



Suvi Suominen

TILINTARKASTUKSEN VAIKUTUS YRITYSTEN KORKOKULUIHIN

Pro gradu -tutkielma

Laskentatoimi

Toukokuu 2022

Yksikkö Laskentatoimen yksikkö			
Tekijä Suominen Suvi		Työn valvoja Kallunki J-P., Professori	
Työn nimi Tilintarkastuksen vaikutus yritysten korkokuluihin			
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu	Aika Toukokuu 2022	Sivumäärä 63
Tiivistelmä			
<p>Tässä tutkielmassa tarkastellaan tilintarkastuksen vaikutusta yrityksen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen korkokustannuksiin. Koska lainanantajat saavat yrityksestä luotettavampaa tietoa suoritettuna tilintarkastuksen myötä, yrityksen voi olla mahdollista alentaa vieraan pääoman kustannuksiaan tilintarkastuksen avulla. Erityisesti pienille listaamattomille yrityksille tämä voikin olla syy, joka johtaa tilintarkastajan valitsemiseen. Tutkielman tarkoituksena on selvittää, vaikuttaako suomalaisyrityksen tilinpäätöstiedoille suoritettu tilintarkastus sen velkarahoituksen kustannuksiin.</p> <p>Aiemmassa kirjallisuudessa tilintarkastuksen ja korkokulujen välisestä yhteydestä on saatu ristiriitaisia tuloksia. Suurimmassa osassa aiempia tutkimuksia suoritettuna tilintarkastuksen ja yrityksen matalampien vieraan pääoman kustannusten välillä on havaittu yhteys, mutta kaikissa tutkimuksissa tätä yhteyttä ei kuitenkaan ole havaittu. Koska aihetta ei ole aiemmin tutkittu paljoa suomalaisella aineistolla, tämän tutkimuksen toteuttamiseen käytetään listaamattomien suomalaisyritysten tilinpäätöstietoja.</p> <p>Tutkimuksen toteuttamiseen tarvittavat tiedot kerättiin Voitto+ -yritystietokannasta. Käytettävä havaintoaineisto koostuu suomalaisyritysten raportoimista tilinpäätöstiedoista vuosilta 2016–2019. Tutkimusmenetelmänä toimii usean selittävän muuttujan regressioanalyysi, jonka avulla pystytään tarkastelemaan useiden eri muuttujien vaikutusta yrityksen korkotasoon.</p> <p>Tutkielmassa havaitaan tilastollisesti merkitsevä yhteys tilintarkastuksen ja matalampien vieraan pääoman korkokustannusten väliltä. Koska aiemmat tutkimustulokset aiheesta ovat ristiriitaisia, tulos tukee joidenkin tutkimusten tuloksia ja on ristiriidassa joidenkin tulosten kanssa. Tämän lisäksi havaitaan yrityksen koon, kasvun ja velkaantumisen vaikuttavat siihen, kuinka korkeaksi lainanantajat määrittelevät myöntämälleen rahoitukselle asetettavan tuottovaatimuksen. Velkaantumisen ja koon osalta saadut tulokset vastaavat kansainvälisissä tutkimuksissa saatuja tuloksia, mutta kasvun osalta tutkimustulokset ovat ristiriidassa aiempien tutkimustulosten kanssa.</p> <p>Tutkimuksesta saatavia tietoja voidaan hyödyntää yrityksissä esimerkiksi tilintarkastajan valintaan tai velkarahoituksen ottamiseen liittyvässä päätöksenteossa. Tutkimustulosten yleistettävyyden osalta on kuitenkin hyvä huomioda havaintojen pieni lukumäärä, mikä vaikuttaa siihen, missä määrin tulokset ovat yleistettävissä suurempaan populaatioon. Koska yrityksen velkaantumiseen ja kokoon liittyvät tulokset ovat samansuuntaisia kansainvälisten tutkimustulosten kanssa, näiden tekijöiden voidaan odottaa vaikuttavan myös suomalaisyritysten velkarahoituksesta aiheutuvien kustannusten suuruuteen.</p>			
Asiasanat velkarahoitus, vieras pääoma, tilinpäätöstietojen luotettavuus			
Muita tietoja			

SISÄLLYS

1	JOHDANTO	6
1.1	Tutkimuksen tausta	6
1.2	Aiempiä tutkimuksia aiheesta	8
1.3	Tutkimuksen tavoite ja rakenne	10
2	TILINTARKASTUS	12
2.1	Agenttiteoria	12
2.2	Tilintarkastuksen laatu.....	15
2.3	Sääntely	18
2.4	Vapaaehtoinen tilintarkastus	20
3	YRITYKSEN VIERAAN PÄÄOMAN KUSTANNUS	23
3.1	Pääomarakenteen teoriat.....	23
3.1.1	Modiglianin ja Millerin teoreema	24
3.1.2	Signalointiteoria.....	27
3.1.3	Pecking order -teoria.....	28
3.2	Velkarahoitus.....	29
3.3	Relationship banking	31
3.4	Tutkimushypoteesien muodostaminen.....	33
4	AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄ	35
4.1	Tutkimusaineisto	35
4.2	Regressiomallin muuttujat	36
4.3	Regressioanalyysi	39
5	TILINTARKASTUKSEN JA KORKOKULUJEN VÄLINEN YHTEYS ..	42
5.1	Regressiomallin muuttujien korrelaatiokertoimet.....	42
5.2	Tilastolliset tunnusluvut	43
5.3	Regressioanalyysin tulokset.....	45

6	YHTEENVETO	53
	LÄHTEET	58

TAULUKOT

Taulukko 1. Yritysten toimialat.....	36
Taulukko 2. Pearsonin korrelaatiokertoimet regressiomallin muuttujista.....	42
Taulukko 3. Muuttujien kuvaileva statistiikka (N=58).....	43
Taulukko 4. Regressioanalyysin tulokset.	46
Taulukko 5. Teollisuusyritysten regressioanalyysin tulokset.	50
Taulukko 6. Muiden toimialojen regressioanalyysin tulokset.....	51

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen tausta

Yritysten sidosryhmien tarve saada luotettavaa tietoa on kasvanut yritysten liiketapahtumien ja toimintaympäristön muuttua aiempaa monimutkaisemmaksi (DeFond & Zhang, 2014). Tilintarkastuksen suorittaminen on yksi tavoista, joilla yritykset voivat parantaa raportoimiensa tietojen luotettavuutta (Minnis, 2011). Koska tilinpäätöstietojen käyttäjät saavat tilintarkastuksen avulla luotettavampaa tietoa yrityksen taloudesta, tilintarkastus on tärkeä osa yritysten toiminnan valvontaa (Korkeamäki, 2017, s. 8). Yrityksen omistajien, velkojien ja johdon välisten eturistiriitojen hallitseminen onkin usein merkittävä syy siihen, miksi yrityksissä tehdään päätös tilintarkastajan valitsemisesta (Chow, 1982). Koska agenttisuhteista yritykselle aiheutuvien kustannusten suuruudessa on vaihtelua yrityksen toiminnan eri vaiheissa ja yritysten välillä, joidenkin yritysten omistajat haluavat saada muita suuremman varmuuden yritysjohtoon raportoimien tietojen oikeellisuudesta. Tämän seurauksena osa yrityksistä suorittaa muita korkealaatuisemman tilintarkastuksen. (DeAngelo, 1981.)

