudella, Altiassa 36,24 prosentin omistusosuudella ja Nesteessä 44,27 prosentin omistusosuudella. Lisäksi Solidiumin omistusosuudet ylittivät 20 prosenttia osakkeiden kokonaismäärästä kolmessa julkisesti listatussa yhtiössä (Valtioneuvoston kanslia, n.d.). Omistuksien suuruudesta huolimatta tässä tutkielmassa valtionomistuksen odotetaan vaikuttavan päinvastaisesti vapaaehtoisten valvontaelimien järjestämiseen, kuin luvussa 2.4.1 suuren yksittäisen osakkeenomistajan kohdalla. Tässä tutkielmassa Suomen valtion odotetaan olevan vastuullinen omistaja, joka omistajaohjauksen keinoin pyrkii kehittämään yhtiön omia ohjaus- ja hallintojärjestelmiä tai valitsemaan sijoituskohteeseen sellaisia yhtiöitä, jotka ovat vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestäneet:

***H3:** Valtion osakeomistus lisää todennäköisyyttä vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestämiselle.*

2.4.4 Ulkomaalaisomistus

Ulkomaalaisten tekemät sijoitukset voivat olla ratkaisevassa roolissa erilaisesti tilanteissa, joissa kotimaan oma finanssivarallisuus on rajallista. Suomessa rahoitusjärjestelmä

muuttui 1990-luvulla pankkikeskeisestä järjestelmästä osakemarkkinavetoiseksi, joka toimi samalla lähtölaukauksena kotimaisten pääomamarkkinoiden globalisoitumiselle. Ulkomaisen omistuksen kasvu oli ennätysellisen korkea vuosina 1992–2000, jolloin markkina-arvoltaan kahdenkymmenen suurimman Helsingin pörssin listayhtiön ulkomaalaisomistuksen osuus nousi Nokian johdolla hetkellisesti jopa seitsemäänkymmeneen prosenttiin (Murto, 2005). Pääomamarkkinoiden avautuminen ulkomaisille sijoittajille loi tarpeen hallinnointi- ja ohjausjärjestelmien saattamisen kansainvälistä tasoa vastaavaksi, johon Keskuskauppakamari sekä Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliitto vastasivat antamalla ensimmäisen corporate governance suosituksensa vuonna 1997 (Arvopaperimarkkinayhdistys, n.d.).

Ulkomaalaisomistus ei Helsingin pörssissäkään ole ollut mitenkään epätavallista ennen hallinnointikoodin julkaisua tai 2000-luvulla yleistynyttä valvontamekanismeihin liittyvää keskustelua. Toimintatavoiltaan erilaisiin olosuhteisiin sijoittaminen ulkomaalaisen sijoittajan näkökulmasta korostaa kuitenkin kotimaisellekin sijoittamiselle tyypilliseksi miellettyjä riskitekijöitä, mutta luo osaltaan myös uudenlaisia uhkia. Hallinnointijärjestelmiin ja osakkeenomistajien oikeuksiin liittyvissä tutkimuksissa muun muassa Leutz ja muut (2010) ovat pitäneet eräänä haasteena ulkomaalaisten omistajien kohtaamaa informaation epäsymmetriaa, joka saattaa vaikuttaa negatiivisesti halun sijoittaa ulkomaalaisiin yhtiöihin. Tutkijoiden mukaan hallinnointi- ja ohjausjärjestelmiä kohtaan koettu epäluottamus voi aiheuttaa ulkomaalaisten sijoittajien vetäytymistä. Laajemmasta näkökulmasta katsoen ulkomaalaiset sijoittajat eivät välimatkan vuoksi kykene osallistumaan yhtiökokouksiin tai reagoimaan ennakoivasti toimintaympäristössä tai yrityksessä tapahtuviin muutoksiin kuten kotimaiset sijoittajat. Ulkomaalaiset sijoittajat voivat lisäksi olla epätietoisia esimerkiksi yrityksen riippumattomuutta vaarantavista poliittisista kytköksistä (Leutz ja muut, 2010).

Pelkät poliittiset olosuhteet eivät kuitenkaan ole onnistuneet selittämään sijoittajien preferenssejä sijoituskohteiden valinnassa. McKinsey & Companyn (2003) mukaan yli puolet sijoittajista vastasi, että epäluottamus yhtiön hallintoa kohtaan koettiin esteenä

sijoituspäätösten tekemiselle. Vaikka painoarvoa annettiin sijoituskohteen valinnassa myös maan oikeudellisille instituutioille, ei sijoituskohteita vältetty pääkonttorin sijainnin perusteella, vaan sijoittajat kokivat ensisijaisen tärkeäksi yksittäisten yhtiöiden hallinnon luotettavuuden ja läpinäkyvyyden.

Jiang ja Kim (2004) ovat nostaneet Leutzin ja muiden (2010) tapaan esille informaation epäsymmetrian mahdollisuuden. Japanin osakemarkkinoita tarkastelleiden tutkijoiden mukaan ulkomaalaiset sijoittajat painottivat sijoituskohteita poimien jopa tuloksen tuottamiskykyä ja yhtiön tunnettuutta enemmän liiketoiminnan läpinäkyvyyttä. Riittävää ei ollut ainoastaan emoyhtiön läpinäkyvyys vaan tutkimuksen mukaan sijoittajat antoivat painoarvoa myös mm. ulkomaisten tytäryhtiöiden ja osakkuusyritysten johtamisen laadulle. Epäselvyyttä aiheuttavat faktorit ja kokonaisvaltainen läpinäkyvyyden puute konsernin yhtiöissä saattoi näin aiheuttaa päätöksen jättää tekemättä sijoitusta.

Suuren osakkeenomistajan ja valtio-omistajan tavoin myös ulkomaisilla sijoittajilla voi olla erityinen rooli yhtiön hallinto- ja ohjauksjärjestelmien kehittämisessä. Aggarwal ja muut (2011) tutkivat institutionaalisten sijoittajien vaikutusta ulkomaisten yhtiöiden hallintointiin analysoimalla 23 maan institutionaalisten sijoittajien portfolioita vuosina 2003–2008. Tutkimustulosten mukaan yhtiöiden hallintointijärjestelmien ja kansainvälisten institutionaalisten sijoittajien väliltä löytyi positiivinen kytkös: tutkijat havaitsivat, että erityisesti korkean sijoittajansuojan maista tulevat institutionaaliset sijoittajat toivat ulkomaisille markkinoille sijoittaessaan mukanaan sijoittajan suojaa parantavia corporate governance -käytäntöjä.

Myös Desender ja muut (2016) ovat tutkineet ulkomaisten sijoittajien vaikutusta organisaatioiden corporate governance -käytäntöihin ja valvontamekanismeihin. Tutkimustulosten mukaan valvontamekanismien käyttö on todennäköisempää silloin, kun ulkomalaisomistus on korkea ja silloin, kun yhtiön omistajakunnassa ei ole yksittäistä suurta kotimaista omistajaa. Lisäksi liiketoimintariskit ja tehottomuus vaikuttivat ulkomaisten sijoittajien vaatimukseen järjestää yhtiön johdon toimintaa valvova mekanismi.

Tässä tutkielmassa ulkomaalaisomistajien uskotaan painottavan sijoituskohteen valinnassa hallinnoinnin laatua. Vaikka ulkomaalaisomistuksen huippuvuodet Helsingin pörssissä sijoittuvat osittain aikaan, jolloin kotimaista hallinnointikoodia ei ollut otettu käyttöön, ovat monipuolistuneet geopoliittiset riskit, liiketoimintojen globalisoituminen ja sijoittajien valveutuneisuus voineet korostaa vapaaehtoisten valvontamekanismien merkitystä. Siitä huolimatta, että ulkomaisellakin osakkeenomistajalla on turvanaan suomalainen lainsäädäntö, saattaa sijoittaja kaivata sijoituksensa tueksi yhtiön sisäisen riippumattoman valvontaelimen, jonka olemassaolo jo sinänsä viestii pyrkimyksestä vastuullisiin prosesseihin niin liiketoiminnassa kuin sidosryhmäsuhteissa. Helsingin pörssin ulkomaalaisomistuksen uskotaan keskittyvän pääasiassa yhtiöihin, jotka huolehtivat sijoittajansuojasta ja liiketoiminnan vaatimusten mukaisuudesta vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen avulla:

H4: Suuri ulkomaalaisomistuksen osuus lisää todennäköisyyttä vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestämiselle.

3 Tutkimusaineisto ja menetelmät

Toisessa luvussa selitettiin, että sisäinen tarkastus on perinteisesti kytketty tavoitteiden mukaisen toiminnan varmistamiseen. Siitä huolimatta, että omistusrakenteita on pidetty merkittävänä organisaatiokäyttäytymistä selittävänä tekijänä, tutkimuksissa on kuitenkin tutkittu vain vähän sitä, mitkä omistajatyypit hakevat varmuutta toiminnan tavoitteiden mukaisuudesta sisäisen tarkastuksen keinoin. Tähän kysymykseen pyritään vastaamaan nyt tutkielman empiirisessä osiossa. Aikaisemmin esitetyissä tutkimushypoteeseissa odotettiin, että laaja omistusrakenne eli suuri osakkeenomistajien lukumäärä, valtionomistus ja ulkomaalaisomistus lisäävät todennäköisyyttä vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestämiselle, mutta suuren omistajan äänivalta pienentää sisäisen tarkastuksen käytön todennäköisyyttä. Näiden tutkimuskysymyksien selvittämiseksi tutkielma etenee seuraavasti. Ensin esitellään tutkimuksen perusjoukko, josta muodostetaan tutkimusotos. Otoksen muodostamisessa käytetään apuna muun muassa toisessa luvussa kerrottua lainsäädännöllistä taustaa. Tämän jälkeen esitellään tutkimuksen muuttujat ja tutkimuksessa sovellettavat menetelmät. Neljännessä ja viidennessä luvussa keskustellaan varsinaisista tutkimustuloksista.

3.1 Aineiston hankinta

Aineisto sisälsi alun perin 130 yhtiötä, jotka olivat listattuna Nasdaq OMX Helsingin eli Helsingin pörssin päälistalla heinäkuun 30. päivänä vuonna 2019. Helsingin pörssi oli sopiva tutkimuksen toteuttamiseen siksi, että sisäisen tarkastuksen järjestäminen on siellä pääsääntöisesti vapaaehtoista (Arvopaperimarkkinayhdistys, 2015). Vastaavasti esimerkiksi Yhdysvalloissa New Yorkin pörssi (NYSE), Kiina, Intia, Indonesia, Malesia, Filippiinit ja Thaimaa edellyttävät sisäisen tarkastuksen järjestämistä kaikilta markkinapaikalla listatuilta yhtiöiltä osana hyvää hallinnointitapaa (Raiborn ja muut, 2017).

Tutkimustavoitteen saavuttamiseksi oli selvitettävä, mitkä Helsingin pörssin yhtiöistä järjestivät vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen ja millaisia omistusrakenteita yhtiöillä oli.

Lisäksi tuli selvittää yhtiön kotipaikka, oliko yhtiö rinnakkaislistattuna muussa pörssissä ja kohdistuiko yhtiöön ulkopuolelta tulevaa edellytystä sisäisen tarkastuksen järjestämisestä. Yhtiöiden suurinta omistajaa, kotipaikkaa, osakkeen kaupankäyntipaikkoja ja sisäisen tarkastuksen käyttöönottoa koskeva tieto kerättiin kunkin pörssiyhtiön kotisivulta. Ulkomaalaisomistusta ja yhtiöiden omistajien lukumääriä koskeva tieto kerättiin puolestaan suomalaisen julkisten osakeyhtiöiden omistajarekistereitä ylläpitävän Euroclear Finlandin (n.d.) tietokannasta. Valtion osakeomistuksia koskeva tieto kerättiin valtioneuvoston kanslian (n.d.) verkkosivulta, johon oli listattu tieto niin suorista valtion osakeomistuksista kuin tieto Solidiumin kautta tehdyistä sijoituksista.

Oheisessa Taulukossa 1 on esitetty tutkimuksen perusjoukon eli koko Helsingin pörssin päälistan toimialajakauma kokoluokittain. Kokoluokitus perustuu Nasdaq OMX Helsingin (2019) omaan luokitukseen siten, että large cap -kategoria sisältää markkina-arvoltaan yli 1,0 miljardin euron arvoiset yhtiöt, mid cap sisältää yli 150 miljoonan euron arvoiset yhtiöt ja vastaavasti small cap sisältää alle 150 miljoonan euron arvoiset yhtiöt.

Taulukko 1. Helsingin pörssin toimialajakauma (Mukaiilu, Nasdaq OMX Helsinki, 2019).

