

15

Hallituksen valvontavoima suomalaisissa pörssiyhtiöissä

Empiirinen tutkimus valtio-omisteisten ja yksityisesti omistettujen yhtiöiden eroista

Jari Kankaanpää

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan suomalaisten pörssiyhtiöiden hallitusten hyvän hallintotavan mukaista valvontavoimaa. Tavoitteena on hahmottaa tyypillisimpiä hallituksen valvontavoiman osatekijöitä ja niiden esiintymistä yksityisesti omistetuissa ja valtio-omisteisissa pörssiyhtiöissä. Tilastollisin menetelmin ja 1 562 yrityksen aineistolla saadaan tukea hypoteesille, että valtio-omisteisten pörssiyhtiöiden hallitusten valvontavoima on yksityisesti omistettuja yhtiöitä korkeampi. Tulos antaa viitteitä siitä, että valtio-omistaja panostaa yhtiöittensä valvontaan voimakkaasti. Toisaalta tulosta voidaan tulkita myös niin, että yksityisesti omistetuilla yrityksillä on enemmän muita valvontamekanismeja, jotka vähentävät hallituksen suorittaman valvonnan tarvetta.

Avainsanat: hyvä hallintotapa, pörssiyhtiöt, valtio-omisteiset yhtiöt, hallitus, valvonta

Johdanto

Valtion yhtiöomistuksella on Suomessa pitkät perinteet. Valtio-omisteisten yhtiöiden rooli Suomen teollistamisessa ja kansantalouden kehittämisessä on ollut merkittävä, sillä investointien vaatimaa yksityistä pääomaa ei ole aina ollut riittävästi tarjolla (Kankaanpää, Oulasvirta & Wacker 2014). Yhtiöomistustensa kautta valtio on myös harjoittanut viranomaistoimintoja, turvannut Suomen energiahuoltoa sekä edistänyt mm. metsäteollisuutta ja luonnonvarojen käyttöä.

Nykyisin Suomen valtion omistajuus voi perustua erityistehtävään, luonnolliseen monopoliin, strategiseen intressiin tai puhtaaseen finanssi-intressiin (Valtioneuvoston kanslia 2020). Valtion omistusosuudet vaihtelevat täysin omistetuista yhtiöistä alle 10 prosentin vähemmistöosuuksiin. Lisäksi osa yhtiöstä on sellaisia, että niiden osakkeet on listattu arvopaperipörssiin. Valtiolla on suoria pörssiomistuksia yhteensä neljässä yhtiössä, joista kolmessa valtio-omistuksella on myös strateginen intressi. Lisäksi Helsingin pörssissä on kaksitoista sellaista yhtiötä, joissa valtiolla on vähemmistöomistuksia sijoitusyhtiö Solidiumin kautta. Valtion pörssiomistusten arvo vuoden 2021 lopussa oli kaikkiaan 36,7 miljardia euroa, joten kyseessä on tärkeä osa kansallisvarallisuuttamme (Valtioneuvosto 2022).

Tämän tutkimuksen tavoitteena on analysoida pörssiyhtiöiden hallitusten hyvän hallintotavan mukaista valvontavoimaa. Pyrkimyksenä on hahmottaa tyypillisimpiä osatekijöitä, joista yrityksen hyvän hallintotavan mukainen hallituksen valvontavoima katsotaan muodostuvan. Erityinen mielenkiinto kohdistuu siihen, onko valtio-omisteisten pörssiyhtiöiden hallitusten valvontavoima yksityisesti omistettuja yhtiöitä korkeampi. Lisäksi pohditaan sitä, mitkä seikat saattavat vaikuttaa hallitusten valvontavoiman määrään erityisesti valtio-omisteisissa pörssiyhtiöissä.

Tutkimuksen teoreettinen tausta pohjautuu agenttiteorian kuvaamiin epäsymmetrisesti jakautuneen tiedon ongelmiin (Jensen & Meckling 1976; Shleifer & Vishny 1997). Agenttiteoreettisesta näkökulmasta katsoen yrityksen hallitusta pidetään yhtenä tärkeimmistä yrityksen sisäisen valvonnan mekanismeista (Fama & Jensen 1983; Healey & Palepu 2001; Armstrong, Guay & Weber 2010). Hallituksen valvontatehtävän menestyksekkään hoitamisen kannalta on keskeistä, että valvoja (yrityksen hallitus) on päätöksenteossaan itsenäinen ja riippumaton valvonnan kohteesta (toimiva jotto). Laadukkaan hallintomallin piirteisiin kuuluu myös, että se turvaa vähemmistöomistajien oikeudet suurien omistajien vallankäyttöä vastaan (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer 2000).

Tässä tutkimuksessa yrityksen hallituksen valvontavoimaa kuvataan kuudesta yksittäisestä muuttujasta laaditun yhdistelmämuuttujan avulla. Yhdistelmämuuttujan tekijät ovat hallituksen jäsenten riippumattomuus yhtiöstä ja merkittävistä omistajista, tarkastus- ja nimitysvaliokunnan olemassaolo, hallituksen kokoustimistiheys

sekä se, onko yhtiön toimitusjohtaja hallituksen jäsen (Garcia Lara, Garcia Osma & Penalva 2007). Nämä osatekijät ovat eräitä kaikkein tyypillisimpiä kansainvälisissä tutkimuksissa käytettyjä hyvän hallintotavan laatua kuvaavia mittareita (Beekes, Pope, Young 2004; Ahmed & Duellman 2007; Armstrong, Guay & Weber 2010) ja ne on sisällytetty myös pörssiyrityiden hallintokoodiin (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020).

Tutkimuksen empiirisessä aineistossa on 1 562 yritysvoosihavaintoa suomalaisista pörssiyrityöistä vuosilta 2004–2020. Näistä yritysvoosihavainnoista 1 382 on yksityisesti omistetuista yhtiöistä ja vastaavasti 180 valtio-omisteisista yhtiöistä. Valtion omistusosuudet vaihtelevat välillä 3,7–59,2 prosenttia. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että valtio-omisteisten yhtiöiden hallitusten valvontavoima on yksityisesti omistettuja yhtiöitä korkeampi. Tulokset antavat viitteitä siitä, että yksityisesti omistetut yhtiöt saattavat käyttää enemmän muita hyvän hallintotavan keinoja (kuten palkitsemista) tai vaihtoehtoisia valvontamekanismeja (kuten lainanantajien erityisehdot) jotka saattavat korvata hallituksen suorittamaa valvontaa.

Toisaalta valtio-omisteiset yhtiöt ovat tärkeä osa kansallisvarallisuuttamme ja myös tiedotusvälineet seuraavat näitä yhtiötä tarkkaan. Tästä näkökulmasta katsoen on ymmärrettävää, että valtio-omistaja haluaa panostaa yhtiöittensä valvontaan aivan erityisesti. Tällöin saattaa riskinä kuitenkin olla se, että valvonta ylittää optimaalisen määrän ja päällekkäiset valvontamekanismit kuluttavat tarpeettomasti yrityksen resursseja.