Erityisesti vasta vähän aikaa toimineiden yritysten on havaittu usein tarvitsevan toimintansa rahoittamiseen ulkoista rahoitusta (Rajan & Zingales, 1998). Pankkilainat ovatkin hyvin yleinen tapa rahoittaa yrityksen toimintaa (Kim, Song, & Tsui, 2013). Koska uusista yrityksistä ei vielä ole paljoa aiempaa tietoa saatavilla, lainanantajien ja yritysten välinen informaatioasymmetria on suurin yritysten toiminnan alkuvaiheessa. Tämä ero pienenee yritysten toiminnan jatkuessa, mutta sitä voidaan pienentää myös tilintarkastuksen suorittamisella. (Pittman & Fortin, 2004.) Koska lainanantajat saavat tilintarkastuksen myötä luotettavampaa tietoa yrityksen kyvystä hoitaa sen velkarahoitukseen liittyviä velvoitteita, yritys voi pystyä alentamaan vieraan pääoman ehtoisen rahoituksensa kustannuksia tilintarkastuksen suorittamisen avulla. Erityisesti listaamattomat yritykset voivatkin suorittaa tilinpäätöstiedoilleen tilintarkastuksen juuri matalampien korkokustannusten saavuttamiseksi. (Minnis, 2011.) Velkarahoitukseen liittyvät syyt ovatkin erityisesti listaamattomille yrityksille usein johdon ja omistajien välisiä agenttiongelmia suurempi syy tilintarkastuksen

suorittamiseen, koska niiden johto ja omistus eivät ole jakautuneet yhtä selkeästi kuin kooltaan suuremmissa listautuneissa yhtiöissä (Niemi, Kinnunen, Ojala, & Troberg, 2012).

Kun lainanantaja saa yrityksen taloudellisesta tilanteesta luotettavaa tietoa sen tilintarkastettujen tilinpäätöstietojen kautta, lainanantajan ei tarvitse käyttää muita valvontamekanismeja yhtä paljon kuin ilman suoritetun tilintarkastusta. Tämä laskee lainanantajalle yrityksen valvonnasta aiheutuvia kustannuksia. (Pittman & Fortin, 2004.) Laskeneiden kustannusten myötä pankki laskee tuotto-odotusta, jonka se on määritellyt yritykselle myöntämälleen lainalle. Yritykselle vieraan pääoman ehtoista rahoituksesta aiheutuvat kustannukset alenevat uuden koron myötä, millä pankki pyrkii varmistamaan, että yritys ottaa myös jatkossa tarvitsemansa velkarahoituksen samalta lainanantajalta. (Blackwell, Noland, & Winters, 1998.) Yrityksen ja lainanantajan välille syntyvän pankkisuhteen myötä pankki myös saa yrityksestä tietoja, joita muilla rahoituksen tarjoajilla ei ole käytettävissään. Myös nämä tiedot voivat laskea vieraan pääoman korkokustannuksia, koska kyseinen pankki pystyy tekemään tarkemman arvion yrityksen kyvystä maksaa laina takaisin. (Kim, Song & Tsui., 2013.)

Myös yritys kohtaisten ominaisuuksien on havaittu vaikuttavan yrityksen vieraan pääoman ehtoista rahoituksen kustannuksiin. Esimerkiksi Blackwell, Noland ja Winters (1998) havaitsivat, että suoritettu tilintarkastus alentaa eniten pienten yritysten korkokustannuksia. Tämä kustannuksia alentava vaikutus pienenee yritysten koon kasvaessa, mitä pidetään seurauksena siitä, että velkarahoituksen tarjoajat arvioivat suuremmat yritykset muutenkin matalampiriskisiksi sijoituskohteiksi. Koska lainanantajat määrittelevät sijoitukseltaan vaatimansa tuotto-odotuksen yritysten riskisyyden perusteella, myös yritysten ominaisuudet vaikuttavat niiden vieraan pääoman ehtoisten kustannusten muodostumiseen (Ikäheimo, Laitinen, Laitinen, & Puttonen, 2014, s. 97–100). Koska esimerkiksi yritys kohtaiset ominaisuudet vaikuttavat yrityksen velkarahoitukselle määriteltävän tuotto-odotuksen suuruuteen, myös niiden huomioon ottaminen tässä tutkimuksessa on tärkeää. Näiden tekijöiden huomioimisen myötä tutkimuksessa saadaan täsmällisempiä tuloksia suoritettun

tilintarkastuksen ja yritysten vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen korkokustannusten välisestä yhteydestä.

1.2 Aiempia tutkimuksia aiheesta

Tilintarkastuksen ja korkokulujen välistä yhteyttä on tutkittu paljon kirjallisuudessa, mutta aiheesta saadut tutkimustulokset ovat ristiriitaisia. Pittmanin ja Fortinin (2004) toteuttamassa tutkimuksessa havaitaan, että vastikään listautuneiden yritysten vieraan pääoman kustannukset ovat matalampia, jos Big-6 -tilintarkastusyhteisö on suorittanut niiden tilintarkastuksen. Tutkimustulosten mukaan tilintarkastuksen suorittaneen tahon vaikutus yritysten korkokuluihin on suurin uusilla yrityksillä, ja pienenee yritysten toiminnan jatkuessa. Juuri listautuneista yrityksistä on saatavilla vähemmän tietoa kuin muista listautuneista yhtiöistä, mikä lisää informaation epäsymmetristä jakautumista yritysten ja niiden sidosryhmien välillä. Informaatioasymmetria pienenee yritysten toiminnan jatkuessa, mikä vaikuttaa myös tilintarkastuksen suorittaneen tahon merkityksen vähenemiseen vieraan pääoman kustannusten määrittelyssä. Kimin, Songin ja Tsuin (2013) tutkimuksessa tutkitaan tilintarkastuksen suorittaneen tahon merkitystä lainanantajien näkökulmasta. Tutkimuksen mukaan Big-4 -tilintarkastajan suorittama tilintarkastus laskee yritykselle myönnetyn lainan kustannuksia muiden tilintarkastajien suorittamia tilintarkastuksia enemmän. Myös Huqin, Hartwigin ja Rudholmin (2022) tekemän tutkimuksen mukaan yritykset hyötyvät tilintarkastuksen suorittamisesta matalampina velkarahoituksen kustannuksina.

Kaikissa tutkimuksissa yhteyttä suoritetun tilintarkastuksen ja matalampien vieraan pääoman kustannuksien välillä ei kuitenkaan ole löydetty. Esimerkiksi Johnsonin, Panyin ja Whiten (1983) toteuttamassa empiirisessä tutkimuksessa tutkitaan, onko tilintarkastajan antamalla tilintarkastuskertomuksella vaikutusta pankin myöntämiin lainoihin. Tutkimuksessa ei löydetty ainakaan merkittävää yhteyttä suoritetun tilintarkastuksen ja lainanantajan myöntämien lainojen kustannusten välillä. Tutkimuksesta saatuihin tuloksiin on kuitenkin voinut vaikuttaa osallistujien matala määrä, mikä myös mainitaan yhdeksi tutkimuksen rajoitteeksi.