Toimiala	Large Cap	Mid Cap	Small Cap	Yhteensä
Öljy ja kaasu	1	-	-	1
Perusteollisuus	7	1	1	9
Teollisuustuotteet	9	14	20	43
Kulutustarvikkeet	3	7	7	17
Terveydenhuolto	2	3	2	7
Kulutuspalvelut	2	6	5	13
Tietoliikenne	3	-	-	3
Yleishyödylliset palvelut	1	-	-	1
Rahoituspalvelut	4	10	4	18
Teknologia	2	3	13	18
Yhteensä	34	44	52	130

Alkuperäinen aineisto koostui 34 suuresta yhtiöstä, 44 keskisuuresta yhtiöstä ja 52 pienestä yhtiöstä. Valtio oli omistajana yhteensä seitsemässätoista Helsingin pörssissä listatussa yhtiössä. Valtio omisti tutkimusajankohtana vuonna 2019 Solidiumin kautta 13 yhtiötä ja suorasti neljää yhtiötä.

3.2 Otoksen määrittäminen

Lopullinen otos supistui 95 yhtiöön. Aineiston muodostumiseen vaikutti keskeisesti muun muassa tutkielman toisessa luvussa esitetty lainsäädäntö, joka tietyin edellytyksin suosittelee tai edellyttää sisäisen tarkastuksen käyttöönottoa sijoitus- ja vakuutustoimintaa harjoittavissa yhtiöissä. Näiden toimialojen sääntely on tämän tutkielman tutkimustavoitteen eli vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen selvittämisen näkökulmasta verrattain poikkeuksellinen, sillä vakuutus sopimuksia myyvien yhtiöiden tulee järjestää sisäinen tarkastus, ja esimerkiksi sijoitusyhtiöiden vain olosuhteiden, kuten liiketoiminnan laajuuden niin vaatiessa. Vakuutusyhtiöiden osalta sääntely oli selvää, mutta luottolaitostoiminnasta annetun lain (610/2014) laueus jätti kysymyksen, missä määrin Helsingin pörssissä listatuissa sijoitusyhtiöissä järjestetty sisäinen tarkastus oli lopulta vapaaehtoisista. Dilemmaa ryhdyttiin selvittämään Nasdaq OMX Helsinki -markkinapaikan oman toimialaluokittelun kautta, joka listasi sijoitusalan yhtiöiksi (rahoituspalvelut) niin talletuspankkipalveluita tarjoavia yhtiöitä kuin kiinteistö- ja pääomasijoitusyhtiöitäkin. Lopulta lainsäädännön laueuden ja tulkinnan pulmallisuuden vuoksi rajanveto päätettiin lopulta tehdä Nasdaqin oman toimialaluokittelun mukaisesti siten, ettei lopulliseen aineistoon sisällytetty lainkaan sellaisia yhtiöitä, joiden toimialaksi oli merkitty mikä tahansa sijoittamiseen, rahoitukseen tai vakuuttamiseen rinnastettava palvelu. Lukumäärällisesti rahoituspalvelujen toimialaa edusti Helsingin pörssissä 18 yhtiötä. Ratkaisuun päädyttiin, sillä yhtiöt eivät itse ota kantaa hallinto- ja ohjausjärjestelmistä kertovassa selvityksessään liittykö sisäisen tarkastuksen organisointiin yhtiön ulkopuolelta tulevaa edellytystä, joka olisi ristiriidassa tutkimustavoitteen kanssa.

Myös arvopaperin rinnakkaislistaus muussa pörssissä sai aikaan aineistosta poistamisen. Rinnakkaislistauksen erottavana tekijänä käytettiin vaihtoehtoisia voimassa olevaa arvopaperitunnistetta (ISIN). Rinnakkaislistattu osake on lähtökohtaisesti velvollinen noudattamaan rinnakkaisen markkinapaikan sääntöjä ja pörssin sijaintimaan corporate governance -suosituksia, jos ne on liitetty kyseisen pörssin sääntöihin. Näin on esimerkiksi kotimaisen Nokian tapauksessa, joka joutuu järjestämään sisäisen tarkastuksen New Yorkin

pörssin (NYSE) rinnakkaislistauksen edellyttämänä. Rinnakkaislistattujen yhtiöiden omistajat ovat lisäksi kirjattu Euroclear Finlandin (n.d.) ylläpitämän rekisterin lisäksi ulkomaisen markkinapaikan vastaavaan rekisteriin, jonka vuoksi vertailukelpoisia tietoja tämän tutkielman kannalta ei ollut saatavissa. Vaihtoehtoislistaus muilla säännellyillä kauppapaikoilla (dark pool) esimerkiksi Bats Europe-, Burgundy-, TURQ- tai Chi-X -pörsseissä ei vaikuttanut aineistoon valikoitumiseen siksi, että yhtiöt oli listattu pörssiin päämarkkinan eli Helsingin pörssin arvopaperitunnisteella ja omistusrakenne oli selvitettävissä Euroclear Finlandin (n.d.) tietokannasta.

Aineistosta päätettiin poistaa myös yritykset, jotka olivat aineistonkeruuhetkellä yrityskaupan kohteena ja joiden suurimmasta omistajasta ei ollut saatavilla vertailukelpoisia tietoja. Yrityskaupan kohteena olleet Amer Sports Oyj ja Ramirent Oyj poistettiin aineistosta kahdesta syystä. Ensinnäkin yrityskaupan valmistelut voivat olla pitkäkestoisia ja yrityskauppaan on saatettu valmistautua normaalia laajemmilla riskienhallintatoimenpiteillä jo ennen yrityskaupan julkaisua osapuolten välisissä aiesopimuksissa. Toinen ja varsinainen syy on ostotarjouksien ajankohdissa ja tarjouksien seurannaisvaikutuksista omistusrakenteisiin: Amer Sportsin ostotarjous julkistettiin jo joulukuussa 2018 yli kahdeksan kuukautta ennen aineiston hankintaa ja Ramirentin ostotarjous kesäkuussa 2019 noin puolitoista kuukautta ennen tutkielman omistusrakenteita koskevan aineiston hankintaa. Tavallisesti yrityskaupan kohteena oleviin yhtiöihin kohdistuu normaaliolosuhteista poikkeavaa kaupankäyntiä ja omistusrakenteiden nopeaa kaventumista käteisosotarjouksen tehneen osapuolen hyväksi (Brian & Amoako-Adu, 1992). Yrityskaupan kohteena olevien yhtiöiden lisäksi vertailukelpoiset tiedot suurimmasta omistajasta puuttivat viidestä yhtiöstä.

Tutkimuksessa suuren osakkeenomistajan identiteetillä ei ollut pääsääntöisesti merkitystä, vaan suurimmaksi omistajaksi katsottiin sellainen luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö, jonka hallussa oli suurin äänimäärä. Suurimman yksittäisen osakkeenomistajan asemaa pystyi edustamaan tässä tutkielmassa mm. valtio, säätiö tai yhdistys, itsenäinen

sijoitusyhtiö tai muu yritys, kuolinpesä, perhe kuin yksityishenkilökin. Esimerkiksi osuuskunta katsottiin HKScanin tapauksessa suurimmaksi yksittäiseksi omistajaksi siitä huolimatta, että osuuskunnan ylin päätösvalta voi osuuskuntalain (421/2013) mukaan kuulua sen jäsenille tai edustajistolle niin, että tosiasiallista äänivaltaa käyttää osuuskuntaa edustava, jäsenistön valitsema henkilöiden ryhmittymä.

Hallintarekisteriä ei sen sijaan katsottu suurimmaksi omistajaksi sen vuoksi, että se saattaa koostua useammista omistajista, joiden todellinen henkilökohtainen äänimäärä selviäisi vasta tilapäisellä osakasluetteloon ilmoittautumisella (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2007/36/EY; Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/828; Komission täytäntöönpanoasetus (EU) 2018/1212). Näin ollen hallintarekisteri ei välttämättä edusta tämän tutkielman tavoitteen kannalta sellaista yksittäistä suurta omistajaa, jolla olisi omistuksensa suoma mahdollisuus asemansa hyödyntämiseen yhtiön kehittämisessä, hallitusvalinnassa tai voitonjaossa. Hallintarekisteri poikkeaa kuitenkin edellä mainitusta osuuskuntaomistajasta siten, että osuuskunnalla on oikeus käyttää kokonaan osuuskunnalle kuuluvaa äänioikeutta, kun hallintarekisteriin kuuluva äänivalta jakautuu todellisten omistusosuuksien mukaan niille hallintarekisteriin kuuluville henkilöille, jotka haluavat käyttää äänioikeuttaan yhtiökokouksessa. Jos hallintarekisteri oli merkitty suurimmaksi omistajaksi, huomioitiin suurimpana omistajana seuraava sellainen suuri omistaja, jolla uskottiin olevan oikeus koko äänimääränsä käyttämiseen.

Suuren omistajan äänivaltaan kuitenkin huomioitiin tapaukset, jossa yksittäinen omistaja omisti listayhtiön oman ilmoituksen mukaan useiden eri lähteiden kautta yhtiön osaketta ja pystyi itse osoittamaan suurimman omistajan tosiasiallisen äänivallan. Suurena omistajan kollektiiviseen äänivaltaan luettiin myös tapaukset, jossa suuri omistaja hallitsee yhtiön oman ilmoituksen mukaisesti holhoustoimesta annetun lain (442/1999) nojalla vajaanlaisille lapsille tai muulle lähipiirille kuuluvia osakkeita. Mikäli yhtiöllä oli käytössään erikseen listattuja A-, B-, R-, tai K-sarjan osakkeita, luettiin suuren omistajan todelliseksi äänimääräksi yhtiön itse ilmoittama äänimäärä sellaisessakin tapauksessa,

jossa toinen tai kolmas osakesarja ei ollut julkisen kaupankäynninkohteena. Tutkimusajankohtana yhden yhtiön, Afarak Oyj:n, itse ilmoittama suurimman omistajan äänimäärä erosi merkittävästi Finanssivalvonnan (2019) lehdistötiedotteen mukaan todellisesta äänimäärästä. Sen lisäksi, että suurinta äänimäärää ei ollut poikkeuksellisesti tiedossa sisäpiiriluettelon laiminlyöntien vuoksi, poistettiin yhtiö aineistosta myös siksi, että se oli sitoutunut noudattamaan myös Iso-Britannian corporate governance -suosituksia (Afarak Oyj, 2019).

Osakkeenomistajien lukumäärään (laaja omistusrakenne), ulkomaalaisomistukseen ja valtionomistukseen ei liittynyt vastaavanlaisia rajoituksia kuin suuren osakkeenomistajan määrittämiseen. Omistajien lukumääräksi ja ulkomaalaisosuuden määräksi katsottiin Euroclear Finlandin (n.d.) osoittama omistajien määrä kaupankäyntiajan päättymisen jälkeen heinäkuun 30. päivänä 2019. Valtionomistus on Suomessa niin ikään avointa ja se on nähtävissä valtioneuvoston kanslian verkkosivuilla. Ohessa oleva Taulukko 2 kuvaa varsinaista lopullista tutkimusaineistoa.

Taulukko 2. Lopullisen aineiston toimialajakauma.

Toimiala	Large Cap	Mid Cap	Small Cap	Yhteensä
Öljy ja kaasu	1	-	-	1
Perusteollisuus	4	-	-	4
Teollisuustuotteet	8	13	18	39
Kulutustarvikkeet	2	7	6	15
Terveystuotteet	2	3	2	7
Kulutuspalvelut	2	5	5	12
Tietoliikenne	2	-	-	2
Yleishyödylliset palvelut	1	-	-	1
Teknologia	-	3	11	14
Yhteensä	22	31	42	95

3.3 Tutkimusmenetelmät

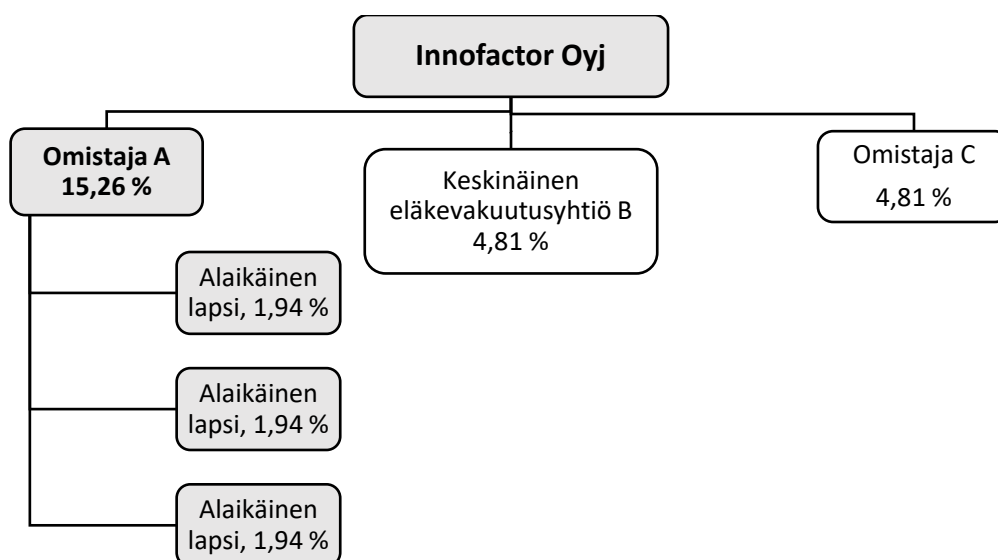
Tutkimusmenetelmien valintaa varten haettiin mallia vastaavista tutkimuksista (Rönkkö ja muut, 2017; Goodwin-Stewart & Kent, 2006) ja tilastolliseen tutkimukseen keskittyvästä kirjallisuudesta ja tutkimuksesta (Karjalainen, 2015; Ketokivi, 2009; Nichols, 1994; Wilcox, 2017;). Selittävien muuttujien ja sisäisen tarkastuksen keskinäistä yhteyttä testattiin ensin kahdella korrelaatiokertoimella, joiden tarkoitus oli ensinnäkin selvittää alustavasti muuttujaparien tilastollista yhteyttä, mutta myös validoida tutkimuksessa käytettävää regressiomallia. Näin toimittiin sen vuoksi, että Farrarin ja Glauberin (1967) mukaan korkeat korrelaatioarvot saattavat vaikuttaa sensitiiviseksi kutsutun logistisen regressioanalyysin tulosten luotettavuuteen, jonka vuoksi aineiston testaus kahdella erityyppisellä testillä oli tässä tapauksessa soveliaista. Korrelaatiokertoimina käytettiin parametristä Pearsonin tulomomenttikerrointa ja ei-parametrinen Kendallin järjestyskorrelaatiokerrointa.