Teoreettinen tausta

Yrityksen hyvä hallintotapa

Yrityksen hyvä hallintotapa (*corporate governance*) tarkoittaa yrityksen ohjaus- ja hallinnointijärjestelmää, jonka avulla määritellään yrityksen toimielinten tehtävänjako sekä turvataan osakkeenomistajien ja yrityksen luotonantajien oikeudet (Shleifer & Vishny 1997; Tricker 2015). Määritelmä pohjautuu agenttiteorian kuvaamiin päämiehen ja agentin sopimussuhteessa ilmeneviin ongelmiin, jotka johtuvat epäsymmetrisestä informaatiosta sopimusosapuolten välillä. Nämä ongelmat ilmenevät moraalikatona ja haitallisena valikoitumisena (Jensen Meckling 1976; Eisenhardt 1989). Moraalikatdon vallitessa agentin toimet eivät ole päämiehen havaittavissa tai toimilla on sopimusosapuolille erilainen merkitys. Haitallinen valikoituminen liittyy puolestaan agentin informaation piilotteluun.

Yrityksen hyvän hallintotavan periaatteiden tarkoituksena on lieventää epäsymmetrisen informaation aiheuttamia ongelmia, mutta näiden periaatteiden implementoinnissa on kansainvälisiä eroja (Weimer & Pape 1999; Leuz, Nandab & Wysocki 2003). Erot juontuvat mm. rahoitus- ja lakijärjestelmien erilaisuudesta ja yritysten erilaisista omistusrakenteista (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny 1998). Suomi kuuluu pohjoismaiseen hyvän hallintotavan järjestelmään, joka koostuu muun muassa lainsäädännöstä, viranomaisten ohjeista ja yritysten itsesääntelystä (Liljeblom & Löflund 2006). Keskeisimmät pörssiyrityitä velvoittavat säädökset ovat osakeyhtiölaki (21.7.2006/624, OYL), arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746, AML), tilintarkastuslaki (18.9.2015/1141, TTL), kirjanpitolaki (30.12.1997/1336, KPL) ja pörssin säännöt. Lisäksi finanssivalvonta suorittaa pörssiyrityöiden laillisuusvalvontaa ja antaa hyvään hallintotapaan liittyvää ohjeistusta. Lisäksi pörssiyrityöiden hyvän hallintotavan käytänteitä ohjeistetaan myös hyvän hallintotavan koodin avulla, joka korostaa erityisesti toimivasta johdosta riippumattoman hallituksen valvontaroolia (Fredriksson & Kankaanpää 2017).

Thomsenin (2016) mukaan yli 50 prosentilla suomalaisista pörssiyrityöistä on selkainen omistaja, jonka hallussa on vähintään 20 prosenttia yhtiön osakkeiden tuotamasta äänimäärästä. Näille yhtiöille on tyypillistä, että suuri omistaja on suoraan edustettuna hallituksessa. Tutkimuskirjallisuudessa tällaista määräysvaltapohjaista ratkaisua kutsutaan insider-järjestelmäksi, mikä on tyypillinen angloamerikkalaisen maailman ulkopuolella, kuten Suomessa ja muissa Pohjoismaissa (La Porta ym. 1998; Thomsen 2016). Insider-järjestelmän mukainen hallintomalli madaltaa johdon ja omistajien välistä agenttiongelmia. Toisaalta isojen omistajien tavoitteet saattavat poiketa pienomistajien tavoitteista, jolloin pienosakkaat saattavat joutua kärsimään (Villalonga & Amit 2006).

Markkinapohjaisessa, angloamerikkalaisille maille tyypillisessä outsider-järjestelmässä osakkeenomistus on puolestaan hajautunut ja yhtiökokous valitsee hallitusjäsenet hallituksen nimitysvaliokunnan ehdotuksista (Franks & Mayer 1997; Leuz ym. 2003). Hajautunut omistusrakenne voi kuitenkin johtaa siihen, että toimiva johto kontrolloi yhtiökokouksessa käsiteltäviä asioita ja myötävaikuttaa itselleen mieleisten hallitusjäsenten valintaan. Tämä on luonnollisesti ongelmallista johdon ja päämiehen välisten agenttiongelmien näkökulmasta.

Hallitus johdon valvojana

Yrityksen hallituksella on kaksoisrooli yhtäältä toimitusjohtajan neuvonantajana, mutta toisaalta myös operatiivisen johdon toiminnan valvojana (Adams & Ferreira 2007). Hyvä hallintotapa korostaa erityisesti hallituksen valvontaroolia ja hallitusjäsenten riippumattomuutta operatiivisesta johdosta. Kansainväliset tutkimustulok-

set ovat osoittaneet, että hallituksen riippumattomuus hillitsee agenttikustannuksia muun muassa laadukkaamman laskentainformaation kautta (Dechow, Sloan & Sweeney 1996; Klein 2002; Peasnel, Pope & Young 2005).

Hyvän hallintotavan näkökulmasta yksi tärkeimmistä säädöksistä on osakeyhtiölaki, joka sisältää keskeiset osakeyhtiön hallinnossa sovellettavat yhtiöoikeudelliset periaatteet (Liljeblom & Löflund 2006). Osakeyhtiölaissa säädetään myös yhtiön keskeisten toimielinten, kuten toimitusjohtajan, hallituksen ja yhtiökokouksen tehtävänjaosta. Yhtiön päivittäinen johtaminen kuuluu toimitusjohtajalle ja muulle operatiiviselle johdolle. Yhtiön hallituksen tehtävänä on puolestaan haastaa ja arvioida strategiaa ja valvoa toimitusjohtajaa. Omistajan tahto ja näkemys kanavoituvat yrityksen hallitustyön kautta. Tämä tarkoittaa, että omistajilla ei ole oikeutta puuttua yhtiön päivittäiseen johtamiseen ohi yhtiön hallituksen (Tricker 2015).

Osakeyhtiölaista ja muusta lainsäädännöstä tulevia velvoitteita täydennetään pörssi-yhtiöitä koskevan hallinnointikoodin avulla (Liljeblom & Löflund 2006). Hallinnointikoodin avulla voidaan myös ylläpitää ja kehittää suomalaisten pörssi-yhtiöiden hallinnointikäytäntöjen korkeaa kansainvälistä tasoa (OECD 2015). Koodi on laadittu muotoon noudata tai selitä (*comply or explain*). Tämä tarkoittaa, että yhtiö voi poiketa koodin yksittäisestä suosituksesta, mutta sen on esitettävä tekemälleen poikkeamalle perusteltu syy (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020).