Aiheeseen liittyvän tutkimuksen pääpaino on ollut pitkään listatuissa yhtiöissä, mutta uudemmassa kirjallisuudessa tutkitaan aiempaa enemmän myös listaamattomia yrityksiä. Blackwellin, Nolandin ja Wintersin (1998) listaamattomiin yhdysvaltalaisyrittäjiin keskittyneessä tutkimuksessa todetaan, että tilintarkastuksen suorittaneiden yritysten vieraan pääoman korkokulut olivat huomattavasti matalampia kuin tilintarkastamattomien yritysten. Tutkimuksen mukaan suoritetun tilintarkastuksen vaikutus kustannuksiin on suurin pienimmissä yrityksissä, ja vaikutus pienenee yritysten koon kasvaessa. Eteläkorealaisella aineistolla toteutetussa Kimin, Simunicin, Steinin ja Yin (2011) tutkimuksessa havaitaan myös yhteys suoritetun tilintarkastuksen ja listaamattomien yritysten matalampien vieraan pääoman kustannuksien välillä. Tutkimuksessa tutkitaan erityisesti vapaaehtoisen tilintarkastuksen vaikutusta, ja tutkimustulosten mukaan vapaaehtoisesti suoritettu tilintarkastus laskee yritysten korkokuluja lakisääteistä tilintarkastusta enemmän. Myös Minnisin (2011) tekemässä tutkimuksessa havaitaan, että tilintarkastettujen yhdysvaltalaisyrittäjien vieraan pääoman kustannukset ovat matalampia kuin yrityksillä, joissa ei ole suoritettu tilintarkastusta. Tämän lisäksi havaitaan, että lainanantajat hyödyntävät tilintarkastettuja tietoja enemmän kuin tilintarkastamattomia tietoja esimerkiksi lainan ehtojen määrittelemisessä, mikä voi myös laskea yritysten korkokustannuksia.

Myös toisenlaisia tutkimustuloksia on kuitenkin saatu, esimerkiksi Koren, Kosi ja Valentincic (2014) havaitsivat, että vapaaehtoinen tilintarkastus jopa nostaa velkarahoituksen kustannuksia tutkituissa listaamattomissa slovenialaisyrittäjiä. Tutkimustulosten mukaan jopa Big-4 -tilintarkastusyhteisön suorittama tilintarkastus nostaa yrityksen korkokustannuksia, vaikutuksen ollessa kuitenkin pienempi kuin muiden tahojen suorittamalla tilintarkastuksella. Kuten tutkimuksen rajoitteissakin kuitenkin mainitaan, tutkimuksen tuloksiin on voinut vaikuttaa se, että korkokulut on määritelty kyseisessä tutkimuksessa eri tavalla kuin muissa aiheita käsittelevissä tutkimuksissa. Huguetin ja Gandian (2014) espanjalaisia listaamattomia yrityksiä tutkineessa tutkimuksessa ei myöskään löydetty merkittävää yhteyttä matalampien korkokulujen ja vapaaehtoisesti suoritettujen tilintarkastusten välillä. Edes suuren tilintarkastusyhtiön suorittaman tilintarkastuksen ei havaittu laskevan yrityksen

vieraan pääoman kustannuksia. Kuten Johnsonin, Panyin ja Whiten (1983) tutkimuksessa, myös tämän tutkimuksen rajoitteeksi mainitaan pieni otoskoko.

Suoritetun tilintarkastuksen vaikutusta yritysten korkokuluihin ei ole tutkittu aiemmin kovin paljoa suomalaisella aineistolla, minkä vuoksi tällaisia tutkimuksia on hyvin rajallisesti saatavilla. Yksi tutkimus aiheesta on kuitenkin tehty, Karjalaisen (2011) toteuttaman tutkimuksen mukaan suoritetun tilintarkastuksen laatu ja lopputulos vaikuttavat suomalaisten listaamattomien yritysten vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kustannuksiin. Tutkimuksessa havaitaan myös, että Big-4 -tilintarkastajan ja useamman tilintarkastajan suorittama tilintarkastus laskevat suomalaisyritysten korkokustannuksia muiden tahojen suorittamia tilintarkastuksia enemmän.

1.3 Tutkimuksen tavoite ja rakenne

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, onko yrityksen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kustannuksien ja suoritetun tilintarkastuksen välillä yhteys. Aiemmat tutkimustulokset aiheesta ovat ristiriitaisia, minkä vuoksi aihetta on tärkeää tutkia. Koska aihetta ei aiemmin ole tutkittu paljoa suomalaisella aineistolla, tämän tutkimuksen aineistona käytetään suomalaisten listaamattomien yritysten raportoimia tilinpäätöstietoja. Tutkimuksen myötä saadaan siis tietoa siitä, löytyykö suoritetun tilintarkastuksen ja suomalaisyritysten korkokustannusten väliltä vastaava yhteys kuin kansainvälisissä tutkimuksissa on löydetty. Tutkielman tutkimuskysymys on ”onko suoritetulla tilintarkastuksella vaikutusta yrityksen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen korkokuluihin?”. Tutkielman tutkimusmenetelmänä käytetään regressioanalyysiä. Tutkimuksessa käytettävä regressiomalli muodostetaan aiheesta aiemmin tehtyjen tutkimusten käyttämien mallien pohjalta.

Tässä tutkimuksessa havaitaan tilastollisesti merkitsevä yhteys suoritetun tilintarkastuksen ja suomalaisyrityksen vieraan pääoman korkokustannusten välillä. Koska aiheesta aiemmissä tutkimuksissa saadut tulokset ovat ristiriitaisia, tämän tutkimuksen tulos tukee joidenkin aiempien tutkimusten tuloksia ja toisaalta on ristiriidassa joidenkin tutkimustulosten kanssa. Regressiomalliin mukaan valittujen

kontrollimuuttujien ja korkotason väliltä löydetty yhteydet vastaavat aiheesta aiemmin tehtyjen tutkimusten tuloksia.

Tutkielman rakenne on seuraava. Ensimmäisessä luvussa esitellään tutkimusaihe, perustellaan aiheen tärkeyttä sekä käydään läpi aiempia tutkimuksia ja tutkimuksen tavoite. Toinen ja kolmas luku muodostavat tutkielman teoriaosuuden. Toinen luku käsittelee tilintarkastusta ja sen suorittamiseen liittyviä tekijöitä. Kolmannessa luvussa keskitytään yrityksen vieraan pääoman kustannukseen ja siihen vaikuttaviin tekijöihin. Teoreettisen viitekehyksen lopussa muodostetaan tutkimushypoteesit tutkimuksen toteuttamista varten. Neljännessä luvussa käsitellään tutkimuksen tekemiseen käytettävää havaintoaineistoa ja tutkimusmenetelmää. Viidennessä luvussa käydään läpi tutkimuksesta saadut tutkimustulokset. Tutkielman viimeisessä luvussa tehdään yhteenveto ja käydään läpi tutkimuksen rajoitteita sekä mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

2 TILINTARKASTUS

Tilintarkastuksen tavoitteena on saada kohtuullinen varmuus siitä, että tarkastuksen kohteena olevan yrityksen tilinpäätökseen ei kokonaisuutena sisälly olennaisia virheitä tai puutteita. Virheellisyyttä pidetään olennaisena silloin, jos virheiden tai puutteiden voidaan odottaa vaikuttavan tilinpäätöksen käyttäjien tekemiin taloudellisiin päätöksiin. (Korkeamäki, 2017, s. 45.) Tilintarkastukseen sisältyy yrityksen kirjanpidon, tilinpäätöksen, toimintakertomuksen ja hallinnon tarkistus. Tarkoituksena on selvittää, onko tilinpäätös ja toimintakertomus laadittu lakien ja muiden säädösten edellyttämällä tavalla sekä ovatko niiden sisältämät tiedot yhtenäisiä. Lisäksi arvioidaan, antaako tilinpäätös oikean ja riittävän kuvan yrityksen taloudellisesta asemasta ja toiminnan tuloksesta. Hallinnon tarkastuksessa tilintarkastaja arvioi johdon toiminnan lainmukaisuutta. (Tomperi, 2018, s. 11.) Tilintarkastuslain mukaisesti tilintarkastaja laatii tilintarkastuksen tuloksista tilinpäätösmerkinnän, tilintarkastuskertomuksen ja tilintarkastuspöytäkirjan (Korkeamäki, s. 96).