Riippuvuusanalyysimenetelmän valinnassa ratkaisevana kriteerinä oli mallin sisällölliset ominaisuudet. Mallin tuli ainakin huomioida muuttujien dikotomisuus: esimerkiksi vapaaehtoinen sisäinen tarkastus joko on tai ei ole käytössä, eikä sen toteutus ole yhden vuoden aikajänteellä mitattaessa inkonsistentti. Esimerkiksi Ketokiven (2009, s.90) mukaan yleisesti käytetty klassinen lineaarinen regressiomalli on soveltuva menetelmä lähinnä jatkuvia muuttujia varten, kun kategorinen regressiomalli ja logistinen regressiomalli huomioivat muuttujan kategorisen vaihtelun. Näistä kahdesta mallista päädyttiin logistiseen regressiomalliin, sillä se vaikutti kuitenkin olevan vastaavissa tutkimusasetelmissä enemmän käytetty. Samaa menetelmää ovat hyödyntäneet muun muassa Goodwin-Stewart ja Kent (2006) sekä Rönkkö ja muut (2017), joiden tutkimukset olivat toimineet tämänkin tutkielman motivaattoreina. Logistista regressioanalyysia jouduttiin täydentämään yhden muuttujaparin osalta ristiintaulukoinnilla ja uskottavuussuhdetesteillä, koska kävi ilmi, että muuttujapari on täydellisen identtinen. Uskottavuussuhdetestin kriteerinä oli edelleen muuttujien dikotomisuus ja tätä ominaisuutta tuki parhaiten Nicholisin (1994) mukaan Cochranin ja Mantel-Haenzelin uskottavuussuhdetestit.

3.3.1 Selitettävä ja selittävät muuttujat

Tutkimusmenetelmien valinnan jälkeen kerätty aineisto luokiteltiin muuttujiksi, jotta se palveli mm. logistisen regressioanalyysin suorittamista. Koska kyse on pohjimmiltaan sisäisen tarkastuksen implementoinnin selittämisestä, tuli selitettäväksi muuttujaksi valita sisäinen tarkastus, jota kuvataan jäljempänä myös parametrilla *IAUDIT*. Sisäinen tarkastus sai regressioanalyysin aineistossa arvon 0 silloin, kun sisäinen tarkastus ei ollut käytössä ja arvon 1 silloin, kun yritys oli järjestänyt vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen hallinnointikoodin 26. suosituksen mukaisesti.

Ensimmäinen sisäistä tarkastusta selittävä muuttuja on *MAJOR*, jolla tarkoitetaan suurimman osakkeenomistajan äänivaltaa. Tutkimuksessa suurena yksittäisenä osakkeenomistajana pidettiin osakkeenomistajaa, jolla oli omistuksessaan vähintään 20 prosenttia äänivaltaan oikeuttavista osakkeista, kuten La Porta ja muut (1999) pitivät tutkimuksessaan. La Porta ja muut (1999) uskoivat tutkimuksessaan kahdenkymmenen prosentin tai tätä suuremman äänimäärän riittävän julkisen osakeyhtiön tehokkaaseen omistaja-kontrolliin. Kuviossa 2 havainnollistetaan graafisesti yli 20,00 % äänivallan muodostumista kolmen alaikäisen lapsen kautta.



Kuvio 2. Suurimman omistajan äänivalta Innofactorissa (2019).

Tässä tutkimuksessa yhtiöt, joilla oli yksittäinen suuri osakkeenomistaja, saivat kategorisen merkinnän 1. Vastaavasti Innofactorin esimerkissä kuviossa 2 neljän omistajan kollektiivinen äänivalta (21,08 %) sai siis aikaan merkinnän 1. Jos suurta omistajaa ei ollut, kategorinen merkintä oli 0. Terminologisesti suurimman äänivallan omaavaa osakkeenomistajaa käsiteltiin tarkemmin tutkielman luvuissa 2.4.1 ja 3.2.

Toinen selittävä parametri kuvaa laajaa omistusrakennetta (*LN_DISPER*). Laaja omistusrakenne rinnastetaan tutkimuksessa myös suureen määrään osakkeenomistajia ja parametria varten selvitettiin yhtiön osakkeenomistajien lukumäärä, jota käsitellään tilastollisessa analyysissä omistajien lukumäärän logaritmiarvolla. Logaritmiarvoa laajan osakkeenomistajakannan analyysissä on käyttänyt muun muassa Rönkkö ja muut (2017), Collier (1993) ja Rozeff (1982). Tämän tutkielman kannalta ei ollut merkityksellistä, oliko omistajakunnassa mukana suuria tai keskisuuria omistajia, vaan laajaa osakkeenomistajamäärää käsiteltiin kokonaisuutena ilman kollinearisuutta eliminoivaa virhetermiä.

Kolmantena selittävänä parametrinä on valtion rooli osakkeenomistajana julkisessa osakeyhtiössä, jota kuvataan muuttujalla *STATE*. Jos valtio oli osakkeenomistajana, sai yhtiö aineistossa arvon 1. Jos valtio ei ollut omistajana, merkittiin arvoksi 0. Omistusosuuden suuruudella ei ollut merkitystä. Tutkielmassa valtion osakkeenomistajuus ja suuri osakkeenomistaja olivat kuitenkin osin dimensionaalisia, koska valtio omisti viidestä yhtiöstä tutkimusajankohtana yli 20 prosenttia, joka toimi tässä tutkielmassa suuren osakkeenomistajan raja-arvona. Tutkimuksessa muuttujien kollinearisuutta ei kuitenkaan pyritty tässäkään tapauksessa poistamaan virhetermillä, sillä mahdolliset havainnot valtiomistuksen hallintokäytännöistä suuromistajankin roolissa olivat arvokkaita.

Neljäs selittävä parametri on ulkomaalaisomistus, joka näkyy tutkimuksessa parametrina *FOREIGN*. Samoin kuin valtiomistuksen kohdalla, ulkomaalaisomistusta mitataan suhteellisenä osuutena (%) liikkeeseen lasketusta osakemäärästä, sillä äänimäärää vastaava vertailukelpoista dataa ei ollut saatavilla. Ulkomaalaisomistajiksi katsottiin Euroclear

Finlandin määrittämän aineiston perusteella kaikki sellaiset osakkeenomistajat, jotka eivät olleet palvelun mukaan kotimaisia kotitalous- tai instituutionaalisia omistajia. Muuttajat on esitetty jäljempänä sivulla 46 taulukossa 3 regressiomallin kuvailun yhteydessä.

3.3.2 Kontrollimuuttujat

Logistista regressioanalyysia varten valittiin kontrollimuuttujia, joiden tarkoitus oli kontrolloida selitettävään muuttujaan kohdistuvia kolmansien tekijöiden vaikutuksia ja parantaa omistusrakenteiden validiteettia sisäistä tarkastusta selittävänä tekijänä. Valinnat perustuvat pääasiassa aikaisempiin tutkimuksiin. Esimerkiksi Rönkkö ja muut (2017) ja Goodwin-Stewart ja Kent (2006) ovat tutkineet sisäisen tarkastuksen järjestämisen olevan yhteydessä yrityskokoon ja taloudelliseen suoriutumiseen, jonka vuoksi kontrollimuuttujaksi valittiin yrityskoko (*SIZE*) ja liikevoitto (*PROFIT*). Tässä tutkielmassa yrityskoko mitattiin työntekijämäärän logaritmillä ja tieto muuttujasta kerättiin taloustietopalveluita tuottavalta Morningstarilta (n.d.). Liikevoittoa koskeva tieto haettiin puolestaan Orbis-tietokannasta (n.d.).

Carcellon ja muiden (2005) havaintoihin viitaten tutkielmaan valittiin pääomarakennetta ja liiketoiminnan kustannuksia kuvaavia kontrollimuuttujia. Aikaisemmassa Rönkön ja muiden (2017) tutkimuksessa on käytetty omavaraisuusasteen tunnuslukua, joten tässä tutkimuksessa päätettiin valita pääomarakenteen kontrollimuuttujaksi nettovelkaantumisaste-%, jota kuvattiin muuttujalla *GEARING*. Lisäksi ajateltiin, että korkea henkilöstökulurakenne ja suuret tutkimus- ja kehitysinvestoinnit saattaisivat lisätä vapaaehtoisten riskienhallintamekanismien käytön todennäköisyyttä. Esimerkiksi Maher ja Andersson (1999) ovat pohtineet, että tutkimus- ja kehitysinvestointeja yhdistää korkea riskisyys, velkarahoitus ja lisääntynyt informaation epäsymmetria. Ajatus henkilöstökulujen huomioinnista puolestaan liittyy mahdolliseen tarpeeseen valvoa esimerkiksi palkitsemisjärjestelmiin liittyvää väärinkäyttöä. Tutkimusta kontrolloitiin siten muuttujilla, jotka mitta-

sivat henkilöstökulujen osuutta liikevaihdosta (*EMPLOYEECOST*) ja tutkimus- ja kehitysmenojen osuutta liikevaihdosta (*RDEXPENSE*). Kolmea viimeksi mainittua muuttujaa varten kerättiin tiedot Orbiksesta (n.d.).

3.3.3 Tutkimuksessa käytettävä malli

Lopullinen tutkimuksessa käytettävä logistinen regressiomalli kontrollimuuttujineen muodostui seuraavasti:

$$(1) \quad IAUDIT = \beta_0 + \beta_1 MAJOR + \beta_2 LN_DISPER + \beta_3 STATE + \beta_4 FOREIGN + \beta_5 LN_SIZE + \beta_6 EMPLOYEECOST + \beta_7 RDEXPENSE + \beta_8 PROFIT + \beta_9 GEARING + \varepsilon$$

Mallissa parametri β_0 on regressiokäyrän y-akselin leikkauspiste ja ε on residuaalitermi. Kaikki mallissa käytettävät muuttujat ovat nähtävissä taulukossa 3. Taulukossa esitetään koostetusti muuttuja ja sen kuvaus, datan lähde ja muuttujan rooli tutkimuksessa.

Taulukko 3. Tutkimuksessa käytettävät muuttujat.

Lyhenne	Kuvaus	Lähde	Muuttujan tyyppi
IAUDIT	Sisäinen tarkastus	Yhtiön verkkosivut	Selitettävä muuttuja
MAJOR	Suuri osakkeenomistaja	Yhtiön verkkosivut	Selittävä muuttuja
LN_DISPER	Osakkeenomistajien lkm.	Euroclear Finland Oy	Selittävä muuttuja
STATE	Valtionomistus	Valtioneuvoston kanslia	Selittävä muuttuja
FOREIGN	Ulkomaalaisomistus -%	Euroclear Finland Oy	Selittävä muuttuja
LN_SIZE	Työntekijämäärä	Morningstar	Kontrollimuuttuja
EMPLOYEECOST	Työntekijäkulut / liikevaihto	Orbis	Kontrollimuuttuja
RDEXPENSE	T&K-menot / liikevaihto	Orbis	Kontrollimuuttuja
PROFIT	Liiketulos-%	Orbis	Kontrollimuuttuja
GEARING	Nettovelkaantumisaste	Orbis	Kontrollimuuttuja

3.3.4 Mittauksen luotettavuus ja pätevyys

Matemaattisesti tutkimuksessa on kyse vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen varianssin selittämisestä omistusrakenteilla. Koska tutkimuksen tavoitteena oli mitata, kuinka suuren omistajan äänivalta, laaja omistusrakenne, valtionomistus ja ulkomaalaisomistus vaikuttavat sisäisen tarkastuksen järjestämiseen, pyrittiin tutkimukseen valitsemaan näitä parhaiten kuvaavia muuttujia. Muuttujien mittaukseen tarkoitettujen menetelmävalinnat perustuvat luvussa 3.3 kuvatulla tavalla aikaisempiin tutkimuksiin ja tilastotieteen alan kirjallisuuteen, ja niitä voi pitää ominaisuuksiensa vuoksi relevantteina menetelminä.