Pörssi-yhtiöiden hallintokoodin (2020) suosituksissa korostetaan hallitusjäsenien riippumattomuuden merkitystä. Koodissa todetaan, että hallituksen jäsenien enemmistön on oltava riippumattomia yhtiöstä. Lisäksi vähintään kahden yhtiöstä riippumattoman jäsenen on oltava riippumattomia myös merkittävistä osakkeenomistajista. Yhtiöstä riippumattomien jäsenien katsotaan suojaavan omistajien oikeuksia ja siten vähentävän johdon ja osakkeenomistajien välistä agenttiongelmia. Riippumattomuus merkittävästä osakkeenomistajasta on puolestaan säädetty suojaamaan erityisesti vähemmistöomistajien oikeuksia (Lekvall 2014). Lisäksi koodissa todetaan, että toimitusjohtajaa ei tule valita hallituksen puheenjohtajaksi.

Yhtiön hallitus voi tehostaa työskentelyään muodostamalla jäsenistään valiokuntia (Fredriksson & Kankaanpää 2017). Taloudellisen raportoinnin seurannan ja valvonnan tehostamiseksi yhtiön hallitus voi perustaa jäsenistään erillisen tarkastusvaliokunnan. Tyypillisiä tarkastusvaliokunnan tehtäviä ovat mm. PIE¹-yhteisöjen raportointijärjestelmiin ja tilintarkastuksen valvontaan liittyvät erityistehtävät (OYL 6:16a §). Mikäli yhtiössä ei ole tarkastusvaliokuntaa, sen tehtäviä hoitaa hallitus kokonaisuudessaan tai vaihtoehtoisesti jokin muu hallituksen valiokunta.

Tarkastusvaliokunnan lisäksi koodissa on suositukset nimitysvaliokunnasta ja sille vaihtoehtoisesta nimitystoimikunnasta, jotka voidaan perustaa tehostamaan hallitusjäsenien valintaprosessia. Nimitysvaliokunta koostuu hallituksen jäsenistä, joista

¹ PIE-yhteisöllä tarkoitetaan yleisen edun kannalta merkittävää yhteisöä (*Public Interest Entity*).

enemmistön on oltava yhtiöstä riippumattomia. Lisäksi on erikseen säädetty siitä, että yhtiön toimitusjohtaja tai yhtiön muuhun johtoon kuuluva henkilö ei saa olla nimitysvaliokunnan jäsen. Vaihtoehtoisesti yhtiölle voidaan perustaa nimitystoimikunta, jonka kokoonpanoon voi kuulua myös muita, kuin hallituksen jäseniä. Tällaisia voivat olla esimerkiksi suurimmat osakkeenomistajat tai heidän nimeämänsä edustajat².

Hypoteesin kehittäminen

Omistajien näkökulmasta on perusteltua, että yritykselle valitaan kuhunkin tilanteeseen parhaiten sopiva valvontamekanismit (Simunic 1980, Wallace 1984, Hay, Knechel & Ling 2008). Tutkimuskirjallisuudessa yritysten valvontamekanismeja on tarkasteltu toisiaan korvaavina (substituutteina), mutta myös toisiaan täydentävinä (komplementteina). Substituuttinäkökulmasta katsottuna vahva panostus yhteen valvontamekanismiin mahdollista keveämmän panostuksen muihin valvontamekanismeihin (Weik, Eierle & Ojala 2018). Vastaavasti komplementtinäkökulmasta tarkasteltuna vahva panostus yhteen valvontamekanismiin, heijastuu vahvana panostuksena myös muihin valvontamekanismeihin.

Valtio-omisteisiin pörssiyrityksiin kohdistuu samat hyvän hallintotavan säädökset ja valvonnan mekanismit, kuin yksityisesti omistettuihin yhtiöihin. Tämän lisäksi valtio-omisteisiin yhtiöihin kohdistuu myös perustuslain mukaista parlamentaarista valvontaa, joka kuuluu eduskunnalle (Kankaanpää ym. 2014). Valtio-omisteisiin yhtiöihin kohdistuu muutoinkin paljon huomiota ja mm. tiedotusvälineet seuraavat näitä yhtiötä ja niiden tekemiä hallitusjäsenien valintoja hyvin tarkasti. Tämä saattaa johtaa siihen, että valtio-omistaja haluaa panostaa hyvän hallintotavan noudattamiseen ja yhtiöiden valvontaan enemmän, kuin pörssiyritykset keskimäärin. Osana valvonnan kokonaisuutta valtio-omisteiset pörssiyritykset hallitukset koostuvat lähes yksinomaan riippumattomista jäsenistä, jotka ymmärtävät valtio-omisteisiin yhtiöihin kohdistuvat erityisen mielenkiinnon ja julkisuuspaineen. Riippumattomat hallitusjäsenet haluavat varjella myös omaa mainettaan ja siksi myötävaikuttavat yhtiöiden hyvän hallintotavan periaatteiden esimerkilliseen noudattamiseen.

Yksi hallituksen suorittamalle valvonnalle vaihtoehtoinen valvonnan mekanismi liittyy pankkien luottopäätöksissä käyttämiin erikoisehtoihin, eli kovenantteihin. Kovenantit muodostavat tehokkaan valvontamekanismin, jonka avulla voidaan mahdollisesti korvata muuta valvontaa (Weik ym. 2018). Valtio-omisteiset yhtiöt nauttivat (vähintään implisiittisesti) valtio-omistajan lainantakausta, mikä vähentää näiden yhtiöiden velan erityisehtojen käytön tarvetta (DeWenter & Malatesta 2001). Voidaan

² PWC:n keväällä 2019 tekemän tutkimuksen mukaan nimitystoimikuntia käytti 46 suomalaisesta pörssiyritystä, eli n. 35 % kaikista yhtiöistä.

olettaa, että pankkien luottopäätöksiin liitettävät erityisehdot ovat tyypillisempi valvontamekanismi yksityisesti omistetuille yhtiöille, kuin valtio-omisteisille. Tämä voi pienentää yksityisesti omistettujen yhtiöiden hallitukseen kohdistuvaa valvontapainetta suhteessa valtio-omisteisiin yhtiöihin. Tämä voi heijastua eroina yksityisesti omistettujen ja valtio-omisteisten yhtiöiden hyvän hallintotavan käytänteissä. Edellä esitettyyn perustuen asetetaan seuraava hypoteesi:

Valtio-omisteisissa yhtiöissä hallitusten valvontavoima on korkeampi kuin yksityisesti omistetuissa yhtiöissä.