Tilintarkastajan ensisijaisena tehtävänä on valvoa yrityksen omistajien etua, mutta tilintarkastuksesta on hyötyä myös muille sidosryhmille (Korkeamäki, 2017, s. 8). Esimerkiksi luotonantajat saavat tilintarkastuksen myötä käyttöönsä luotettavampia tietoja, joita he hyödyntävät yrityksen maksukyvyyn arvioimisessa. Yritys pystyykin lisäämään raportoimiensa tietojen luotettavuutta suorittamalla tilintarkastuksen. (Kim, Simunic, Stein & Yi, 2011.) Raportoitujen tietojen oikeellisuuden lisääntyminen pienentääkin näihin tietoihin liittyvää informaatoriskiä yrityksen omistajien ja yritysjohdon välillä (Eilifsen, Messier, Glover & Prawitt, 2014, s. 6). Riippumattoman tilintarkastuksen avulla voidaan vähentää myös esimerkiksi haitalliseen valikoitumiseen ja moraalikatoon liittyviä ongelmia tilinpäätöksen laatijoiden ja käyttäjien välillä (Minnis, 2011). Yritykselle agenttisuhteista aiheutuvat kustannukset ovatkin yleinen syy tilintarkastuksen suorittamiseen (Chow, 1982).

2.1 Agenttiteoria

Yritysten koon kasvaessa niiden omistus ja johto eriytyvät osakkeenomistajien omistaessa yrityksen ja yritysjohdon johtaessa niiden toimintaa (Kim, Nofsinger &

Mohr, 2010, s. 4). Yrityksen osakkeenomistajien ja johdon välille muodostuu päämies-agenttisuhte, kun omistajat palkkaavat johdon toimimaan omistajien edun mukaisesti (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010, s. 10). Agenttisuhte on Jensenin ja Mecklingin (1976) määritelmän mukaan sopimus, jossa yksi tai useampia henkilöitä (päämies) palkkaavat toisen henkilön (agentti) toimimaan päämiehen edun mukaisesti. Tämän myötä agentti saa myös osan yrityksen päätöksentekovallasta. Osapuolten välillä tehdystä sopimuksesta huolimatta agentti ei kuitenkaan aina toimi päämiehen edun mukaisella tavalla. Koska osakkeenomistajilla on yritysjohtoa vähemmän tietoa yrityksen toiminnasta, osapuolten välille ei ole mahdollista laatia sopimusta, joka varmistaisi johdon osakkeenomistajien edun mukaisen toiminnan kaikissa tilanteissa (Jensen & Murphy, 1990).

Koska yrityksen johdolla on omistajia enemmän tietoa esimerkiksi yrityksen taloudellisesta tilanteesta, osapuolten välille muodostuu informaatioasymmetria. Jos johdon ja yrityksen omistajien tavoitteet eivät lisäksi ole yhtenäisiä, heidän välilleen syntyy myös eturistiriita. Näiden tekijöiden seurauksena osapuolten välille muodostuu agenttiongelman. (Eilifsen, Messier, Glover & Prawitt, 2014, s. 5–6.) Syntyneen agenttiongelman myötä yrityksen johto ei toimi kaikissa tilanteissa osakkeenomistajien edun mukaisesti, ja ongelma korostuu erityisesti ylimmän johdon tapauksessa siksi, että osakeyhtiön hallitus valvoo heidän toimintaansa esimiehen toteuttaman valvonnan sijaan. Agenttiongelmia on mahdollista hallita yritysjohdolle suunnattujen kannustimien ja erilaisten valvontamekanismien avulla. (Kim ym., 2010, s. 4–5.)

Esimerkiksi osinkojen muodossa suoritettavat maksut yrityksen osakkeenomistajille voivat aiheuttaa agenttiongelmia. Tämä johtuu siitä, että maksut pienentävät yritysjohtoon hallinnassa olevia rahavaroja, ja tämä puolestaan vähentää johdolla olevaa valtaa. Erityisesti yrityksen huomattavan suuri vapaa kassavirta vaikeuttaa osapuolten välisten eturistiriitojen ratkaisemista entisestään. (Jensen, 1986.) Osakkeenomistajat voivat vaikuttaa johdon toimintaan valitsemalla yhtiökokouksessa osakeyhtiölle hallituksen, jonka tehtäviin kuuluu esimerkiksi yritysjohtoon nimittäminen, valvominen, palkitseminen ja tarvittaessa myös erottaminen. Lisäksi hallitus tekee myös joitakin yhtiön toimintaan liittyviä päätöksiä, kuten hyväksyy

uuden strategian tai suunnitellun yritysjärjestelyn. Osakeyhtiön hallitus onkin tärkein yrityksen hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän sisäisistä valvontamekanismeista. (Kim ym., 2010, s. 42–44.) Osakkeenomistajien ja yritysjohton tavoitteita voidaan yhdenmukaistaa erityisesti johdon palkitsemisjärjestelmään kuuluvilla pitkän aikavälin kannustinjärjestelmillä. Esimerkiksi osakeomistukset ja osakeoptiot toimivat johdolle kannustimina toimia yrityksen osakkeiden arvoa nostavalla tavalla, mikä on linjassa osakkeenomistajien tavoitteiden kanssa. Lisäksi johdon palkitsemisjärjestelmään kuuluu usein myös bonusjärjestelmä, joka perustuu yrityksen suorituskykyyn liittyviin mittareihin. Näiden järjestelmien tehokkuuteen voivat kuitenkin vaikuttaa esimerkiksi osakemarkkinoilla vallitseva tilanne ja johdon lisääntynyt riskinotto, jolla pyritään nostamaan yhtiön osakkeiden arvoa. (Kim ym., 2010, s. 14–19.)

Yritysjohton toimintaa valvovia mekanismeja on yritysten sisällä, ulkopuolella ja lainsäädännössä. Edellä mainitun osakeyhtiön hallituksen lisäksi myös esimerkiksi markkinoiden ja tilintarkastuksen avulla voidaan valvoa johdon toimintaa. (Kim ym., 2010, s. 6–7.) Tilintarkastaja saa tilintarkastusprosessin aikana käyttöönsä tietoja, joita muilla sidosryhmillä ei ole, ja tilintarkastus onkin tärkeä osa yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmiä (Kim ym., s. 27). Koska tilintarkastaja arvioi yritysjohton raportoimien tietojen paikkansapitävyyttä, tilintarkastus pienentää yrityksen omistajiin kohdistuvaa informaatoriskiä. (Eilifsen ym., 2014, s. 6–7).