Omistusrakenteita koskeva aineisto pohjautuu virallisiin arvopaperirekisteritietoihin, hallinto- ja ohjausjärjestelmistä tehtyihin selvityksiin ja yhtiöiden verkkosivujen tietoihin, eikä nämä tiedot ole tulkitsijastaan riippuvaisia. Tutkielmassa käytettävät tiedot työntekijämäärästä ja rahamääräisistä muuttujista perustuvat luotettavana pidettyihin Orbiksen (n.d.) ja Morningstarin (n.d.), tietokantoihin. Automatisoidusti tuotettujen tunnuslukujen todenperäisyyttä ei ole kuitenkaan tarkistettu ja tunnusluvut saattavat vaihdella esimerkiksi laskutavasta riippuen, taikka tapauksissa, jossa yhtiö on liittännyt tilinpäätöksen liitetietoihin erityisiä näitä lukuja koskevia relevantteja lisätietoja.

Kontrollimuuttujien valinnan perusteena oli mm. Carcellon ja muiden (2005) ja Goodwin-Stewartin ja Kentin (2006) havainnot taloudellisten tekijöiden ja yrityskoon vaikutuksesta sisäisen tarkastuksen järjestämiseen. Kontrollimuuttujien valintaperusteena oli myös datan kohtuullinen saatavuus. Tosiasiassa sisäisen tarkastuksen käyttöönotto on useiden tekijöiden summa, jonka vuoksi tutkimus tarjoaa vain kohtalaisen luotettavan mittauksen omistusrakenteiden yhteydestä sisäisen tarkastuksen organisointiin. Tässä tutkielmassa ei kontrolloitu esimerkiksi hallituskokoonpanon vaikutusta (Abbot ja muut, 2012), tarkastusvaliokunnan olemassaoloa (Goodwin-Stewart & Kent, 2006), joiden on aikaisemmissa tutkimuksissa havaittu olevan yhteydessä sisäisen tarkastuksen järjestämiseen. Myöskään vaikeasti mitattavissa olevien yhtiön arvojen ja inhimillisten tekijöiden, kuten työilmapiirin vaikutusta ei tutkimuksessa ole kontrolloitu.

Mittaustulos on mittaajasta riippumaton samaa aineistoa ja samoja menetelmiä käyttämällä. Tämän tutkielman tulokset kuvastavat Helsingin pörssin tilannetta vuonna 2019 eikä tutkielman tulos ole lainsäädännöllisistä syistä välttämättä yleistettävissä koskemaan muita maita. Sisäisen tarkastuksen käytön kansainväliseen vaihteluun voivat vaikuttaa keskeisesti mm. tutkimuksen kohteena olevien yhtiöiden määrä, tutkimuksen kohdemaata tai markkinapaikka, jos maassa on useampia pörssiä, pörssin säännöt, aineiston toimialarakenne, keskimääräinen yhtiöiden koko ja yhtiöiden liiketoiminnan monimutkaisuus, sisäisten tarkastajien ammattijärjestön aktiivisuus ja saatavilla oleva koulutus, mittausajankohta, kansallinen suhtautuminen valtion pörssiomistuksiin ja valtion omistajaohjaukseen liittyvät ohjeet, maan keskimääräinen korruptioaste, sisäistä tarkastusta koskeva juridinen ympäristö ja mittausajanjakson pituus. Ulkoistettuna palveluna ostettu sisäisen tarkastuksen käyttö saattaa vaihdella jopa vuosittain.

4 Tutkimuksen tulokset

4.1 Empiirisen aineiston kuvaus

Lopullinen aineisto muodostui yhteensä 95 yrityksestä luvussa 3.2 esitetyin perusteluin. Määrä edusti 73,08 prosentin osuutta 130:sta Nasdaq OMX Helsingin päälistalla listatusta yhtiöstä heinäkuun 30. päivänä 2019. Taulukossa 4 on esitetty kutakin muuttujaa koskevat ääriarvot, keskiarvo ja keskihajonta. Kaikki taulukon luvut on esitetty niiden todellisina arvoina, eikä esimerkiksi valtionomistusta tai suuren omistajan äänivaltaa ole muutettu dikotomisiksi luvuiksi tai henkilömääriä koskevia lukuja logaritmeiksi.

Taulukko 4. Kuvailevat tunnusluvut tutkimusotoksesta.

MUUTTUJA	N	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.
IAUDIT 1/0	95	0	1	0,45	0,5
MAJOR	95	2,45	66,10	23,60	16,29
DISPER	95	876	181 457	20 096,43	28 572,89
STATE	95	0,00	55,81	2,86	9,99
FOREIGN	95	0,03	69,84	20,12	19,15
SIZE	95	46	58 051	4067,69	7489,25
EMPLOYEECOST	95	2,49	90,89	28,47	19,15
RDEXPENSE	95	0,00	23,16	2,04	4,61
PROFIT	95	-54,51	31,09	4,21	10,44
GEARING	95	0,77	436,02	87,00	75,36
TOIMIALA	IAUDIT=1	IAUDIT=0	IAUDIT=1 -%		
Öljy ja kaasu	1	0	100 %		
Perusteollisuus	4	0	100 %		
Teollisuustuotteet	19	20	49 %		
Kulutustarvikkeet	5	10	33 %		
Terveystuotteet	5	2	71 %		
Kulutuspalvelut	5	7	42 %		
Tietoliikenne	2	0	100 %		
Yleishyödylliset palv.	1	0	100 %		
Teknologia	1	13	7 %		
Yhteensä	43	52	45,26 %		

Taulukon 4 alimmalta riviltä voidaan huomata, että noin 45 prosenttia yhtiöistä järjesti sisäisen tarkastuksen (IAUDIT). Aineistoa läpikäydessä kiinnitettiin huomiota siihen, että sisäistä tarkastusta ei ainakaan hallinto- ja ohjausjärjestelmistä annettujen selvityksien mukaan ymmärretty aivan niin objektiiviseksi ja riippumattomaksi valvontamekanismiksi, kuin sisäisten tarkastajien ammattikunta sen ammattistandardeissaan määrittää. 1110 ja 1130.A1 standardien mukaan sisäisen tarkastuksen toiminnon tulee olla objektiivinen ja riippumaton, eikä tarkastuskohde saisi olla sisäisen tarkastajan aikaisemmalla organisaatorisella vastuualueella (Sisäiset tarkastajat ry, 2016). Osa yhtiöistä kuitenkin raportoi, että sisäinen tarkastus oli integroitu talousosastoon ja sitä valvoi osaston johtaja tai muu ylemmän johdon henkilö. Sisäisestä tarkastuksesta saatettiin myös kertoa sisäisen valvonnan yhteydessä, jolloin rajanveto näiden kahden toisiaan täydentävän valvontamekanismin välillä osoittautui jokseenkin epäselväksi. Tämän tutkielman kannalta avainkysymys oli kuitenkin se, oliko sisäinen tarkastus järjestetty ottamatta kantaa sen organisoinnin laatuun. Sisäinen tarkastus merkittiin järjestetyksi, jos yhtiö näin sen itse mielsi. Sisäisen tarkastuksen laatua ja puutteita Helsingin pörssin yhtiöissä on käsitelty mm. Aalto-yliopiston pro gradu -tutkielmassa (ks. Alinikula, 2018).

Vapaaehtoinen sisäinen tarkastus järjestettiin ulkoista palveluntarjoajaa käyttäen yhteensä 15 yhtiössä (n. 35 %) ja 28 yhtiötä (n. 65 %) raportoi järjestäneensä sisäisen tarkastuksen riippumattomasti yhtiön sisäisenä toimintona. Kolmas vaihtoehto järjestää sisäinen tarkastus olisi ollut niin sanottu hybridimalli, jossa yhtiö järjestäisi sisäisen tarkastuksen yhdistäen omat voimavarat ulkoisen palveluntarjoajan kanssa niin, että ulkoinen palveluntarjoaja konsultoisii potentiaalisia riskiasetelmia yhtiölle, joka suorittaisi tarkastuksen omaehtoisesti (Pörssisäätiö, 2016). Mikään lopullisen aineiston yhtiöistä ei kuitenkaan kuvailut hallinto- ja ohjausjärjestelmistä kertovassa selvityksessään suorittaneensa sisäistä tarkastusta tämän kaltaisena hybridimallina.

Lopullisessa aineistossa kaikki öljyn ja kaasun, perusteellisuuden, tietoliikenteen ja yleishyödyllisten palveluiden aloilla toimivat yhtiöt järjestivät sisäisen tarkastuksen. Tätä huo-

miota tarkastellessa on kuitenkin ymmärrettävä mainittuja toimialoja koskeva tutkimusotoksen pienuus tai laajemmin ilmaistuna koko Helsingin pörssin pienuus, jolla on luonnollisesti vaikutusta sisäisen tarkastuksen suhteellisten osuuksien tulkintaan. Tutkimusotoksen määrittäminen johti osaltaan mm. large cap ja mid cap -kokoluokkiin kuuluvien yhtiöiden poistamiseen aineistosta ja teki toisaalta joistakin toimialoista melko pieniyhtiöpanotteista. Vaikka varsinainen tutkimusotos on pörssin kokoon nähden kohtuullinen, ei sisäisen tarkastuksen ja omistusrakenteiden toimialakohtainen tarkastelu ollut enää tässä vaiheessa kovinkaan mielekästä – johtopäätösten arvo sisäisen tarkastuksen sidonnaisuudesta yksittäisiin toimialoihin osoittautuisi havaintojen matalan lukumäärän vuoksi hyvin vähäiseksi.

Suurimman osakkeenomistajan äänivalta (MAJOR) vaihteli 2,45 prosentin ja 66,10 prosentin välillä. Keskittynein omistus äänivallalla mitattuna oli Etteplan Oyj:ssä ja vähäisintä UPM-Kymmene Oyj:ssä. Kuten aikaisemmin mainittiin luvussa 3.3.1, suuren osakkeen äänivaltaa käsiteltiin regressioanalyysissä dikotomisena muuttujana 20 prosentin kokonaisäänivallan raja-arvolla, kuten La Portan ja muiden (1999) tutkimuksessa. Taulukon 5 ristiintaulukoinnin tuloksista selviää, että dikotomisilla muuttujalla mitattuna lopullisen aineiston 96 yrityksessä suuren omistajan äänivalta jakaantui yllättävästi lähes puoliksi niin, että lopullisen otoksen 95 yhtiöstä 48 yrityksessä oli omistaja, jolla oli hallussaan yli 20 prosenttia kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä ja 47:ssä vastaavaa suurta omistajaa ei ollut. Sisäinen tarkastus vaikuttaisi olevan vähemmän suosittua yhtiöissä, joissa oli yksittäinen suuri omistaja, joka alustavasti tukee ensimmäisen hypoteesin oletusta. Aineistossa suurimman osakkeenomistajan äänivalta oli keskimäärin 23,60 prosenttia.

Taulukko 5. Suurin osakkeenomistaja dikotomisena muuttujana.

	N	IAUDIT =1	IAUDIT=0	IAUDIT=1 -%
Suurin omistaja, ään. yli 20 %	48	16	32	33,33 %
Suurin omistaja, ään. alle 20 %	47	27	20	57,45 %

Valtio (STATE) oli lopullisessa otoksessa omistajana 17 yhtiön sijaan enää 11 yhtiössä, kun rinnakkaislistautuneet Nokia Oyj, Tieto Oyj, SSAB AB, Stora Enso Oyj ja Metso Oyj sekä vakuutus konserni Sampo Oyj oli poistettu aineistosta. Valtionomistus ylitti viidessä yhtiössä 20 prosentin rajan, joten valtion sijoitukset olivat suuruudeltaan merkittäviä. Ulkomaalaisomistus valtio-omisteisissa pörssiyhtiöissä oli keskimäärin 19,67 prosenttia. Jo tässä vaiheessa on havaittavissa, että valtionomistus lisännee sisäisen tarkastuksen järjestämistä, kuten kolmannessa hypoteesissäkin odotettiin, koska kaikki 11 yhtiötä olivat järjestäneet vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen.

Ulkomaalaisomistus (FOREIGN) vaihteli yhtiöittäin 0,03 % ja 69,84 % välillä. Pienintä ulkomaalaisomistus oli PunaMusta Media Oyj:ssa ja suurinta pelikehitysyhtiö Rovio Oyj:ssa. Ulkomaalaisomistuksen voidaan katsoa olevan Helsingin pörssissä melko suurta, sillä keskimäärin ulkomaalaisomistusta yhtiötä kohden oli lähes 20 prosenttia. Osakkeenomistajien määrä (DISPER) puolestaan vaihteli 876 ja 181 457 osakkeenomistajan välillä ja omistajia oli yhtiöittäin keskimäärin noin 20 096 kappaletta. Eniten osakkeenomistajia oli Elisa Oyj:ssa ja lukumääräisesti vähiten omistajia oli Wulff Yhtiöillä. Omistajien lukumäärän ja ulkomaalaisomistuksen osalta ei ollut kuitenkaan havaittavissa vielä tässä vaiheessa samankaltaista selvää yhteyttä sisäistä tarkastusta kohtaan, kuten valtionomistuksen ja suuren omistajan kohdalla.