Malli

Hallituksen valvontavoiman mittaaminen

Hallituksen valvontavoimaa kuvataan yhdistelmämuuttujan (VALVONTA) avulla. Yhdistelmämuuttuja muodostetaan Garcia Laran ym. (2007) tutkimusta mukaillen kuuden yksittäisen hallitusta kuvaavan muuttujan standardoitujen lukuarvojen keskiarvona. Standardoinnin myötä yksittäisten muuttujien mittayksiköiden vaikutus katoaa.

Yksittäisten muuttujien arvot perustuvat yritysten itse raportoimiin tietoihin, jotka on koottu Thomson Reuters-tietokannasta, vuosikertomuksista ja yhtiöiden julkaisemista hyvän hallintotavan suosituksista. Kaikki yhdistelmämuuttujan osatekijät ovat sellaisia, joista säädetään myös pörssi-yhtiöiden hyvän hallintotavan koodissa (Arvopaperimarkkinayhdistys 2020). Yhdistelmämuuttuja muodostetaan seuraavien yksittäisten muuttujien avulla:

- 1) *Yhtiöstä riippumattomien hallitusjäsenten suhteellinen osuus.* Yhtiöstä riippumattomien jäsenten katsotaan suojaavan omistajien oikeuksia ja siten vähentävän johdon ja osakkeenomistajien välistä agenttiongelmaa (Brown, Beekes & Verhoeven 2011). Yrityksestä riippumattomia (*non-executive*) hallitusjäseniä ovat tyypillisesti mm. suurten omistajien edustajat ja hallituksen riippumattomat (*independent*) jäsenet. Mitä suurempi osuus yrityksen hallitusjäsenistä on yhtiöstä riippumattomia, sitä parempi on hallituksen valvontavoima.
- 2) *Yhtiöstä ja merkittävistä osakkeenomistajista riippumattomien hallitusjäsenten suhteellinen osuus.* Riippumattomuus merkittävästä osakkeenomistajasta on säädetty suojaamaan erityisesti vähemmistöomistajien oikeuksia (Lekvall 2014). Mitä suurempi osuus yrityksen hallitusjäsenistä on yhtiöstä ja merkittävistä osakkeenomistajista riippumattomia, sitä parempi on myös hallituksen valvontavoima.

- 3) *Toimitusjohtajan hallitusjäsenyys.* Agenttiteoreettisesta näkökulmasta katsoen on selvää, että toimitusjohtajan ei ole tarkoituksenmaista toimia itseään valvovan toimielimen jäsenenä (Ruohonen, Salminen & Vahtera 2022). Mikäli toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan tehtävissä toimii eri henkilö, se on omiaan lisäämään hallituksen päätöksenteon itsenäisyyttä. Mikäli toimitusjohtaja ei kuulu yhtiön hallitukseen, hallituksen valvontavoima on parempi kuin toimitusjohtajan ollessa hallituksen jäsen.
- 4) *Hallituksen kokoustamistiheys.* Tutkimustulokset ovat osoittaneet, että hallituksen kokoustamistiheyden ja hallituksen harjoittaman valvonnan tehokkuuden välillä on positiivinen yhteys (Vafeas 1999; Xie, Davidson & DaDalt 2003). Mitä enemmän hallituksella on tilikauden aikana kokouksia, sitä parempi on hallituksen valvontavoima.
- 5) *Tarkastusvaliokunnan olemassaolo.* Erillisen tarkastusvaliokunnan olemassaolo tehostaa riippumattomien hallitusjäsenten suorittamaa johdon valvontaa ja lisää raportoinnin läpinäkyvyyttä (Klein 2002). Mikäli yrityksellä on tarkastusvaliokunta, sen valvontavoima on parempi kuin niillä yrityksillä, joilla tarkastusvaliokuntaa ei ole.
- 6) *Nimitysvaliokunnan/-toimikunnan olemassaolo.* Nimitysvaliokunnat tehostavat ammattitaitoisten riippumattomien hallitusjäsenten rekrytointiprosessia (Ruigrok, Peck, Tacheva, Greve & Hu 2006; Garcia Osma & Gill de Albornoz 2007). Riippumattomat hallitusjäsenet ovat puolestaan avainroolissa informaation asymmetrian vähentämisessä, joten nimitysvaliokuntien olemassaololla vaikuttaa vähintäänkin välillisesti informaation asymmetrian madaltamiseen. Mikäli siis yrityksellä on nimitysvaliokunta/-toimikunta, sen valvontavoima on parempi kuin niillä yrityksillä, joilla nimitysvaliokuntaa/-toimikuntaa ei ole.

Tutkimuksessa käytettävä yhdistelmämuuttuja (VALVONTA) muodostetaan Garcia Lara ym. (2007) tavoin kuuden hallituksen valvontaa kuvaavan muuttujan (i-vi) standardoitujen arvojen keskiarvona. Standardoinnin avulla yhdistelmämuuttujan laskennassa käytettävät eri asteikolliset muuttujat saadaan yhteismitallisiksi. Mitä korkeampia arvoja yhdistelmämuuttuja saa, sitä vahvempi on hallituksen valvontavoima ja päinvastoin.

Kontrollimuuttujat

Yritysten hallituskokoonpanojen uskotaan syntyvän endogeenisesti ja tiettyyn hallinnolliseen tarpeeseen (Adams, Hermalin & Weisbach 2010; Wintoki, Linck & Netter 2012). Vaikka hallituksen kokoonpano vaikuttaisi hyvän hallintotavan näkökulmasta heikolta, se saattaa kuitenkin olla oikea valinta yrityksen sen hetkiseen tilanteeseen. Erilaiset yhtiöt kohtaavat erilaisia ongelmia ja hallitusten kokoonpanot ovat strategisia valintoja näihin ongelmiin. Siksi se, mikä toimii yhdessä yhtiössä, ei välttämättä

ole oikea ratkaisu toisessa. Jotta endogeeniset tekijät saataisiin kontrolloitua, malliin lisätään seuraavat kontrollimuuttujat:

- 1) *Yrityksen koko*. Yrityskoon kasvaessa yrityksen rakenteen yleensä monimutkaistuvat, minkä johdosta myös hyvän hallintotavan tärkeys korostuu (Demsetz & Lehn 1985). Näin ollen hyvän hallintotavan laadun ja yrityskoon suhteen uskotaan olevan positiivinen. Tässä tutkimuksessa yrityksen koon (KOKO) mittarina käytetään tilikauden päätöspäivän mukaisen osakepääoman logaritmoitua markkina-arvoa.
- 2) *Kasvumahdollisuudet*. Kasvuyhtiöiden osalta hallintotavan täytyy olla joustava ja antaa tarvittaessa tilaa yrittäjän ja/tai muun toimivan johdon päätöksenteolle (Lehn, Patro & Zhao 2009). Yritysten kasvuodotuksia mitataan price-to-book (PTB) suhdeluvun avulla, joka lasketaan suhteuttamalla tilikauden viimeisen päivän osakepääoman markkina-arvo osakepääoman kirja-arvoon. Hyvän hallintotavan ja kasvumahdollisuuksia mittaavan tunnusluvun (PTB) suhteen oletetaan olevan negatiivinen.
- 3) *Kannattavuus*. Hermalin & Weisbach (1998) raportoivat, että heikon kannattavuuden myötä hallituksen riippumattomuutta pyritään lisäämään. Bhagat & Bolton (2008) kuitenkin huomauttavat, että hallituksen riippumattomuuden lisääminen ei sinällään ole keino lisätä yrityksen kannattavuutta vaan se on ennen kaikkea keino tehostaa toimivan johdon valvontaa. Tässä tutkimuksessa yrityksen kannattavuutta mitataan tilinpäätöspäivän oman pääoman tuotto-prosentin (ROE) avulla. Garcia Lara ym. (2007) tavoin oman pääoman tuotto-prosentin ja hyvän hallintotavan suhteen oletetaan olevan negatiivinen.
- 4) *Velkaisuus*. Vieraan pääoman ehtoiset rahoittajat haluavat turvata saatavansa ja siksi tehostavat osaltaan yrityksen valvontaa ja hyvää hallintotapaa (Weik ym. 2018). Yrityksen velkaisuutta mitataan tässä tutkimuksessa tilinpäätöspäivän velkaantumisasteen (DTA) avulla. Velkaantumisasteen ja hyvän hallintotavan suhteen odotetaan olevan positiivinen.

Kun huomioidaan valtio-omistajuutta kuvaavan muuttujan (VALTIO) lisäksi edellä kuvat yrityksen koon (KOKO), kasvumahdollisuuksien (PTB), kannattavuuden (ROE) ja velkaisuuden (DTA) kontrollimuuttujat, hallituksen valvontavoimaa (VALVONTA) selittävä malli voidaan kirjoittaa seuraavasti:

$$\begin{aligned}
 VALVONTA_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 VALTIO_{i,t} + \beta_2 KOKO_{i,t} + \beta_3 PTB_{i,t} \\
 & + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 DTA_{i,t} + \sum \alpha_t + \sum \gamma_i + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Malliin on myös lisätty aika (α_t) ja toimialatekijät (γ_i) sekä mallin selittämätöntä osaa kuvaava virhetermi ($\varepsilon_{i,t}$).

Aineisto

Aineiston muodostaminen

Tutkimuksessa tarvittavat aineisto haettu Thomson Reuters tietokannasta. Lisäksi aineistoa on kerätty myös suoraan yritysten vuosikertomuksista sekä yritysten verkkosivuillaan julkaisemista hyvän hallintotavan selvityksistä. Tutkimusotoksen muodostamista on kuvattu taulukossa 1. Taulukon sarakkeesta (1) ilmenee, että tutkimuksessa tarvittavat tilinpäätös- ja markkinatiedot saatiin 1 954:sta yritysvuosihavainnosta. Normaalin käytännön mukaisesti (ks. esim. Van Tendeloo & Vanstraelen 2008) aineistosta poistettiin rahoitus- toimialan havainnot (266 kpl), sillä niiden tilinpäätösraportointi poikkeaa olennaisesti muiden toimialojen yhtiöistä. Lisäksi aineistosta karsittiin sellaiset havainnot (126 kpl), joista ei löytynyt kaikkia tutkimuksessa tarvittavia hyvän hallintotavan tietoja.

Lopullisen tutkimusaineiston kooksi muodostui 1 562 yritysvuosihavaintoa, joista 1 382 oli yksityisesti omistetuista yhtiöstä ja valtio-omisteisista 180. Näin ollen valtio-omisteisten yritysten suhteellinen osuus koko aineistosta on 11,5 prosenttia. Yritysvuosihavaintojen määrä vaihteli vuosittain ja eniten havaintoja (101 kpl) oli vuosilta 2018 ja 2020. Vastaavasti vuodelta 2004 yritysvuosihavaintoja oli vähintään (57 kpl). Vuoden 2004 keskimääräistä matalampaa yritysvuosihavaintomäärää selittää se, että Suomen ensimmäinen kansainvälisen tason hyvän hallintotavan koodi tuli voimaan 1.7.2004. Yhtiöt eivät kuitenkaan olleet velvollisia noudattamaan koodia heti, vaan vasta koodin voimaantulopäivää seuraavasta yhtiökokouksesta lukien. Koodin implementointi käytäntöön siirtyi monilla yhtiöillä vuoteen 2005 ja osalla tätäkin myöhäisempään ajankohtaan. Valtio-omisteisten yhtiöiden suhteellinen osuus vuotuisista havainnoista vaihteli välillä 8,9 prosenttia (2007) – 15,0 prosenttia (2019).

Jari Kankaanpää

Taulukko 1. Otoksen muodostuminen

	(1) Tarvittavat tilinpäätös- ja markkinatiedot	(2) Rahoitusalan yritykset	(3) Hallintotavan tietoja puuttuu	(4) Havainnot yhteensä	(5) Valtio-omisteiset
2004	101	-19	-25	57	7 (12.3%)
2005	112	-18	-20	74	7 (9.5%)
2006	117	-18	-13	86	9 (10.5%)
2007	117	-14	-12	91	8 (8.8%)
2008	117	-14	-10	93	9 (9.7%)
2009	117	-15	-6	96	9 (9.4%)
2010	115	-14	-3	98	10 (10.2%)
2011	113	-14	-3	96	11 (10.5%)
2012	113	-14	-6	93	11 (11.8%)
2013	110	-15	-5	90	11 (12.2%)
2014	111	-14	-3	94	11 (11.7%)
2015	115	-15	-3	97	11 (11.3%)
2016	117	-16	-3	98	11 (11.2%)
2017	116	-14	-5	97	12 (12.4%)
2018	123	-17	-5	101	14 (13.9%)
2019	120	-17	-3	100	15 (15.0%)
2020	120	-18	-1	101	14 (13.9%)
YHT.	1 954	-266	-126	1 562	180 (11.5%)

Taulukko 2. Malleissa käytetyt muuttujat

Muuttuja	Kuvaus
VALVONTA	Yrityksen hallituksen valvontamekanismien voimakkuutta kuvaava muuttuja, joka lasketaan hallituksen valvontaa kuvaavien kuuden yksittäisen muuttujan standardoitujen arvojen keskiarvona.
VALTIO	Luokkamuuttuja, joka saa arvon 1, mikäli valtio omistaa kyseisen yrityksen osakkeita ja muutoin 0.
KOKO	Yrityskoon muuttuja, joka lasketaan osakkeiden markkina-arvon luonnollisena logaritmina.
PTB	Yrityksen kasvumahdollisuuksia kuvaava muuttuja, joka lasketaan jakamalla osakkeen markkina-arvo (P) osakkeen kirja-arvolla (B).
ROE-%	Oman pääoman tuottoprosentti, joka lasketaan jakamalla tilikauden tulos oman pääoman määrällä.
DTA	Velkaantumisaste, joka lasketaan jakamalla taseen vieraan pääoman määrä (D) taseen loppusummalla (A).