Yrityksen johdon ja omistajien välisen eturistiriidan seurauksena voi syntyä välillisiä tai välittömiä kustannuksia, joita kutsutaan agenttikustannuksiksi. Välittömiä kustannuksia syntyy esimerkiksi valvontamekanismien käyttämisestä ja yritysjohdolle hyötyä tuottavista hankinnoista, jotka tuottavat kustannuksia yrityksen osakkeenomistajille. Välillisiä kustannuksia puolestaan aiheutuu esimerkiksi käyttämättä jätetyistä investointimahdollisuuksista, jotka olisivat tuottaneet hyötyä omistajille. (Ross ym., 2010, s. 11.) Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan agenttikustannukset muodostuvat päämiehelle kohdistuvista valvontakustannuksista (*monitoring expenditures*), agentille kohdistuvista sitoutumiskustannuksista (*bonding expenditures*) ja jäännöskustannuksista (*residual loss*). Valvontakustannuksia muodostuu valvontamekanismien käytön kustannuksien lisäksi myös esimerkiksi

kannustimien käyttämisestä. Sitoutumiskustannukset tarkoittavat kustannuksia, joita syntyy agentin pyrkiessä vakuuttamaan päämiehen tämän edun mukaisesta toiminnasta. Jäännöskustannuksilla tarkoitetaan erotusta agentin toiminnan ja päämiehen edun maksimoivan toiminnan välillä.

Suorittamalla tilintarkastuksen yritys voi pienentää agenttikustannuksia, joita sille aiheutuu päämies-agenttisuhteen seurauksena (Jensen & Meckling, 1976). Yritysten pääasialliset syyt tilintarkastuksen suorittamiseen liittyvätkin agenttisuhteista aiheutuvien ongelmien ja kustannuksien hallitsemiseen, mutta yrityskohtaiset ominaisuudet vaikuttavat myös niiden tilintarkastusta koskeviin päätöksiin. Esimerkiksi yrityksen suuri koko ja korkea velkaantumisaste lisäävät tilintarkastuksen suorittamisen todennäköisyyttä. (Chow, 1982). Pienemmissä yrityksissä johto ja omistus eivät usein jakaudu yhtä selkeästi kuin suuremmissa yrityksissä, minkä myötä niiden agenttisuhteista aiheutuvat ongelmat eivät ole yhtä suuria (Niemi, Kinnunen, Ojala & Troberg, 2012). Koska tilintarkastajan tulee olla tarkastuksen kohteena olevasta yhtiöstä riippumaton taho, suoritettuna tilintarkastuksen avulla osakkeenomistajat saavat varmistuksen yrityksen raportoimien tietojen paikkansapitävyydestä (Kim ym., 2010, s. 30). DeFondin ja Zhangin (2014) mukaan yrityksen agenttiongelmien vaikutus siihen, kuinka suuri varmuus yrityksen raportoimien tietojen oikeellisuudesta halutaan saavuttaa tilintarkastuksen avulla. Tämä puolestaan vaikuttaa siihen, kuinka korkealaatuisen tilintarkastuksen yritys haluaa suorittaa raportoimilleen tiedoille.

2.2 Tilintarkastuksen laatu

Tilintarkastuksen laadulle ei ole olemassa yhtenäistä määritelmää (Knechel, Krishnan, Pevzner, Shefchik, & Velury, 2013). Laadun mittaaminen ja määrittelemine käsitteenä on hankalaa siitä huolimatta, että suuri osa tilintarkastukseen liittyvästä tutkimuksesta viimeisen 15 vuoden aikana on keskittynyt tilintarkastuksen laatuun. Tilintarkastuksen laadun mittaamista vaikeuttaa se, että tilintarkastuksen aikaansaaman varmuuden määrää ei ole mahdollista havainnoida. Tästä syystä laadun mittaamiseen käytetään sijaismuuttujia (*proxy*), kuten taloudellisen raportoinnin laatua tai tilintarkastusyhtiön kokoa. (DeFond & Zhang, 2014.) Tilintarkastuksen laatu myös

tarkoittaa eri sidosryhmille eri asioita. Esimerkiksi lainsäätäjille se merkitsee voimassa olevien säädösten mukaan toteutettua tilintarkastusta ja tilinpäätöksen käyttäjille korkea laatu tarkoittaa, että tilinpäätökseen ei sisälly olennaisia virheitä. (Knechel ym..)

Tilintarkastuksen laadun määrittelyä vaikeuttaa se, että useat eri tekijät vaikuttavat laadun muodostumiseen. Tilintarkastusta koskevien säädösten näkökulmasta tilintarkastuksen laatu tarkoittaa, että tilintarkastaja antaa oikeanlaisen tilintarkastuskertomuksen sen mukaan, onko tilinpäätöksen laatimisessa noudatettu laatimista koskevia yleisiä periaatteita. Oikeudellisen näkökulman mukaan tilintarkastuksen laatuun liittyvä jaottelu on kaksijakoinen: tilintarkastukset voidaan jakaa onnistuneisiin (*no audit failure*) ja epäonnistuneisiin (*audit failure*). Tilintarkastusta pidetään onnistuneena silloin, kun tilintarkastajan lausunto yrityksen raportoimista tiedoista on oikeanlainen ja tarkastus on suoritettu tilintarkastusta koskevia säädöksiä noudattaen. Tämän jaottelun ongelmana on kuitenkin se, että epäonnistuneita tilintarkastuksia tapahtuu erittäin vähän onnistuneisiin tilintarkastuksiin verrattuna. (Francis, 2011.)

Myös Knechelin ym. (2013) mukaan tilintarkastuksen laatu muodostuu useiden eri tekijöiden kautta. Ensimmäinen tilintarkastuksen laatuun vaikuttava tekijä on panos, joka on yhteydessä esimerkiksi tilintarkastajan ammattitaitoon ja tarkastuksessa käytettäviin tilintarkastusmenetelmiin. Seuraava mallin tekijöistä on prosessi, johon vaikuttaa tilintarkastajan toiminta tilintarkastuksen eri vaiheiden aikana. Jaottelun mukainen kolmas laatuun vaikuttava tekijä on tuotos. Laadun vaikean mitattavuuden takia tuotosta mitataan esimerkiksi virheellisten tilintarkastajien antamien lausuntojen kautta. Neljäs tekijä on tilintarkastuksen konteksti, joka vaikuttaa myös sen panoksiin ja prosessiin. Esimerkiksi korkeat tilintarkastuspalkkiot antavat tilintarkastajalle kannustimen suorittaa tilintarkastuksen mahdollisimman korkealaatuisesti.

DeFondin ja Zhangin (2014) mukaan tilintarkastuksen laadun sijoittuminen jatkumolle, tilintarkastuksen laadun vaikutus yrityksen taloudellisen raportoinnin laatuun ja tilintarkastajalle kohdistuvat velvollisuudet ovat asioita, jotka tulee ottaa huomioon tilintarkastuksen laadun käsitettä määriteltäessä. Heidän määritelmänsä

mukaan korkeampi tilintarkastuksen laatu tarkoittaaakin suurempaa varmuutta siitä, että yrityksen raportoimat tiedot antavat oikean kuvan sen taloudellisesta tilanteesta. Myös Francisin (2011) mukaan tilintarkastuksen laatu tulisi ajatella jatkumona, joka sijoittuu hyvin matalan ja hyvin korkean laadun välille. Knechelin ym. (2013) mukaan laadun sijoittuminen jatkumolle onkin ajatus, joka yhdistää erilaisia näkemyksiä tilintarkastuksen laadusta.