Kontrollimuuttujien osalta työntekijöiden kustannus (EMPLOYEECOST) oli keskimäärin 28,46 % liikevaihdosta ja työntekijämäärä (SIZE) vaihteli 46 ja 58 051 välillä. Tutkimus ja kehitystoimintaan tehdyt investoinnit (RDEXPENSE) olivat pääsääntöisesti pieniä, keskimäärin vain 2,04 prosenttia liikevaihdosta. Aineiston perusteella 39 yhtiötä ei investoineet lainkaan tutkimus- ja kehitystoimintaan tilikauden aikana tai tehty investointi oli niin vähäinen, että se ei ollut mitattavissa kahden desimaalin tarkkuudella suhteessa yhtiön tilikauden 2019 liikevaihtoon. Syynä T&K-toiminnan pienuudelle saattoi olla esimerkiksi se, että lopullisen aineiston yhtiöistä yli puolet olivat valmistavan teollisuuden ja kuluttajapalvelualan yhtiöitä. Yhtiöiden velkaisuudessa (GEARING) ja liikevoittoprosentissa (PROFIT) oli odotettavasti suuriakin vaihteluita, jotka ovat nähtävissä taulukosta 4.

4.2 Korrelaatiotestit

Aineistolle tehtiin Pearsonin ja Kendallin korrelaatiotestit, joilla tutkittiin muuttujaparien välistä yhteyttä. Pearsonin ja Kendallin korrelaatiokertoimien arvo vaihtelee ohjeellisesti +1 ja -1 välillä ja itseisarvon ollessa 1, muuttujaparien lineaarinen yhteys olisi täydellisen positiivinen. Nolla-arvo kertoisi sen sijaan muuttujien riippumattomuudesta ja -1 muuttujien täydellisen erisuuntaisesta liikehinnästä. Karjalaisen (2015, s. 125) mukaan nolla-arvo ei kuitenkaan olisi ehdoton merkki riippumattomuudesta, vaan merkitsee ainoastaan sitä, että muuttujien välillä ei ole lineaarista riippuvuutta. Taulukossa 6 on nähtävissä Pearsonin korrelaatiotestien tulokset

Taulukko 6. Pearsonin tulomomenttikertoimen tulokset.

	IAUDIT	MAJOR	DISPER	STATE	FOREIGN	SIZE	EMPLOYEE-COST	RDEXPENSE	GEARING	PROFIT
IAUDIT	1,000									
MAJOR	-,242*	1,000								
DISPER	,529**	-0,109	1,000							
STATE	,398**	-0,037	,541**	1,000						
FOREIGN	,412**	-,286**	,396**	,328**	1,000					
SIZE	,446**	-0,061	,445**	0,157	,299**	1,000				
EMPLOYEECOST	-,366**	0,116	-,310**	-,237*	-,231*	-0,130	1,000			
RDEXPENSE	-0,077	0,050	-0,020	-0,094	0,022	-0,091	,383**	1,000		
GEARING	0,109	0,026	-0,098	-0,036	-,215*	-0,028	-0,107	-,225*	1,000	
PROFIT	,295**	-0,139	,408**	,237*	,254*	0,153	-,322**	-0,111	-,369**	1,000

* Merkitsevä tasolla 0.05 (kaksisuuntainen)

** Merkitsevä tasolla 0.01 (kaksisuuntainen)

Korrelaatiomatriisista voidaan tulkita, että sisäisen tarkastuksen (IAUDIT) ja suuren osakkeen omistajan välillä oli heikko negatiivinen korrelaatio (MAJOR -0,242*). Suuren omistajan äänivaltaa mitattiin dikotomisena muuttujana aikaisemmassa luvussa kuvatulla tavalla. Sen sijaan positiivisen korrelaation saivat laajaa omistusrakennetta (DISPER 0,529**), valtionomistusta (STATE 0,398**) ja ulkomaalaisomistusta (FOREIGN 0,412**)

kuvaavat muuttujat. Kontrollimuuttujista samankaltaista voimakasta positiivista korrelaatiota oli odotettavasti yrityskoon (SIZE 0,446**) ja liiketuloksen kohdalla (PROFIT 0,295**). Omistusrakenteiden osalta Pearsonin korrelaatiotestin tulokset ovat samansuuntaisia, mutta hieman voimakkaampia kuin Rönkön ja muiden (2017) tutkimuksessa, joka perustui vuoden 2012 aineistoon.

Vastaavat tulokset Kendallin järjestyskorrelaatiokertoimella (Kendallin tau) on esitetty taulukossa 7. Ylimääräinen Kendallin korrelaatiotesti tehtiin Pearsonin korrelaatiokertoimen edellisessä luvussa kuvailtujen multikollinearisuusongelmien paljastamiseksi ja jäljempänä esiteltävän logistisen regressioanalyysin validoimiseksi. Kendallin korrelaatiotestin tulokset olivat kuitenkin pääpiirteittäin samansuuntaisia Pearsonin korrelaatiokertoimen tulosten kanssa. Kendallin korrelaatiotesti käänsi tutkimus- ja kehityskustannusten ja sisäisen tarkastuksen suhteen negatiiviseksi (-0,077) ja samalla indikoi muuttujan hyvin vähäistä merkitystä sisäisen tarkastuksen järjestämistä kohtaan.

Taulukko 7. Kendallin järjestyskorrelaatiokertoimen tulokset.

	IAUDIT	MAJOR	DISPER	STATE	FOREIGN	SIZE	EMPLOYEE-COST	RDEXPENSE	GEARING	PROFIT
IAUDIT	1,000									
MAJOR	-,242*	1,000								
DISPER	,609**	-0,125	1,000							
STATE	,398**	-0,037	,375**	1,000						
FOREIGN	,373**	-,212*	,383**	,293**	1,000					
SIZE	,511**	-0,089	,530**	,298**	,307**	1,000				
EMPLOYEECOST	-,278**	0,090	-,258**	-,210*	-,152*	-,141*	1,000			
RDEXPENSE	0,067	0,079	,200**	0,108	,193**	0,078	,160*	1,000		
GEARING	0,137	0,035	0,021	0,020	-0,085	,171*	-0,063	-,209**	1,000	
PROFIT	,261**	-0,162	,227**	,192*	,182**	,187**	-0,131	0,054	-,221**	1,000

* Merkitsevä tasolla 0.05 (kaksisuuntainen)

** Merkitsevä tasolla 0.01 (kaksisuuntainen)

Kummassakin korrelaatiotestissä laajan omistusrakenteen (DISPER) ja sisäisen tarkastuksen (IAUDIT) välillä on havaittavissa hyvin voimakas positiivinen korrelaatio, mutta korrelaatio ei ollut kuitenkaan niin vahva, että se olisi aiheuttanut Farrarin ja Glauberin (1967) tarkoittamaa multikollinearisuuden ongelmaa myöhemmin käsiteltävässä logistisessa regressioanalyysissä. Tilastotieteessä $\rho=0,8$ ylittäviä lukuja on pidetty kollineaarisuutta aiheuttavina arvoina, joilla saattaisi olla vääristävä vaikutus sensitiivisenä pidettyyn logistiseen regressioanalyysiin (Farrar & Glauber, 1967; Wilcox, 2017, s. 486). Tällaisia lukuja korrelaatiotestien yhteydessä ei kuitenkaan havaittu.

4.3 Riippuvuusanalyysit

Logistiseen regressioanalyysiin sisällytettiin kaikki 95 yhtiötä, jotka olivat valikoituneet tutkimusotokseen aikaisemmassa luvussa mainituin perustein. Seuraavana tutkimustulokset esitetään kahdessa taulukossa siten, että ensin esitetään pelkkiä omistusrakenteita koskevat logistisen regressioanalyysin tulokset ja jäljempänä taulukossa 9 esitetään omistusrakenteita koskeva data, jossa huomioidaan myös aikaisemmin lyhyesti esiteltyt kontrollimuuttujat. Logistisessa regressioanalyysissä tarkastellaan myös niitä kontrollimuuttujia, jotka eivät aiheuttaneet merkittävää korrelaatiota sisäisen tarkastuksen kanssa korrelaatiotesteissä, kuten myös Rönkkö ja muut (2017) ja Goodwin-Stewart ja Kent (2006) toimivat tutkimuksissaan. Vaihtoehtoinen tapa olisi ollut karsia huonosti sisäistä tarkastusta selittäviä muuttujia tai edetä logistisessa regressioanalyysissä askellusmetodilla selitysarvon parantamiseksi (Holopainen ja muut, 2016, s.186). Saaduista tutkimustuloksista keskustellaan tarkemmin tutkielman seuraavassa luvussa, luvussa 5.

Taulukosta 8 on nähtävissä alustavat omistusrakenteita koskevat regressioanalyysin tulokset ilman kontrollimuuttujia. Aineiston Cox & Snell -selityskertoimen mukaan pelkät omistusrakenteet sisältävä malli selittää 54 % sisäisen tarkastuksen vaihtelusta ja Negelkerke -kerroin antaa tulokseksi noin 72,3 %. Ensiksi mainittu selittää, kuinka paljon mallin reliabiliteetti eroaa vakiomuuttujasta β_0 ja Negelkerke peilaa käytännössä ensiksi mai-

nittua arvoa 0–1 vaihteluväliin tehden siitä helpommin tulkittavan (University of California, n.d.). Tällä mittarilla malli pystyisi selittämään sisäisen tarkastuksen vaihtelua kohtuullisen hyvin.

Taulukko 8. Logistisen regressioanalyysin tulokset, pelkät omistusrakenteet.

	B	Wald	Sig.	Odds
MAJOR	-1,128	2,656	0,103	0,324
LN_DISPER	2,307	19,182	0,000**	10,047
STATE	18,632	0,000	0,999	$e^{18,632}$
FOREIGN	0,018	0,850	0,357	1,019
N	95			
Negelkerke R2	0.723			
Cox & Snell	0.540			
-2Log likelihood	56,997			

*P < .1

**P < .05

Malli: $IAUDIT=b_0+b_1MAJOR+b_2LN_DISPER+b_3STATE+b_4FOREIGN+e$

Aineiston sig-sarake (jäljempänä myös "p") kertoo Waldin testisuureen merkitsevyydestään. Aineistosta vain laaja omistusrakenne (LN_DISPER 0,000) saa aikaan tilastollisesti merkittäviä tuloksia. Valtionomistuksen (STATE) merkittävyydestä 0,999 selittää se, että aineistossa kaksi vertailtavaa saraketta olivat täysin identtisiä eli kaikki yhtiöt, joissa valtio oli osakkeenomistajana, järjestivät sisäisen tarkastuksen ja kumpaakin muuttujaa merkittiin aineistossa dikotomisena muuttujana. Tällaisen muuttujaparin tarkastelu logistisessa regressioanalyysissä ei ole luonnollisesti kovinkaan ideaalia, sillä muuttujien välinen yhteys on ilman syvällisempääkin tulkintaa täydellinen. Sen sijaan kaksi muuta omistusrakennetta MAJOR (0,103) ja FOREIGN (0,357) eivät saaneet pelkkien omistusrakenteiden analysoinnissa aikaan tilastollisesti merkittäviä tuloksia.

Odds -luvun eli ns. todennäköisyyden suhdeluvun mukaan sisäisen tarkastuksen sisäisen tarkastuksen järjestämisen todennäköisyys oli korkeampaa taulukossa esitettyä lukua vastaavalla kertoimella. Valtionomistuksen (STATE) täydellistä kerrointa ei merkitty taulukkoon siksi, että kertoimella ole muuttujien identtisuuden vuoksi järkevästi tulkittavaa arvoa. Matemaattisesti suhdeluku laskettaisiin korottamalla neperin lukua e potenssiin

B, jossa B on muuttujan regressiokerroin ($Odds\ ratio = e^{18,632}$). Alle 1,0 suhdeluku tarkoitti, että sisäisen tarkastuksen järjestäminen oli vähemmän todennäköisempää, joten yhtiöt, jossa oli suuri yksittäinen osakkeenomistaja (MAJOR) päätyi aineiston mukaan järjestämään sisäistä tarkastusta pienemmällä todennäköisyydellä.

Taulukossa 9 on esitetty varsinaiset logistisen regressioanalyysin tulokset kontrollimuuttujien kanssa. Tässä mallissa selitysaste oli 77,7 %, joten selitysaste kasvoi hieman pelkät omistusrakenteet sisältävään malliin verrattuna. Aikaisemmasta mallista poiketen suuri osakkeenomistaja (MAJOR) sai nyt aikaan harkinnanvaraisesti merkittäviä tuloksia ($p < .1$) todennäköisyyden suhdeluvulla 0,245. Vaikka tilastollinen merkitsevyys pysyi heikkona, suuren osakkeenomistajan omaava yhtiö vaikutti järjestävän sisäisen tarkastuksen hieman muita omistusrakenteita epätodennäköisemmin.