Muuttujien jakaumat ja korrelaatiot

Taulukossa 3 esitetään mallin testaamisessa käytettyjen muuttujien jakaumien keskiarvo, keskihajonta, mediaani sekä minimi ja maksimiarvot. Sarakkeessa (i) esitetään ensin koko otoksen jakaumat ja sitten erikseen valtio-omisteiset (ii) ja yksityisesti omistetut yhtiöt (iii). Lopuksi sarakkeessa (iv) esitetään edellä mainittujen kahden ryhmän (valtio-omisteiset verrattuna yksityisesti omistettuihin) keskiarvojen t-testiin perustuvan erotuksen tilastollinen merkitsevyys.

Taulukko 3. Muuttujien jakaumat

		Kaikki yhtiöt (i)	Valtio- omisteiset (ii)	Yksityisesti omistetut (iii)	Erotuksen (2) - (3) p-arvo (iv)
VALVONTA	Keskiarvo	0.000	0.478	-0.063	< 0.001**
	Hajonta	0.561	0.197	0.563	
	Mediaani	0.105	0.482	0.008	
	Min	-2.694	-0.090	-2.694	
	Max	1.813	1.247	1.813	
KOKO	Keskiarvo	19.366	21.727	19.058	< 0.001**
	Hajonta	1.957	1.139	1.828	
	Mediaani	19.300	21.682	19.024	
	Min	13.751	18.193	13.751	
	Max	25.348	24.539	25.348	
PTB	Keskiarvo	2.564	1.922	2.647	< 0.001**
	Hajonta	2.395	1.229	2.496	
	Mediaani	1.900	1.605	1.980	
	Min	0.167	0.400	0.167	
	Max	27.100	7.670	27.100	
ROE	Keskiarvo	0.080	0.101	0.077	0.042*
	Hajonta	0.215	0.138	0.223	
	Mediaani	0.110	0.108	0.110	
	Min	-0.140	-0.584	-0.140	
	Max	0.866	0.385	0.866	
DTA	Keskiarvo	0.531	0.565	0.526	< 0.001**
	Hajonta	0.152	0.096	0.158	
	Mediaani	0.550	0.575	0.548	
	Min	0.003	0.241	0.003	
	Max	0.967	0.860	0.967	
N		1562 (100.0 %)	180 (11.5 %)	1382 (88.5 %)	

Merkintä * (**) tarkoittaa, että tulos on tilastollisesti merkitsevä 5 % (1 %) riskitasolla.

Taulukosta 3 voidaan havaita, että kaikki mallissa käytetyt viisi muuttujaa (hallituksen valvontavoima, yrityksen koko, kasvumahdollisuudet, kannattavuus ja velkaisuus) poikkeavat tilastollisesti merkitsevällä tavalla ryhmien välillä. Siten valtio-omisteiset yritykset ovat kooltaan suurempia (KOKO 21.727 vs. 19.058), ovat yksityisiä harvemmin kasvuyhtiöitä (PTB 1.922 vs. 2.647), ovat kannattavampia (ROE 0.101 vs. 0.077) ja käyttävät enemmän velkarahoitusta (DTA 0.565 vs. 0.526). Hypoteesin testaamisen kannalta keskeinen muuttuja (VALVONTA) on selkeästi korkeampi valtio-omisteisilla yhtiöillä (0.478) kuin yksityisesti omistetuilla yhtiöillä (-0.063). Tämä antaa alustavaa tukea tutkimuksen hypoteesille H1.

Taulukko 4. Pearsonin korrelaatiokertoimet (n=1562)

	VALVONTA	VALTIO	KOKO	PTB	ROE	DTA
VALVONTA						
VALTIO	0.308**					
KOKO	0.376**	0.436**				
PTB	0.004	-0.097**	0.126**			
ROE	-0.015	0.036	0.336**	0.206**		
DTA	0.159**	0.081**	-0.034	-0.069**	-0.250**	

Merkintä * (**) tarkoittaa, että tulos on tilastollisesti merkitsevä 5 % (1 %) riskitasolla.

Taulukossa 4 esitetään Pearsonin korrelaatiokertoimet. Siitä havaitaan, että hallituksen valvontavoima (VALVONTA) korreloi positiivisesti valtio-omisteisten (VALTIO), yrityskoon (KOKO) ja velkaisuuden (DTA) kanssa (0.308, 0.376 ja 0.159 vastaavasti). Selittävien muuttujien (VALTIO, KOKO, PTB, ROE ja DTA) keskinäiset korrelaatiot ovat alle 0.5, joten muuttujien välillä ei pitäisi olla multikollineaarisuutta. Lisäksi muuttujien väliset VIF arvot jäivät tason 1.5 alapuolelle.

Tulokset

Taulukossa 5A on esitetty hallituksen valvontavoimaa selittävän tilastollisen mallin tulokset. Malli on kokonaisuudessaan tilastollisesti merkitsevä (F-arvo 20.75) ja sen korjattu selitysaste (Adj. R²) on 0.247.

Taulukko 5A. Hypoteesin testaus, selitettävä muuttuja hallituksen valvontavoima (VALVONTA)

Muuttuja	Kerroin	p-arvo
Regressiovakio	-2.617	<0.001**
VALTIO	0.250	<0.001**
KOKO	0.108	<0.001**
PTB	-0.010	0.175
ROE	-0.153	0.055
D/A	0.556	<0.001**
2005	0.013	0.808
2006	0.060	0.239
2007	0.092	0.068
2008	0.092	0.003**
2009	0.206	<0.001**
2010	0.184	<0.001**
2011	0.240	<0.001**
2012	0.217	<0.001**
2013	0.182	<0.001**
2014	0.209	<0.001**
2015	0.283	<0.001**
2016	0.308	<0.001**
2017	0.273	<0.001**
2018	0.275	<0.001**
2019	0.294	<0.001**
2020	0.344	<0.001**
Teollisuustuotteet ja palvelut	-0.003	0.946
Kulutustavarat ja palvelut	-0.010	0.084
Päivittäistavarat	-0.020	0.715
Terveystuotteet	0.306	0.003**
Informaatioteknologia	0.167	<0.001**
Adj. R ²	0.247	
F-arvo	20.75	
p-arvo	<0.001**	

Merkintä * (**) tarkoittaa, että tulos on tilastollisesti merkitsevä 5 % (1 %) riskitasolla