Yksi tunnetuimmista määritelmistä tilintarkastuksen laadulle on DeAngelon (1981) määritelmä, jonka mukaan laatu muodostuu kahden tekijän yhteisestä todennäköisyydestä. Ensimmäinen tarkastettava tekijä on se, havaitseeko tilintarkastaja yrityksen kirjanpidossa olevan virheen tai rikkomuksen. Toisena tekijänä tarkastellaan, raportoiko tilintarkastaja havaitsemastaan rikkomuksesta tai virheestä. Havainnon tekemisen todennäköisyyteen vaikuttaa tilintarkastajan ammatillinen pätevyys, joka on yhteydessä esimerkiksi tilintarkastajan teknologisiin taitoihin ja käyttämiin tilintarkastusmenetelmiin. Havainnosta raportoiminen on puolestaan yhteydessä tilintarkastajan riippumattomuuteen asiakasyrityksestä. Määritelmää on kuitenkin myöhemmin kritisoitu, koska sen mukaan tilintarkastuksen laatu perustuu kokonaan yrityksen raportoimissa tiedoissa olevan virheen havaitsemiseen ja raportoimiseen. Näin ollen se myös jättää huomiotta useita tekijöitä, jotka vaikuttavat havainnon tekemiseen. (Francis, 2011.) Kritiikistä huolimatta DeAngelon määritelmällä on ollut suuri merkitys tilintarkastuksen laatuun liittyvässä tutkimuksessa (DeFond & Zhang, 2014).

Usein tilintarkastajan Big 4 -tilintarkastusyhtiöön kuulumisen kautta mitattava tilintarkastusyhtiön koko on yksi yleisimmistä tilintarkastuksen laadusta käytetyistä sijaismuuttujista (DeFond & Zhang, 2014). DeAngelon (1981) mukaan tilintarkastusyhtiön suuri asiakasmäärä nostaa tilintarkastuksen laatua, koska epäonnistuneen tilintarkastuksen seuraukset ovat suurempia suurille tilintarkastusyhtiöille. Epäonnistunut tarkastus voi johtaa esimerkiksi asiakkaiden menettämiseen, mikä toimii suurille tilintarkastusyhtiöille kannustimena tarjota mahdollisimman korkealaatuista tilintarkastusta. Suurilla yhtiöillä on usein myös toimialakohtaista asiantuntemusta, mikä nostaa niiden tarjoaman tilintarkastuksen laatua. Suurten agenttikustannusten sekä yrityksen ja sen sidosryhmien välisen

informaatioasymmetrian on havaittu puolestaan olevan korkealaatuisen tilintarkastuksen kysyntää lisääviä tekijöitä, minkä seurauksena yritys valitsee todennäköisemmin Big 4 -tilintarkastusyhteisöön kuuluvan tilintarkastajan. (Francis, 2004.)

2.3 Sääntely

Vuonna 2008 alkaneen finanssikriisin seurauksena uudistettu EU:n tilintarkastusdirektiivi (2014/56/EU) asettaa vähimmäisvaatimukset Suomen tilintarkastusta koskevalle lainsäädännölle. Vuonna 2014 säädettiin myös Euroopan unionin tilintarkastusasetus, joka asettaa erityisvaatimuksia PIE-yhteisöjen eli yleisen edun kannalta merkittävien yhteisöjen tilintarkastukseen. (Korkeamäki, 2017, s. 9–10.) Suomessa tilintarkastusta säätelevä yleislaki on tilintarkastuslaki (TTL, 1141/2015). Lisäksi myös tilintarkastusasetus (1377/2015) sisältää tilintarkastusta koskevia säännöksiä. Tilintarkastuslakia sovelletaan, jos muualla lainsäädännössä ei säädetä toisin. (Tomperi, 2018, s. 13.) Esimerkiksi kirjanpitolaki, osakeyhtiölaki, yhdistyslaki ja osuuskuntalaki sisältävät tilintarkastusta koskevia säädöksiä, joita noudatetaan yleislakina toimivan tilintarkastuslain sijaan (Korkeamäki, s. 10–11).

Tilintarkastuslain mukaan tilintarkastusvelvollisuus koskee lähtökohtaisesti esimerkiksi osakeyhtiöitä, asunto-osakeyhtiöitä, kommandiittiyhtiöitä, osuuskuntia, yhdistyksiä ja säätiöitä (Korkeamäki, 2017, s. 15). Näiden yhteisöjen ja säätiöiden on valittava tilintarkastaja ja toimitettava tilintarkastus. Pienet yhteisöt voivat kuitenkin jättää tilintarkastajan valitsematta, ellei niiden yhtiöjärjestyksessä tai säännöissä säädetä toisin. Pienellä yhteisöllä tarkoitetaan yhteisöä, jossa sekä päättyneellä että sitä välittömästi edeltäneellä tilikaudella on täyttynyt enintään yksi seuraavista edellytyksistä:

- 1) taseen loppusumma ylittää 100 000 euroa;
- 2) liikevaihto tai sitä vastaava tuotto ylittää 200 000 euroa; tai
- 3) palveluksessa on keskimäärin yli kolme henkilöä. (TTL 2 luku 2 §.)

Tilintarkastaja voidaan jättää valitsematta myös yhteisössä, joka on vasta aloittamassa toimintaansa eikä sillä ole vielä ollut toimintaa kahden aiemman tilikauden aikana. Tilintarkastaja tulee kuitenkin aina valita yhteisössä, jonka pääasiallinen toimiala on arvopapereiden omistaminen ja hallinta tai jolla on huomattava vaikutusvalta toisen kirjanpitovelvollisen liiketoiminnan tai rahoituksen johtamisessa. (TTL 2 luku 2 §.)

Lainsäädännössä olevien säädösten lisäksi tilintarkastajan tulee huomioida toiminnassaan myös viranomaisten, tuomioistuinten ja tilintarkastajien toimintaa valvovien toimielinten päätökset ja ohjeet (Korkeamäki, 2017). Lisäksi tilintarkastuslaissa säädetään tilintarkastajan velvollisuudesta noudattaa kaikessa toiminnassaan hyvää tilintarkastustapaa (Tomperi, 2018, s. 21). Tällä tarkoitetaan tilintarkastajan tehtävien suorittamista noudattaen tilintarkastuskäytäntöä, jota huolellinen ammattihenkilö noudattaa tilintarkastustehtävien suorittamisessa. Hyvä tilintarkastustapa sisältääkin esimerkiksi huolellisten ammattihenkilöiden käyttämiä tilintarkastusmenetelmiä sekä tilintarkastajan huolellisuuteen ja objektiivisuuteen liittyviä periaatteita. (Horsmanheimo & Steiner, 2017, s. 158–160). Lainsäädännön, päätösten ja ohjeiden lisäksi myös havainnot huolellisten ammattihenkilöiden toimintatavoista, ammattikirjallisuus, kansainväliset tilintarkastusalan standardit ja tilintarkastusalan järjestöjen kannanotot ja suositukset toimivat hyvän tilintarkastustavan lähteinä (Horsmanheimo & Steiner, s. 160; Korkeamäki, s. 11).