Taulukko 9. Logistisen regressioanalyysin tulokset.

	B	Wald	Sig.	Odds
MAJOR	-1,408	2,733	0,098*	0,245
LN_DISPER	1,991	8,642	0,003**	7,326
STATE	18,657	0,000	0,998	$e^{18,657}$
FOREIGN	0,029	1,964	0,161	1,030
LN_SIZE	0,695	2,595	0,107	2,004
EMPLOYEECOST	-1,160	0,102	0,750	0,314
RDEXPENSE	0,108	0,000	0,993	1,114
PROFIT	7,764	1,829	0,176	2,354
GEARING	1,054	4,281	0,039**	2,869
N	95			
Negelkerke R2	0.777			
Cox & Snell	0.581			
-2Log likelihood	48,140			

*P < .1

**P < .05

Malli: $IAUDIT = b_0 + b_1MAJOR + b_2LN_DISPER + b_3STATE + b_4FOREIGN + b_5LN_SIZE + b_6EMPLOYEECOST + b_7RDEXPENSE + b_8PROFIT + b_9GEARING + e$

Tilastollisesti merkittävän tuloksen sai aikaan myös laaja omistusrakenne (LN_DISPER), joka nosti sisäisen tarkastuksen järjestämisen todennäköisyyttä yli seitsemänkertaiseksi merkitsevyystasolla $p < .05$. Tilastollinen merkittävyys muuttui vain vähän lievemmäksi

sen jälkeen, kun kontrollimuuttujat lisättiin malliin. Suuri omistajamäärä vaikuttaa siis lisäävän sisäisen tarkastuksen käyttöä.

Valtionomistus (STATE) antoi toisessakin logistisessa regressioanalyysissä erikoisia tuloksia (0,998). Kun aineiston 11 valtio-omisteisella yhtiöllä oli muuttujissa samat arvot, malli vääristyi ja estimointi-iteraatioilla ei saatu oikeaa ratkaisua. Tämän vuoksi hypoteesille haettiin tukea vielä ristiintaulukoinnilla ja uskottavuussuhdetestillä. Aineistossa kummatkin muuttujat IAUDIT ja STATE olivat dikotomisina, joten kyseeseen tuli Cochranin ja Mantel-Haenzelin uskottavuussuhdetestit (Nichols, 1994), jotka on esitetty taulukossa 10. Uskottavuussuhdetestin perusteella valtionomistuksella oli odotetusti nyt yhteys sisäisen tarkastuksen järjestämiseen. Yhteys on positiivinen ristiintaulukoinnin ja taulukossa 9 esitellyn todennäköisyyden suhdeluvun perusteella.

Taulukko 10. Ristiintaulukointi ja uskottavuussuhdetesti valtio-omistukselle.

	N	IAUDIT =1	IAUDIT=0	IAUDIT=1 -%
Kaikki aineiston yhtiöt	95	43	52	45,26 %
Valtionomistus (STATE)	11	11	0	100,00 %
	Chi-Square	Sig.		
Cochran (STATE)	15,044	0,000***		
Mantel-Haenzel (STATE)	12,516	0,000***		

***p < .01

Ulkomaalaisomistus (FOREIGN) ei kontrollimuuttujatkaan huomioivassa regressiomallissa saanut aikaan tilastollisesti merkittäviä tuloksia ja todennäköisyyden suhdeluku oli neutraalilla tasolla (1,030). Myös kontrollimuuttujat osoittautuivat merkitykseltään melko vähäisiksi, sillä ainoastaan nettovelkaantumisasaste (GEARING 0,039**) sai aikaan tilastollisesti merkitsevän tuloksen.

5 Keskustelua havainnoista

Tutkielman tulokset olivat omistusrakenteita koskevin osin, kuitenkin ulkomaalaisomistusta lukuun ottamatta linjassa aikaisemman Rönkön ja muiden (2017) tutkimuksen kanssa. Aikaisempi tutkimus sisälsi 107 vuonna 2012 Helsingin pörssissä listattua yhtiötä, joista noin 41 prosenttia järjesti vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen. Tässä tutkielmassa aineisto koostui yhteensä 95 yhtiöstä, joista yli 45 prosenttia järjesti vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen. Aikaisemmasta Rönkön ja muiden (2017) tutkimuksesta poiketen tässä tutkimuksessa huomioitiin rahoitus- ja vakuutusalan yhtiöitä koskevan lainsäädännön vaikutus sisäisen tarkastuksen järjestämiseen ja lisäksi aineistosta poistettiin muutamia vaihtoehtoislistauksen omaavia yhtiöitä. Siitäkin huolimatta, että kriittinen otoksen määritys johti 35 yhtiön poistamiseen aineistosta, voidaan sisäisen tarkastuksen tulkita parantaneen jalansijaa suomalaisissa pörssi-yhtiöissä osana hallinto- ja ohjausjärjestelmiä.

Aikaisemmassa luvussa esitettyjen tutkimustulosten mukaan vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen todennäköisyyttä siis lisäsivät valtionomistus ja osakkeenomistajien suuri lukumäärä. Lisäksi jos yhtiöllä oli osakkeenomistaja, jolla oli omistuksessaan yli 20 prosenttia äänioikeuteen oikeuttavista osakkeista, oli sisäisen tarkastuksen järjestäminen epätodennäköisempää. Kontrollimuuttujien osalta tilastollisesti merkittäviä tuloksia saatiin vain nettovelkaantumistasteen osalta. Näiden tutkimustulosten tarkastelun osalta on kuitenkin tarpeen nostaa esiin muutamia huomioita.

Ensimmäinen huomio koskee suurta yksittäistä osakkeenomistajaa (H1: MAJOR). Tutkimuksessa saavutettu suuren osakkeenomistajan yhteys sisäisen tarkastuksen järjestämiseen oli merkitsevä vasta $p < 0,1$ tasolla, joka poikkeaa yleisemmin käytetystä $p < 0,05$ tasosta. Tämän luvun tulkinnassa on lisäksi huomattava, että harkinnanvaraisesti merkittävät tutkimustulokset ilmaantuivat sen jälkeen, kun kontrollimuuttujat oli lisätty malliin. Hypoteesi H1 suurimman osakkeenomistajan yhteydestä sisäisen tarkastuksen epätodennäköisempään järjestämiseen vahvistetaan sen vuoksi heikosti merkitsevänä vapaaehtoista sisäistä tarkastusta selittävänä tekijänä. Sisäisen tarkastuksen epätodennäköi-

semmästä luonteesta kertovat negatiivinen regressiokerroin ja negatiivinen todennäköisyyden suhdeluku. Kuten aikaisemmissa luvuissa kerrottiin, suurta yksittäistä osakkeenomistajaa käsiteltiin tässä tutkimuksessa dikotomisena muuttujana, joka poikkeaa Rönkön ja muiden (2017) valinnasta vastaavanlaisessa omistusrakenteita koskevassa tutkimuksessa. Tältä osin tämän tutkimuksen tulokset eivät ole täysin vertailukelpoisia aikaisempaan tutkimukseen, jossa mitattiin suurinta omistajaa tämän kokonaisosakemäärällä välillä 0–100 %. Passiivisempi lähestymistapa ja erilainen aspekti suurimman osakkeenomistajan määrittämisessä saattavat osaltaan selittää heikommin merkittävää tulosta aikaisempaan tutkimukseen verrattuna. Toisaalta erilaiset tulokset osoittavat muuttujan sensitiivisyyden mittaustapaa kohtaan.

Laaja omistusrakenne (H2: DISPER) mittasi osakkeenomistajien lukumäärää sisäisen tarkastuksen järjestämiseen vaikuttavana osatekijänä. Tältä osin tulokset olivat erittäin merkitseviä pelkät omistusrakenteet sisältävässä mallissa ($p < 0,001$). Kontrollimuuttujat sisältävässä mallissa merkitsevyys lieveni tilastollisesti melkein merkitseväksi ($p < 0,05$). Mittaus antoi kuitenkin kummassakin mallissa selvästi tukea hypoteesin H2 vahvistamiseksi. Riippuvuusanalyysillä saavutettu tulos on sinänsä rajoittunut, ettei se kerro millaisen omistajamäärän yhtiöissä sisäistä tarkastusta on keskimäärin järjestetty. Tämän vuoksi tyydytään toteamaan laveammin, että mitä suurempi osakkeenomistajien lukumäärä yhtiössä on, sitä todennäköisemmin se on järjestänyt sisäisen tarkastuksen.

Neljännessä luvussa kuvailtiin valtionomistuksen (H3: STATE) analysointiin liittyneitä haasteita, jotka johtivat aineiston analysointiin logistisen regressioanalyysin lisäksi myös ristiintaulukoinnilla ja uskottavuussuhdetesteillä. Jatkoanalyysi ei kuitenkaan enää huomionnut kolmansien tekijöiden eli kontrollimuuttujien vaikutusta, joskin taulukoita 9 ja 10 voi tulkita rinnakkain. Kolmas hypoteesi H3 vahvistetaan, sillä tutkimustulokset olivat tilastollisesti erittäin merkitseviä ($p < 0,001$) ja kaikki aineiston valtio-omisteisista yhtiöistä olivat järjestäneet sisäisen tarkastuksen. Tulosten yleistettävyyden suhteen on kuitenkin huomioitava valtio-omistusten pieni määrä tutkielman lopullisessa otoksessa.

Ulkomaalaisomistus (H4: FOREIGN) oli ainoa omistusrakenteita koskeva muuttuja, joka ei antanut lainkaan samansuuntaisia tuloksia kuin aikaisempi Rönkön ja muiden (2017) tutkimus. Tulokset eivät myöskään osoittaneet, että ulkomaalaisomistus saisi aikaan pienempää todennäköisyyttä sisäisen tarkastuksen järjestämiselle, vaan tulokset olivat sekä merkitsevyyttä (p) että todennäköisyyden suhdelukua (odds) koskevin osin hyvin neutraaleja. Hypoteesi H4 hylättiin tilastollisen tuen puutteessa. Tällä perusteella voidaan ehkä ajatella, että ulkomaalaissijoittajat eivät ehkä pidäkään sisäistä tarkastusta merkitsevänä sijoituskriteerinä, kun tutkimustulos ei ollut johdonmukainen aikaisempaan tutkimukseen nähden. Ulkomaalaisomistuksen osuus ei ole Euroclear Finlandin (n.d.) mukaan vähentynyt aivan poikkeavasti tämän ja aikaisemman tutkimuksen välillä.

Kontrollimuuttujilla oli tässä tutkielmassa nimensä mukaisesti vain sivurooli, joten analyysi pidetään tältä osin lyhyenä. Mielenkiintoista kuitenkin huomata, että Goodwin-Stewartin ja Kentin (2006) ja Rönkön ja muiden (2017) havaintoja vasten yrityskoko (LN_SIZE) ei ollut tämän tutkimuksen perusteella Helsingin pörssissä niin ratkaiseva sisäistä tarkastusta määrittävä tekijä. Goodwin-Stewart ja Kent (2006) tosin mittasivat yrityskokoa taasen loppusummalla eikä työntekijämäärällä, kuten tässä tutkielmassa mitattiin. Ainakin Rönkön ja muiden (2017) tutkimuksen tuloksia vasten tämän tutkielman merkityksetön tulos voi johtua kriittisestä otoksen rajauksesta, joka johti sellaistenkin suurienkin yhtiöiden poistamiseen aineistosta, jotka olivat sisäisen tarkastuksen järjestäneet. Kriittisyydestä huolimatta tulosta pidetään pätevänä, sillä tutkielman tavoitteena oli tutkia *vapaehtoista* sisäistä tarkastusta ilman, että sen järjestämiseen liittyisi ulkopuolista pakkoa. Tutkimusotoksen muodostamista käsiteltiin aikaisemmin tutkielman luvussa 3.

Korkealla nettovelkaantumisasteella (GEARING) vaikutti olevan positiivinen yhteys sisäisen tarkastuksen järjestämiseen ($p < 0,05$). Syynä positiiviselle vaikutukselle saattaa olla esimerkiksi sitoutuminen tehostettuun riskienvalvontaan luotonannon yhteydessä. Liikevoittoprosentin (PROFIT), työntekijäkustannuksien (EMPLOYEECOST) ja liikevaihtoon suhteutettujen tutkimus- ja kehitystoiminnankustannuksien (RDEXPENSE) vaikutus oli

odotettua pienempi eikä näillä ainakaan tämän tutkimusasetelman näkökulmasta vai-
kuta olevan välitöntä merkitystä sisäisen tarkastuksen järjestämiseen. Liikevoiton toden-
näköisyyden suhdeluku oli tavanomaista tasoa korkeampi (2,354), mutta havainto ei ollut
tilastollisesti merkittävä. Tutkielmassa huomioituja rahamääräisiä kontrollimuuttujia
koskevia tuloksia on tulkittava kriittisesti siksi, että taloudelliset tunnusluvut samoin kuin
työntekijämäärä saattavat vaihdella paljonkin eri tilikausien välillä.