Empiiriset tulokset antavat tukea tutkimushypoteesille. Tämä havaitaan siitä, että muuttuja (VALTIO) saa tilastollisesti merkitsevän regressiokertoimen (0.250). Myös hallituksen endogeeniset tekijät huomioivien muuttujien etumerkit ovat teorian oletusten mukaisia ja vastaavia kuin Garcia Lara ym. (2007) tutkimuksessa. Lisäksi yri-

tyskoon (KOKO) ja velkaisuuden (DTA) osalta etumerkit (0.108 ja 0.556 vastaavasti) ovat myös tilastollisesti merkitseviä. Saatujen tulosten perusteella voidaan todeta, että valtio-omisteisten pörssiyhtiöiden hallitusten valvontavoiman ja yksityisesti omistettujen pörssiyhtiöiden valvontavoiman välillä on tasoero. Tasoero ilmenee siten, että valtio-omisteisten yhtiöiden hallitusten osalta valvontavoima on yksityisesti omistettuja suurempi. Lisäksi yrityksen koko ja velkarahoituksen käyttö nostavat hallituksen valvontavoimaa.

Taulukko 5B. Selitettävä muuttuja hallituksen valvontavoima (VALVONTA) ja selittävinä muuttujina mallin aika toimialamuuttujat

Muuttuja	Kerroin	p-arvo
Regressiiovakio	0.067	0.243
2005	0.039	0.576
2006	0.094	0.096
2007	0.127	0.023*
2008	0.164	0.006**
2009	0.233	<0.001**
2010	0.225	<0.001**
2011	0.257	<0.001**
2012	0.252	<0.001**
2013	0.230	<0.001**
2014	0.243	0.002**
2015	0.333	<0.001**
2016	0.367	<0.001**
2017	0.333	<0.001**
2018	0.323	<0.001**
2019	0.378	<0.001**
2020	0.447	<0.001**
Teollisuustuotteet ja palvelut	-0.346	<0.001**
Kulutustavarat ja palvelut	-0.472	<0.001**
Päivittäistavarat	-0.382	<0.001**
Terveydenhuolto	-0.110	0.422
Informaatioteknologia	-0.329	<0.001**
Adj. R ²	0.086	
F-arvo	7,97	
p-arvo	<0.001**	

Merkintä * (**) tarkoittaa, että tulos on tilastollisesti merkitsevä 5 % (1 %) riskitasolla

Taulukossa 5B tilastollinen malli on estimoitu siten, että selittäjinä on pelkästään aikamuuttujat ja toimialamuuttujat. Tulokset ovat edelleen tilastollisesti merkitseviä, mutta mallin F-arvo on nyt huomattavasti matalampi (7,97) kuin ensimmäisessä tilastollisessa mallissa (20,75). Lisäksi korjattu selitysaste putoaa tasolta 0,247 tasolle 0,086. Näin ollen mallin päämuuttuja (VALTIO) sekä yrityskoko (KOKO), kasvumah-

dollisuudet (PTB), kannattavuus (ROE) ja velkaisuus (DTA) vastaavat suurimmalta osin mallin selitysvuimasta.

Pohdinta ja päätelmät

Tutkimuksessa tarkasteltiin valtio-omisteisten ja yksityisesti omistettujen pörssiyhtiöiden hallitusten valvontavoimaa. Kirjallisuuskatsauksessa tarkasteltiin valtio-omisteisten yhtiöiden hallitusvalintoja ja niiden taustalla vaikuttavia syitä eri maissa ja kulttuureissa. Tuloksista kävi ilmi, että länsimaisissa kehittyneissä talouksissa hallitusjäsenten poliittisen taustan vaikutus yrityksen toimintaan vaikuttaisi olevan pääosin neutraalia. Sen sijaan esimerkiksi aasialaisilla aineistoilla toteutetut tutkimustulokset osoittivat valtavan kulttuurieron OECD-maiden mukaiseen hallintotapaan. Kehittyvissä talouksissa yrityksen hallituksen valta on usein tosiasiallisesti poliitikoilla ja koko yrityksen olemassaolo pohjautuu poliittisten päättäjien suosioon.

Tämän tutkimuksen empiirinen aineisto koostui suomalaisista pörssiyhtiöistä. Aineistossa oli kaikkiaan 1 562 yritysvoosihavaintoa vuosilta 2004–2020. Valtio-omisteisten yhtiöiden yritysvoosihavaintoja oli aineistossa kaikkiaan 180 ja yksityisesti omistettuja 1 382.

Tutkimushypoteesi, jonka mukaan valtio-omisteisten yhtiöiden hallitusten valvontavoima on korkeampi kuin yksityisesti omistetuissa, sai empiiristä tukea. Substituuttinäkökulmasta tulos voidaan ymmärtää siten, että yksityisesti omistetuilla yrityksillä on enemmän muita valvontamekanismeja, jotka vähentävät hallituksen suorittaman valvonnan tarvetta. Tulos on linjassa Bozecin ja Dian (2007) tutkimuksen kanssa, joka käsitteli valtion yhtiöomistusta Kanadassa.

Toisaalta myös johdon palkitseminen voidaan nähdä valvonnan substituuttina. Kuten Tuominen-Thuesen ym. (2019) toteavat, valtio-omisteisissa yhtiöissä palkitsemisen on yleensä niukempaa kuin yksityisesti omistetuissa. Näin ollen valtio-omisteisten yhtiöiden on käytettävä tehokkaammin niitä hyvän hallintotavan keinoja, joita sillä on käytössään. Yksi tällainen käytettävissä oleva keino on riippumaton hallituksen valvontavoima.

Tutkimustuloksia voidaan tulkita myös komplementtisen lähestymistavan kautta. Kuten Kankaanpää ym. (2014) huomauttavat, valtio-omisteisiin yhtiöihin kohdistuu kova julkisuusvoime jo pelkästään niiden kansallisvarallisuuden kannalta keskeisen merkityksen takia. Tämä saattaa johtaa siihen, että valtio-omisteisten yhtiöiden valvontaan panostetaan mahdollisimman paljon ja monenlaisin keinoin. Voimakas panostus erilaisiin valvontakeinoihin, kuten hallituksen valvontavoimaan, on omiaan suojaamaan valtio-omisteisten yhtiöiden valvonnasta vastaavia tahoja syytöksiltä, että kansallisomaisuuden valvontaan ei ole panostettu riittävästi.

Tämän tutkimuksen tulosten perusteella vaikuttaa siltä, että Suomessa valtio-omistaja noudattaa pörssiyhtiöittensä hallituksia muodostaessaan kansainvälisiä korkeatasoisia hyvän hallintotavan periaatteita esimerkiksi. Valtio-omisteisten pörssiyhtiöiden koko ja yhteiskunnallinen merkitys huomioiden tämä on lähtökohdaisesti hyvä asia. Riskinä saattaa kuitenkin olla se, että valvonta ylittää optimaalisen tasonsa ja liiallinen määrä päällekkäistä valvontaa kuluttaa tarpeettomasti yrityksen resursseja.