Kansainvälisillä tilintarkastusalan standardeilla tarkoitetaan kansainvälisen tilintarkastajaliiton laatimia standardeja, jotka ohjaavat esimerkiksi tilinpäätöksen tilintarkastuksen suorittamista ja tarkastusten laadun varmistamista. Huolellista toimintatapaa noudattavat tilintarkastajat eivät jätä standardeja noudattamatta ilman perusteltavissa olevaa syytä. (Horsmanheimo & Steiner, 2017, s. 161.) Suomalaiset yritykset ovat velvoitettuja noudattamaan kansainvälisen tilintarkastajaliiton laatimia standardeja hyvän tilintarkastustavan kautta, vaikka EU ei ainakaan vielä ole hyväksynyt standardeja noudatettaviksi suoraan osana suomalaista tilintarkastukseen liittyvää lainsäädäntöä (Korkeamäki, 2017, s. 11). Standardien avulla saadaan tietoa esimerkiksi tilintarkastukseen liittyvien säädösten noudattamisesta ja voidaan myös tukea hyvän tilintarkastustavan kehittymistä (Horsmanheimo & Steiner, 2017, s. 164–165). Aiemmin mainittujen lisäksi tilintarkastajan tulee noudattaa yhtiökokouksen tai

vastaavan toimielimen sekä yhtiömiesten antamia ohjeita, elleivät ne ole ristiriidassa yhtiöjärjestyksen, sääntöjen, lain, yhtiösopimuksen, kansainvälisten tilintarkastusstandardien, ammattieettisten periaatteiden tai hyvän tilintarkastustavan kanssa (TTL 4 Luku 3 §).

2.4 Vapaaehtoinen tilintarkastus

Osakeyhtiö voi suorittaa tilintarkastuksen vapaaehtoisesti siitä huolimatta, että se ei ole lainsäädännön perusteella tilintarkastusvelvollinen eikä sen yhtiöjärjestyksessä ole tilintarkastajan valitsemiseen velvoittavaa määräystä (Immonen, 2017, s. 133–134). Tällöin tilintarkastuksen suorittamisesta odotettavissa olevat hyödyt vaikuttavat siihen, kuinka kiinnostunut yritys on hankkimaan tilintarkastuspalveluita (Blackwell, Noland & Winters, 1998). Yrityksen päätös vapaaehtoisesta tilintarkastuksesta voidaan tulkita sitoutumisena tilinpäätöksen laatua ja luotettavuutta parantavaan raportointiin, jonka myötä esimerkiksi luotonantajat saavat enemmän tietoa yrityksen kyvystä maksaa sille myönnetty laina takaisin. Yritykselle päätöksestä aiheutuvat kustannukset esimerkiksi tilintarkastuspalkkioiden muodossa lisäävät sitoutumisen vakuuttavuutta sidosryhmien näkökulmasta. (Kim, Simunic, Stein & Yi., 2011.)

Yrityksen tarve hallita osakkeenomistajien, velkojien ja yritysjohdon välisiä eturistiriitoja johtaa usein tilintarkastajan valitsemiseen (Chow, 1982). Myös kirjanpitoon liittyvien toimintojen ulkoistamisen on todettu lisäävän listaamattomien yritysten halukkuutta vapaaehtoisesta tilintarkastuksen suorittamiseen. Syynä tähän on tiedon epäsymmetrinen jakautuminen yritysjohdon ja kirjanpitäjän välillä, minkä seurauksena yritysjohdo haluaa lisätä käyttämiään valvontamekanismeja. (Niemi, Kinnunen, Ojala, & Troberg, 2012.) Suorittamalla tilintarkastuksen vapaaehtoisesti yritys pystyy myös parantamaan luottoluokitustaan, koska tilintarkastuksen suorittaminen viestii sijoittajille yrityksen matalariskisyydestä. Tilintarkastuksen suorittamatta jättäminen antaa puolestaan markkinoille viestin korkeampiriskisestä yrityksestä. Tällaista signaalintimahdollisuutta ei ole käytettävissä silloin, kun tilintarkastuksen suorittaminen on lainsäädännön perusteella yritykselle pakollista. (Lennox & Pittman, 2011.)

Tilintarkastajan valinta voi liittyä myös yrityksen kasvuun, esimerkiksi odotettavissa oleva tilintarkastusvelvollisuuden rajojen ylittyminen on suomalaisyrityksille syy suorittaa tilintarkastus vapaaehtoisesti. Yrityksen taloudelliset vaikeudet puolestaan vähentävät vapaaehtoisen tilintarkastuksen suorittamisen todennäköisyyttä, mikä on seurausta tilintarkastuksen liian korkeista kustannuksista yritykselle tai siitä, että yritys arvioi tilintarkastuksen kustannukset siitä odotettavissa olevia hyötyjä suuremmiksi. Yrityksen tarve saada luotettavaa tietoa verotusta varten ja toisaalta tarve saada neuvontaa verotukseen liittyvissä asioissa puolestaan lisäävät vapaaehtoisen tilintarkastuksen kysyntää. (Ojala, Collis, Kinnunen, Niemi, & Troberg, 2016.)

Vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen ottamiseen liittyvien sopimusten on havaittu lisäävän listaamattomien yhtiöiden tilintarkastuspalveluihin kohdistuvaa kysyntää enemmän kuin omaa pääomaan kuuluvan rahoituksen hankkimisen (Kim ym., 2011). Vapaaehtoisesti suoritettu tilintarkastus parantaakin vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuutta listaamattomille yrityksille (Allee & Yohn, 2009). Erityisesti pienet listaamattomat yhtiöt hyötyvät vapaaehtoisesta tilintarkastuksesta myös velkarahoituksen matalampina korkokustannuksina, mutta vaikutus pienenee tarkasteltavien yritysten koon kasvaessa. Suurempiriskisten yhtiöiden on myös mahdollista saavuttaa matalammat vieraan pääoman kustannukset sen avulla. (Blackwell ym., 1998.) Keskimääräistä matalampien kustannuksien lisäksi suoritettu tilintarkastus vaikuttaa myös siihen, kuinka paljon luotonantajat hyödyntävät tilinpäätöksestä saatavia tietoja korkojen määrittelemisessä. Näin ollen yritysten korkokulut voivat olla matalampia myös siksi, että niiden velkojat hyödyntävät saatavilla olevia tietoja enemmän velan hinnoittelun yhteydessä. (Minnis, 2011.)

Minnisin (2011) mukaan yritykset hyötyvät vapaaehtoisesta tilintarkastuksesta edellä mainituin tavoin, koska niiden luotonantajat saavat tilinpäätöstiedoista enemmän informaatiota kuin tilintarkastamattomista tiedoista. Luotonantajat myös pitävät tilintarkastettuja tietoja luotettavampina arvioidessaan niiden avulla yrityksen tulevia kassavirtoja, koska tarkastettuja tietoja pidetään tilintarkastamattomia tietoja korkealaatuisempina. Koska luotonantajat pitävät vapaaehtoisesti tilintarkastettuja tietoja luotettavampina, vapaaehtoisesti tarkastetut tiedot laskevatkin yrityksen vieraan pääoman kustannuksia tilintarkastusvelvollisuuden vuoksi tarkastettuja tietoja

enemmän. Suorittamalla vapaaehtoisen tilintarkastuksen yritys pystyykin vähentämään yrityksen ja lainanantajan välistä informaatioasymmetriaa lainan takaisinmaksukykyyn liittyen, mikä auttaa yritystä saamaan tarvitsemansa vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen. Koska vapaaehtoisesti suoritettu tilintarkastus myös laskee yrityksen velkarahoituksen kustannuksia, sen maksamat korkokustannukset eivät myöskään ole yhtä suuria kuin ne olisivat silloin, jos yritys ei olisi suorittanut tilintarkastusta. (Kim ym., 2011.)