Objektiivisuuden vuoksi on vielä mainittava, että edellä mainittu olosuhteiden dynaami-
suus koskee yhtä lailla omistusrakenteitakin. On siis aiheellista pohtia kriittisesti tämän-
kin tutkielman tutkimustuloksia kysymällä, vaikuttaisiko esimerkiksi valtio-omistajan
osakemyynti sisäisen tarkastuksen yksiköstä luopumista. Todennäköisesti ei, koska äkilli-
nen vapaaehtoisista valvontamekanismeista luopuminen saattaisi aiheuttaa muiden si-
dosryhmien näkökulmasta oudoksunaa ja toisaalta pitkäkestoiset työsopimukset toisi-
vat jäykkyyttä olosuhteiden mukaan muovautuvan sisäisen tarkastuksen järjestämiselle.
Vaikka sisäinen tarkastus olisikin järjestetty palvelemaan omistajien edellyttämiä lä-
pinäkyvyysvaatimuksia, perusteet sen järjestämiselle voivat löytyä menneisyyden olo-
suhteista nykyisten olosuhteiden sijaan – tähän tulee kiinnittää huomiota tutkimustulok-
sia tulkitessa ja erityisesti niitä yleistettäessä.

6 Johtopäätökset

Tutkielman tavoite oli selvittää, millaiset omistusrakenteet johtavat todennäköisimmin vapaaehtoisen sisäisen tarkastuksen järjestämiseen. Sisäistä tarkastusta tutkittiin suuren yksittäisen osakkeenomistajan, laajan omistusrakenteen, valtionomistuksen ja ulkomaalaisomistuksen näkökulmista Helsingin pörssin markkinapaikalla. Tutkimustulosten perusteella voidaan tehdä muutamia johtopäätöksiä, joista keskeisin on se, että sisäinen tarkastuksen järjestäminen vaikutti olevan selvästi yleisempää eräiden omistussuhteiden kohdalla. Tutkielmassa käytetyn aineiston mukaan omistusrakenteet kykenivät selittämään sisäistä tarkastusta jopa työntekijämäärällä mitattua yrityskokoa ja eräitä keskeisiä rahamääräisiä tunnuslukuja paremmin. Lisäksi edellisessä luvussa esitellyt havainnot tukivat tilastollisessa mielessä Desenderin ja muiden (2013) ajatuksia siitä, että omistussuhteilla olisi selitysvoimaa organisaation tekemiä valintoja kohtaan.

Tutkielman teoriaosassa käsiteltiin kullekin omistajatyypille ominaisia piirteitä ja näitä ajatuksia onkin mielenkiintoista peilata edellä esitelyihin tutkimustuloksiin. Päällimmäiseksi on kuitenkin nostettava useiden tässäkin tutkielmassa käytettyjen artikkeleiden julkaisuajankohdat, jotka keskittyivät omistajuutta koskevan tutkimuksen vähyden vuoksi enimmäkseen 1990-luvulle ja 2000-luvun taitteeseen. Varhaisemmissa tutkimuksissa korostui informaation epäsymmetria ja tästä johtuva opportunisti, joka saattoi johtua ajalle ominaisesta tiedon heikommasta tai hitaammasta saavutettavuudesta nykyhetkeen verrattuna. Osassa tutkimuksia suurinta osakkeenomistajaa ja yhtiön hallitusta korostettiin ylivertaisina, kun myöhemmissä tutkimuksissa otettiin esille jo osakkeenomistaja-aktivismia ja omistajien tasa-arvoista asemaa. Varhaisempiakaan tutkimuksia ei tutkielmassa sivuutettu siksi, että ne toisaalta osoittavat ajallisia asennemuutoksia ja teoreettisen lähtökohdan sille, miksi pienosakkeenomistajan asema on huomioitu suomalaisessakin sijoittajansuojassa, ja toisaalta taas siksi, minkä vuoksi corporate governance -järjestelmiä sisäinen tarkastus mukaan lukien, on lähdetty kehittämään.

Lisäksi aikaisempia tutkimuksia, kuten tämänkin tutkielman ajatuksia, on järkevää tulkita pitäen mielessä eri markkinapaikkojen lainsäädännölliset ja kulttuuriset erot. Esimerkiksi suuromistuksen kannalta Helsingin pörssi oli varsin mielenkiintoinen pörssi siksi, että pörssin koko on suhteellisen pieni ja toisaalta siksi, että omistus siellä vaikutti olevan poikkeuksellisen keskittyntä. Yhteensä 48 yhtiössä 95 yhtiön tutkimusotoksessa oli yli 20 prosenttia kokonaisuäänivallasta omaava osakkeenomistaja. Osansa keskittyneisyyteen tuo pörssin rakenne, joka on koostunut merkittävilta osin pienistä ja keskisuurista pörssiyhtiöistä. Pörssin rakenteen takia tutkimusympäristö oli varsin otollinen suuromistajan aseman mittaukseen ja tuloksien mukaan sisäistä tarkastusta järjestettiin vähemmän yhtiöissä, jossa oli vähintään yksi suuri osakkeenomistaja. Todennäköisesti loogisin johtopäätös sisäisen tarkastuksen vähyydelle yksittäisen suuren osakkeenomistajan yhtiöissä on keskimääräisesti pieni yhtiökoko yhdistettynä liiketoiminnan yksinkertaisuuteen ja jokseenkin vähäisempiin yrityskohtaisiin riskeihin, kuten useat yritykset itsekin asiaa hallinnointikoodin comply or explain -periaatteen nojalla selvittivät. Muiden osakkeenomistajien näkökulmasta luottamus kansallisiin instituutioihin, tavoitteiden yhdenmukaisuuteen ja asianmukaiseen riippumattomaan tilintarkastukseen saattavat tehdä sisäisen tarkastuksen merkityksen vähäiseksi.

Suomen valtio oli edelleen merkittävä osakkeenomistaja Helsingin pörssissä, joka on La Portan ja muiden (1999) havaintojen perusteella hieman kansainvälisestä trendistä poikkeavaa. Suoran valtionomistuksen yhtiöissä omistus oli keskittynyt huoltovarmuuden kannalta tärkeille toimialoille, kuten energiaan ja ilmailuun. Solidiumin sijoitukset olivat tehty pääasiassa valtion finanssi-intressin kannalta sopiviin sijoituskohteisiin. Kaikissa tutkielman aineistossa huomioiduissa valtion omistamissa pörssiyhtiöissä oli käytössä vapaaehtoinen sisäinen tarkastus, joka vahvistaa ajatusta valtion pyrkimyksiä vastuulliseen sijoittamiseen, ja erioikeuksien tai valtio-omistuksen tuomien mahdollisten rajoitteiden valvontaan, kuten toisessa luvussa selitettiin. Lisäksi valtion etu lienee sijoittaa hyvin hallinnoituihin yhtiöihin, jotka eivät ole ainakaan lähtökohtaisesti kyseenalaisessa valossa esimerkiksi työntekijöiden oikeuksien tai muiden väärinkäytösten vuoksi.

Ulkomaalaisomistuksen osalta sisäisen tarkastuksen yhteys jäi merkityksettömäksi, jota saattaa selittää esimerkiksi poliittisesti vakaaksi koettu sijoitusympäristö. Sijoittajat siis katsovat kykenevänsä varmistumaan muilla tavoin tavoitteiden mukaisesta liiketoiminnasta. Ulkomaalaisomistuksen osalta teoriaosassa käsiteltiin ulkomaalaissijoittajien sijoituskriteerinä muun muassa läpinäkyvyyttä, joka suomalaisessa yhteiskunnassa on ollut keskimäärin laadukasta. Toisaalta on huomioitava myös se tosiasia, että useat suomalaiset pörssiyritykset raportoivat hallinto- ja ohjausjärjestelmistä suomen kielellä, joka voi tehdä selvityksen sisällön ymmärtämistä kohtuuttoman vaikeaa. Tarkennettakoon kuitenkin vielä, että minkään omistusrakenteen kohdalla ei tietenkään pyritä väittämään, että omistuksen juurisyyntä olisi nimenomaan yhtiön sisäinen tarkastus, saati hallinto- ja ohjausjärjestelmät, joskin esimerkiksi valtio-omistajalla saattaa olla intressi sijoittaa vastuullisesti hallinnoituihin tai vapaaehtoisia valvontamekanismeja käyttäviin yhtiöihin, kuten edellä on esitetty. Muut omistajat, kuten piensijoittajat saattavat tehdä sitä tiedostamattaankin seuraamalla esimerkiksi suuromistajien liikkeitä tai karttamalla alitajuntaisesti esimerkiksi median kautta negatiivista julkisuutta saaneita yhtiöitä.

Omistajuuden teemaan liittyy useita kiinnostavia jatkotutkimusmahdollisuuksia siksi, että valtava määrä alan tutkimuksesta vaikuttaa olevan vanhahtavaa nopeasti muuttuvan ympäristön vuoksi. Aikaisemmassa luvussa mainitun muuttujien dynaamisuuden argumentin vuoksi en koe, että tätä tutkimusta kannattaisi toistaa nyky muodossaan tai edes lisätyillä kontrollimuuttujilla, sillä läpileikkauksenomainen tutkimus luo tutkimustuloksien yleistettävyydelle erilaisia rajoitteita. Rajoitteista kerrottiin tarkemmin tutkielman luvussa 3.3.4 ja luvussa 5. Sen sijaan tämänkin tutkielman tutkimuskysymyksiä voisi käsitellä aikasarjojen kautta, joka saattaisi tuoda tutkimukseen uudenlaista näkökulmaa syklisyyksien tasaantuessa. Tutkimuksen laajentamisen haasteena saattaisi kuitenkin olla omistajarakenteita koskevien aikasarjojen saatavuus, minkä vuoksi tutkimus kannattaisi joka tapauksessa aloittaa ensin tietolähteiden kartoituksella.

Toinen mahdollinen jatkotutkimusidea koskee valvonta- ja varmennusmekanismien merkitystä sijoituspäätöksenteossa. Siitä huolimatta, että useat ulkomaiset tutkimukset ovat

pitäneet valvontatoimintoja tärkeänä erityisesti piensijoittajan näkökulmasta, tätä tutkielmaa kirjoittaessa osoittautui, että mm. sisäisen valvonnan ja sisäisen tarkastuksen toiminnot eivät olleet kovin tuttuja monellekaan keskusteluihin osallistuneille suomalaisille piensijoittajille. Tutkielman toisessa luvussa tuotiin esiin, että esimerkiksi sisäisen tarkastuksen merkitsevyyttä voi hiertää se, että ammattinimike on suojaamaton ja siitä huolimatta, että sisäinen tarkastus huomioidaan kotimaisessakin lainsäädännössä, ei sille ole sisäisten tarkastajien kansainvälisen yhteistyöjärjestön, IIA:n, antamien standardien ohella juurikaan muuta sääntelyä. Ammattinimikkeen suojaamattomuudesta seuraa, että teoriassa mikä tahansa osasto voisi nimittää itsensä sisäiseksi tarkastukseksi koulutus- ja ammattimeriiteistään riippumatta. Tämän vuoksi olisi mielenkiintoista selvittää suhtautumisia valvonta- ja varmennusmekanismien merkitykseen suorassa dialogissa sijoittajien kanssa. Kyselytutkimuksella voisi pyrkiä tavoittamaan piensijoittajia verkon sijoittajayhteisöjen kautta sekä haastatteleamalla sijoitusanalytikoita ja institutionaalisia sijoittajia – erot tämän tutkielman tilastollisen tiedon valossa tehtyihin havaintoihin voisivat olla huomattaviakin.