Lisäksi on hyvä pitää mielessä, että vaikka valvonta on yksi tärkeimmistä yrityksen hallituksen tehtävistä, hallituksella on tärkeä rooli myös toimivan johdon sparraajana ja strategisten ratkaisujen haastajana. Riippumattomuuden lisäksi tehokas hallitustyö edellyttää jäseniltään monipuolista ja toisiaan täydentävää osaamista. Mikäli yrityksen tavoite poikkeaa osakeyhtiölain mukaisesta liiketaloudellisen voiton tuottamisesta, se saattaa asettaa myös hallitusjäsenille aivan erityisiä osaamisvaatimuksia.

Lähteet

- Adams, R., & Ferreira, D. 2007. A Theory of Friendly Boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217–250.
- Adams, R., Hermalin, B. & Weisbach, M. 2010. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58–107.
- Ahmed, A. & Duellman, S. 2007. Accounting conservatism and board of director characteristics: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2–3), 411–437.
- Armstrong, C., Guay, W., & Weber, J. 2010. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 179–234.
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2020. Hallinnointikoodi Corporate Governance 2020. Arvopaperimarkkinayhdistys ry.
- Beekes, W., Pope, P. & Young, S. 2004. The link between Earnings Timeliness, Earnings Conservatism and Board Composition: evidence from the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 12(1), 47–59.
- Bhagat, S. & Bolton, B. 2008. Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257–273.
- Bozec, R. & Dia, M. 2007. Board structure and firm technical efficiency: Evidence from Canadian state-owned enterprises. *European Journal of Operational Research*, 177(13), 1734–1750.
- Brown, P., Beekes, W., & Verhoeven, P. 2011. Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting and Finance*, 51(1), 96–172.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G. & Sweeney, A., 1996. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1–36.
- Demsetz, H. & Lehn, K. 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *The Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–1178.
- DeWenter, K. & Malatesta, P. 2001. State-Owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity. *American Economic Review*, 91(1), 320–334.
- Eisenhardt, K. M. 1989. Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Fama, E. & Jensen, M.C. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Franks, J. & Mayer, C., 1997. Corporate Ownership and Control in UK, Germany and France. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(4), 30–45.
- Fredriksson, A. & Kankaanpää, J. 2017. Voluntary Audit Committees, Network Centrality and Accrual Estimation Errors. *Nordic Journal of Business*, 66(4), 207–234.
- Garcia Lara, J.M., Garcia Osma, B., & Penalva F. 2007. Board of directors' characteristics and conditional accounting conservatism: Spanish evidence. *European Accounting Review*, 16(4), 727–755.

- Garcia Osma, B. & Gill-de-Albornoz Noguer, B. 2007. The Effect of the Board Composition and its Monitoring Committees on Earnings Management: evidence from Spain. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1413–1428.
- Hay, D., Knechel, R. & Ling, H. 2008. Evidence on the Impact of Internal Control and Corporate Governance on Audit Fees. *International Journal of Auditing*, 12(1), 9–24.
- Healey, P. & Palepu, K. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405–440.
- Hermalin, B.E. & Weisbach, M.S. 1998. Endogenously chosen boards of directors and the monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 88(1), 96–118.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(1), 305–360.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. 2000. Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22–27.
- Kankaanpää J., Oulasvirta L. & Wacker J. 2014. Steering and Monitoring Model of State-Owned Enterprises. *International Journal of Public Administration*, 37(7), 409–423.
- Klein, A. 2002. Audit committee, board director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375–400.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- Lehn, K., Patro, S. & Zhao, M. 2009. Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935–2000. *Financial Management*, 38(4), 747–780.
- Lekvall, P. (ed.). 2014. *The Nordic Corporate Governance Model*. SNS Förlag.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. 2003. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505–527.
- Liljebloom, E. & Löflund, A. 2006. Developments in corporate governance in Finland. *International Journal of Disclosure and Governance*, 3(4), 277–287.
- OECD 2015. G20/OECD Principles of Corporate Governance. OECD Publishing, Paris. Haettu 12.5.2020 osoitteesta <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- Osakeyhtiölaki 624/21.7.2006.
- Peasnell, K.V., Pope, P.F. & Young, S., 2005. Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals? *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7–8), 1311–1346.
- PricewaterhouseCoopers 2019. Selvitys nimitystoimikunnista suomalaisissa pörssiyrityksissä. PwC 2019.
- Ruigrok, W., Peck, S., Tacheva, S., Greve, P. & Hu, Y. 2006. The Determinants and Effects of Board Nomination Committees. *Journal of Management & Governance*, 10(2), 119–148.
- Ruohonen, J., Salminen, L. & Vahtera, V. 2022. Toimitusjohtajan hallitusjäsenyys kuntayhtiössä. *Edilex*, 2022/16. Edita Publishing 5.5.2022.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Simunic, D. A. 1980. The pricing of audit services: Theory and evidence. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 161–89.
- Thomsen, S. 2016. Nordic Corporate Governance Revisited. *Nordic Journal of Business*, 65(1), 4–12.
- Tricker, B. 2015. *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. Oxford University Press, 2015.

- Tuominen-Thuesen, M., Pekkala, H., Sievänen, R., Karlsson, S., Ali-Yrkkö, J., Pajarinen, M. ja Ahonen, P. 2019. Valtion omistajaohjauksen arviointi. Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 2019:54.
- Vafeas, N. 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142.
- Valtioneuvoston kanslia 2020. Vaurautta vastuullisella omistajuudella. Valtioneuvoston omistajapoliittinen periaatepäätös 8.4.2020. Valtioneuvoston kanslia.
- Valtioneuvoston kanslia 2022. Verkkosivut ks. <https://vnk.fi/omistajaohjaus/yhtiot>
- Van Tendeloo, B. & Vanstraelen, A. 2008. Earnings Management and Audit Quality in Europe: Evidence from the Private Client Segment Market, *European Accounting Review*, 17(3), 447–469.
- Villalonga, B. & Amit, R. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.
- Wallace, W. A. 1984. Internal auditors can cut outside CPA costs. *Harvard Business Review*, 62, 16–20.
- Weik, A., Eierle, B. & Ojala, H. 2018. What drives voluntary audit adoption in small German companies? *International Journal of Auditing*, 22(3), 503–521.
- Weimer, J. & Pape, J.C. 1999. A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International review*, 7(2), 152–166.
- Wintoki, M., Linck, J. & Netter, M. 2012. Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581–606.
- Xie, B., Davidson, W.N. & DaDalt, P.J. 2003. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295–316.