Lähteet

- Adams, M.B. (1994). Agency Theory and the Internal Audit. *Managerial Auditing Journal*, 9, 8–12. <https://doi.org/10.1108/02686909410071133>
- Afarak Oyj. (2019). Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmistä. Noudettu 10.10.2021 osoitteesta <http://www.afarak.com/fi/hallinnointi/selvitys-hallinto-ja-ohjausjarjestelmasta/>
- Aggarwal, R., Erel, L., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100, 154–81. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
- Alinikula, A. (2018). Sisäisen tarkastuksen laatu suomalaisissa pörssiyrityksissä [pro gradu -tutkielma, Aalto-yliopisto]. Aaltodoc. <http://urn.fi/URN:NBN:fi:aalto-201806273668>
- Anderson, R. C. & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58, 1301–1328. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- Ang J. S., Cole, R.A., & Wuh Lin, J. (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 55, 81–106. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00201>
- Arvopaperimarkkinayhdistys. (2015). Hallinnointikoodi 2015. Noudettu 07.07.2019 osoitteesta <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/6/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf>
- Arvopaperimarkkinayhdistys. (n.d.). Vanhat koodit. Noudettu 23.08.2020 osoitteesta <https://cgfinland.fi/corporate-governancesta/vanhat-koodit/>
- Beasley, M. S. (1996). An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71(4), 443–465. <http://www.jstor.org/stable/248566>
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Commerce Clearing House, New York.
- Smith, B. F., & Amoako-Adu, B. (1992). Minority Buyouts and Ownership Characteristics: Evidence from the Toronto Stock Exchange. *Financial Management*, 21(2), 41–51. <https://doi.org/10.2307/3665663>

- Carcello, J. V., Hermanson, D. R. & Raghunandan, K. (2005). Factors Associated with US Public Companies' Investment in Internal Auditing. *Accounting Horizons*, 19(2), 69–84. <https://doi.org/10.2308/acch.2005.19.2.69>
- Carey, P., Simnett, R., & Tanewski, G. (2000). Voluntary Demand for Internal and External Auditing by Family Businesses. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 19, 37–51. <https://doi.org/10.2308/aud.2000.19.s-1.37>
- Choi, A. H. (2018). Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value. *Harvard Business Law Review* 19, 1–19. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2619462>
- Claessens, S. and Yurtoglu, B.B. (2013) Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey. *Emerging Market Review*, 15, 1–33. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., & Wright, A. (2010). Corporate Governance in the Post-Sarbanes-Oxley Era: Auditors' Experiences. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 751–786. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01026.x>
- Collier, P. (1993). Factors Affecting the Formation of Audit Committees in Major UK Listed Companies. *Accounting and Business Research*, 23, 421–430. <https://doi.org/10.1080/00014788.1993.9729909>
- Connelly, B.L., Hoskisson, R.E., Tihanyi, L. & Certo, S.T. (2010). Ownership as a Form of Corporate Governance. *Journal of Management Studies*, 47(8), 1561–1589. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00929.x>
- Dai, S. & Helfrich, C. (2016). The Structure of Corporate Governance and Control. University of Pennsylvania. https://scholarship.law.upenn.edu/fisch_2016/9
- DeFond, M. L. (1992). The association between changes in client firm agency costs and auditor switching. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 11(16), 16–31.
- Desender, K. A., Aguilera, R. V., Crespi, R. & Garcia-Cestona, M. (2013). When Does Ownership Matter? Board Characteristics and Behavior. *Strategic Management Journal*, 34(7), 823–842. <https://doi.org/10.1002/smj.2046>
- Desender, K., Aguilera, R., Lópezpuertas-Lamy, M., & Crespi, R. (2016). A Clash of Governance logics: Foreign Ownership and Board Monitoring. *Strategic Management Journal*, 37(2), 349–369. <https://doi.org/10.1002/smj.2344>

- Dineva, V. (2019). The Role of Internal Audit in Corporate Social Responsibility Strategies. *Economic Alternatives*, 2, 287–295.
- Euroclear Finland Oy (n.d.). Omistusrakenteet [Rajattu pääsy]. Noudettu 15.08.2019-23.12.2019, 10.10.2021-3.12.2021 osoitteesta <https://www.euroclear.com/finland/fi.html>
- Ewelt-Knauer, C., Knauer, T. & Lachmann, M. (2015). Fraud characteristics and their effects on shareholder wealth. *Journal of Business Economics*, 85, 1011–1047. <https://doi.org/10.1007/s11573-015-0773-5>
- Finanssivalvonta. (2019). Afarak Group Oyj:lle 1 450 000 euron seuraamusmaksu sisäpiiritiedon julkistamiseen ja sisäpiiriluettelon pitämiseen liittyvistä laiminlyönneistä. Noudettu 2.10.2019 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/lehdistotiedotteet/2019/afarak-group-oyjille-1-450-000-euron-seuraamusmaksu-sisapiiritiedon-julkistamiseen-ja-sisapiiriluettelon-pitamiseen-liittyvista-laiminlyonneista/>
- Francis, J. R. & Wilson, E. R. (1988). Auditor Changes: A Joint Test of Theories Relating to Agency Costs and Auditor Differentiation. *The Accounting Review*, 63, 663–82.
- Garay, U. & González, M. (2008). Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 194–209. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00680.x>
- Gerety, M., & Lehn, K. (1997). The Causes and Consequences of Accounting Fraud. *Managerial and Decision Economics*, 18(7-8), 587–599. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-1468\(199711/12\)18:7/8<587::AID-MDE855>3.0.CO;2-R](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-1468(199711/12)18:7/8<587::AID-MDE855>3.0.CO;2-R)
- Goodwin-Stewart, J. D. & Kent, P. (2006). The Use of Internal Audit by Australian Companies. *Managerial Auditing Journal*, 21(1), 81–101. <https://doi.org/10.1108/02686900610634775>
- Hass, S., Abdolmohammadi, M. J., & Burnaby, P. (2006). The Americas Literature Review on Internal Auditing. *Managerial Auditing Journal*, 21(8), 835–844. <https://doi.org/10.1108/02686900610703778>

- HE 109/2005 vp Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. Helsingin pörssin säännöt. (2019) Nasdaq Helsinki Oy. http://business.nasdaq.com/media/Nasdaq-Helsinki-Rules-of-the-Exchange_FI_tcm5044-25491.pdf
- Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (1988). The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 317–46. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90049-9](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90049-9)
- Holmstrom, B. & Kaplan, S. N. (2003). The State of U.S. Corporate Governance. What's right and What's Wrong? *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(3), 8–20. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2003.tb00457.x>
- Holopainen, M., Tenhunen, L. & Vuorinen, P. (2004). Tutkimusaineiston analysointi ja SPSS. Oy Kotkan Kirjapaino Ab.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Management Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiang, L. & Kim, J. (2004). Foreign Equity Ownership and Information Asymmetry: Evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 15(3), 185–211. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2004.00107.x>
- Karjalainen, L. (2015). Tilastotieteen perusteet. Otavan kirjapaino Oy.
- Ketokivi, M. (2009). Tilastollinen päättely ja tieteellinen argumentointi. Helsinki University Press.
- Kim, K. A., Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P. & Nofsinger, J. R. (2007). Large Shareholders, Board Independence, and Minority Shareholder Rights: Evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 859–880. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.09.001>
- Klein, A. & Zur, E. (2009). Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors. *The Journal of Finance*, 64(1), 187–229. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01432.x>
- Kole, S. R. & Mulherin, H. (1997). Government as a Shareholder: A Case from the United States. *The Journal of Law & Economics*, 40(1), 1–22. <https://doi.org/10.1086/467364>

- Laki holhoustoimesta* 1.4.1999/442. Finlex. Noudettu 9.10.2021 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1999/19990442>
- Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä* 28.12.2017/1070. Finlex. Noudettu 13.10.2021 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2017/20171070>
- Laki luottolaitostoiminnasta* 8.8.2014/610. Finlex. Noudettu 24.10.2021 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2014/20140610>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Leutz, C., Lins, K.V. & Warnock F.E. (2010). Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms? *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3245–3285. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn089.ra>
- Löyttyniemi, T. (2011). *Valtionomistus 2030*. Pörssisäätiö. Noudettu 06.08.2021 osoitteesta http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/05/Loytyniemi_nettipdf.pdf
- Maher, M. & Andersson, T. (1999). Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economics Growth. *OECD*. Noudettu 03.02.2022 osoitteesta <https://www.oecd.org/sti/ind/2090569.pdf>
- McKinsey & Company (2003). *McKinsey/KIOD Survey on Corporate Governance*. Noudettu 19.3.2018 osoitteesta http://www.eiod.org/uploads/publications/pdf/survey_mckinsey.pdf
- Melis, A. (2000). Corporate Governance in Italy. *Corporate Governance: An International Review*, 8(4), 347–355. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00213>
- Morningstar. (n.d.). Osakkeet. Noudettu 30.7.2019 osoitteesta <https://www.morningstar.fi/fi/screener/stock.aspx>
- Murto, R. (toim.). (2005). Mistä Suomelle omistajat? [Taloustieteellinen Yhdistys ry]. Noudettu 23.2.2018 osoitteesta <http://www.taloustieteellinenyhdistys.fi/images/stories/kak/kak32005/kak32005murto.pdf>
- Nasdaq Helsinki Oy. (2019). Osakkeet. Noudettu 30.7.2019 osoitteesta <http://www.nasdaqomxnordic.com/osakkeet>

- Nichols, D. P. (1994). The Mantel-Haenszel Statics for 2x2xK Tables. *SPSS Keywords*, 43.
- Opetushallitus (n.d.). Säännellyt ammatit Suomessa. Noudettu 10.11.2021 osoitteesta <https://www.oph.fi/fi/palvelut/saannelyt-ammattit-suomessa>
- Orbis (n.d.). Orbis Database [Rajattu pääsy]. Noudettu 8.9.2021 osoitteesta <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/data/international/orbis>
- Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624. Finlex.* Noudettu 15.9.2021 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>
- Osuuskuntalaki 14.6.2013/421. Finlex.* Noudettu 20.10.2021 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2013/20130421>
- PwC (2018). Global Economic Crime and Fraud Survey 2018. PwC. Noudettu 24.10.2021 osoitteesta <https://www.pwc.com/gx/en/news-room/docs/pwc-global-economic-crime-survey-report.pdf>
- Pönkä, Ville (2011). Johdatus Osakeyhtiöoikeuteen. Unigrafia Oy.
- Pörssisäätiö (2016). Pörssilistautujan käsikirja. Pörssisäätiö ry. Noudettu 26.2.2022 osoitteesta https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan_kasikirja_2016_final_web.pdf
- Raiborn, C., Butler, J. B., Martin, K. & Pizzini, M. (2017). The Internal Audit Function: A Prerequisite for Good Governance. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 28(2), 10–21. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22246>
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout ratios. *The Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>
- Rönkkö, J., Paananen, M. & Vakkuri, J. (2017). Exploring the determinants of internal audit: Evidence from Ownership Structure. *International Journal of Auditing*, 22(1), 1–15. <http://dx.doi.org/10.1111/ijau.12102>
- Sarens, G. & Abdolmohammadi, M. (2010). Monitoring Effects of the Internal Audit Function: Agency Theory Versus Other Explanatory Variables. *International Journal of Auditing*, 15(1), 1–20. <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2010.00419.x>
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94, 461–88. <https://doi.org/10.1086/261385>

- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1994). Politicians and Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995–1025. <https://doi.org/10.2307/2118354>
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Singal, M. & Singal, V. (2011). Concentrated Ownership and Firm Performance: Does family control matter? *Strategic Entrepreneurship Journal*, 5(4), 373–396. <https://doi.org/10.1002/sej.119>
- Sisäiset tarkastajat ry. (2016). Sisäisen tarkastuksen kansainväliset ammattistandardit. Sisäiset tarkastajat ry. Noudettu 26.2.2022 osoitteesta https://theiia.fi/wp-content/uploads/2016/12/standards_2017_fi.pdf
- Sisäiset tarkastajat ry (2007). Sisäisen tarkastuksen kansainvälinen ammatillinen ohjeistus – Ammattistandardit, eettiset säännöt, käytännön ohjeet. Saarijärven Offset.
- Solidium Oyj. (2019). *Vuosikertomus 2019*. Solidium Oyj. <https://www.e-julkaisu.fi/solidium/vuosikertomus-2019/mobile.html>
- Tian, L. & Estrin, S. (2008). Retained State Shareholding in Chinese PLCs: Does Government Ownership Always Reduce Corporate Value? *Journal of Comparative Economics*, 36(1), 74–89. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jce.2007.10.003>
- Tihanyi, L. and Hegarty, W. H. (2007). Political Interests and the Emergence of Commercial Banking in Transition Economies. *Journal of Management Studies*, 44(5), 788–813. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00707.x>
- University of California. (n.d.) Advanced Research Computing. Statistical Methods and Data Analytics. Noudettu osoitteesta <https://stats.oarc.ucla.edu/other/mult-pkg/faq/general/faq-what-are-pseudo-r-squareds/>
- Vakuutusyhtiölaki* 18.7.2008/521. *Finlex*. Noudettu osoitteesta <https://finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2008/20080521>
- Valtioneuvoston kanslia. (2020). *Valtion omistajapolitiikkaa koskeva periaatepäätös*. Noudettu 15.5.2020 osoitteesta <https://valtioneuvosto.fi/paatokset/paatos?decisionId=0900908f80699a87>
- Valtioneuvoston kanslia. (2019). Omistajapolitiikka. Noudettu 12.9.2019 osoitteesta <http://vnk.fi/omistajaohjaus/omistajapolitiikka>.

Valtioneuvoston kanslia. (n.d.). Valtion omistuksen arvo ja avainluvut. Noudettu 30.7.2019 osoitteesta <http://vnk.fi/omistajaohjaus/omistuksen-arvo>

Valtiovarainministeriön asetus tiedonantovelvollisuudesta 20.12.2012/1020. Finlex. Noudettu 10.10.2019 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20121020>

Vihn Vo, X. (2017). Do Foreign Investors Improve Stock Price Informativeness in Emerging Equity Markets? Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 42, 986–991. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.032>

Wilcox, R. R. (2017). *Introduction to Robust Estimation and Hypothesis Testing*. Fourth Edition. Elsevier Academic Press.