3 YRITYKSEN VIERAAN PÄÄOMAN KUSTANNUS

Yritykset tarvitsevat toimintansa kasvattamiseen ulkoista rahoitusta (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010, s. 99). Pankkilainat ovatkin suomalaisten listaamattomien yritysten yleisin tapa hankkia toiminnalleen rahoitusta (Karjalainen, 2011). Rahoituksen saaminen rahoitusmarkkinoilta voi kuitenkin olla vaikeaa, koska erityisesti pienten yritysten ja luotonantajien välillä on merkittävä informaatioasymmetria. Yritys voi kuitenkin parantaa lainojen saatavuutta ja laskea niihin liittyviä kustannuksia esimerkiksi muodostamalla pankkisuhteen lainanantajansa kanssa. (Petersen & Rajan, 1994.) Yritys pystyy vaikuttamaan vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuteen myös varmistamalla tilinpäätöstietojensa korkealaatuisen raportoinnin (Hyytinen & Pajarinen, 2005).

Yrityksen vieraan pääoman kustannuksella tarkoitetaan luotonantajan velkarahoitukselle asettamaa tuottovaatimusta. Tämä kustannus voidaan havainnoida suoraan tai epäsuorasti rahoitusmarkkinoilla vallitsevien korkotasojen kautta, toisin kuin yrityksen oman pääoman kustannus. (Ross, Westerfield, & Jordan, s. 443.) Esimerkiksi lainaa ottavan yrityksen riskisyys, sen liiketoimintaympäristö ja lainan takaisinmaksuajan pituus vaikuttavat siihen, kuinka korkeaksi lainanantaja määrittelee tuottovaatimuksensa (Pilbeam, 2010, s. 119) Koska lainanantaja arvioi yrityksen lainan takaisinmaksukykyä sen raportointien tilinpäätöstietojen kautta, näiden tietojen oikeellisuus on lainanantajille tärkeää (Libby, 1979). Yritys pystyykin vaikuttamaan vieraan pääoman kustannukseensa esimerkiksi suorittamalla tilintarkastuksen, jos sijoittajat saavat tilintarkastajan lausunnon avulla uutta tietoa esimerkiksi sen kannattavuudesta (Karjalainen, 2011). Suoritetun tilintarkastuksen onkin havaittu laskevan erityisesti suurempiriskisten listaamattomien yhtiöiden vieraan pääoman kustannuksia (Blackwell ym., 1998).

3.1 Pääomarakenteen teoriat

Yrityksen pääomarakenteella tarkoitetaan toiminnan rahoittamiseen käytetyn oman pääoman ehtoisen ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen suhdetta (Brealey, Myers, & Allen, 2020, s. 451). Optimaalinen pääomarakenne johtaa yrityksen ja sen

osakkeiden arvon maksimoitumiseen (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010, s. 509). Koska pääomarakenteen valintaan voivat vaikuttaa jopa tuhannet eri tekijät, ei ole olemassa yhtä tiettyä teoriaa optimaalisesta pääomarakenteesta. Aiheesta on useita erilaisia teorioita, ja esimerkiksi yrityksen toiminta ja omaisuus vaikuttavat siihen, kuinka hyvin eri teoriat sopivat eri yrityksille. (Brealey ym., s. 500.)

Yksi keskeisistä pääomarakenneteorioista on Modiglianin ja Millerin kehittämä irrelevanttiusteoreema, jonka mukaan yrityksen pääomarakenne ei ole yhteydessä yrityksen arvoon (Brealey ym., 2020, s. 453). Teoriaan on kuitenkin kohdistunut paljon kritiikkiä, koska se perustuu olettamukseen täydellisistä pääomamarkkinoista (Ross ym., s. 530–531). Tästä huolimatta teoremaa pidetään merkittävänä osana nykyisten pääomateorioiden kehittymistä (Harris & Raviv, 1991).

Asymmetriseen informaatioon perustuvissa teorioissa oletetaan, että yritysjohdolla ja muilla sisäpiiriin kuuluvilla on yrityksen toimintaan liittyvää yksityistä informaatiota. Näiden teorioiden mukaan yrityksen arvon ja rahoitusrakenteen välillä on yhteys, jopa verottoman talouden tapauksessa. Teoriat voidaan jakaa kahteen ryhmään. Signaalintimallien mukaan yritykset signaloivat pääomarakenteensa avulla sijoittajille laadustaan. Toisen ryhmän muodostavat teoriat, joiden mukaan rahoitusrakenteella pyritään vähentämään asymmetrisestä informaatiosta johtuvaa tehottomuutta investointipäätösten yhteydessä. (Niskanen & Niskanen, 2013, s. 290–291.)

3.1.1 Modiglianin ja Millerin teoreema

Modiglianin ja Millerin irrelevanttiusteoreema on yksi tunnetuimmista pääomarakenneteorioista (Brealey ym., 2020, s. 451). Teoreemalla on ollut suuri merkitys uudempien pääomarakenneteorioiden kehittymisessä, koska sen myötä on saatu tietoa olosuhteista, joiden vallitessa pääomarakenteella ei ole merkitystä (Harris & Raviv, 1991). Esitettyjen propositioiden myötä on myös saatu tietoa esimerkiksi osinkojen jakamiseen ja velkaantumisasteeseen vaikuttavista tekijöistä, mikä on ohjannut pääomarakenteeseen liittyvän tutkimuksen suuntaa (Barclay, Smith, & Watts, 1995).

Modiglianin ja Millerin (1958) ensimmäisen proposition mukaan yrityksen markkina-arvo on riippumaton sen pääomarakenteesta. Väitteen perusteluna Modigliani ja Miller käyttävät arbitraasi-tilannetta, jonka vallitessa sijoittajan on mahdollista ostaa samaa sijoituskohdetta halvalla ja myydä kalliilla yhtäaikaisesti. Voiton tekeminen arbitraasin keinoin on mahdollista siihen asti, kunnes markkinoilla saavutetaan tasapaino ja mahdollisuus arbitraasiprosessin hyödyntämiseen poistuu. Esimerkkinä käytetään kahta yritystä, jotka eroavat toisistaan ainoastaan pääomarakenteen osalta: toisen yrityksen toiminta on rahoitettu kokonaan omalla pääomalla ja toisen yrityksen rahoituksesta osa on vierasta pääomaa. Jos yritysten oman pääoman tuottovaatimukset ovat olleet ennen arbitraasia samansuuruisia, osittain velalla rahoitetun yrityksen markkina-arvo on suurempi kuin kokonaan omalla pääomalla rahoitetun. Syynä tähän on osittain velalla rahoitetun yrityksen pääoman matalampi keskimääräinen kustannus, jota oman pääoman kustannusta matalampi vieraan pääoman korko laskee. Modiglianin ja Millerin mukaan tilanne kuitenkin muuttuu arbitraasin seurauksena markkina-arvojen välisen eron pienentyessä ja lopulta hävitessä kokonaan. (Niskanen & Niskanen, 2013, s. 271–272.)

Toisen Modiglianin ja Millerin proposition mukaan yrityksen oman pääoman tuottovaatimus muodostuu koko pääoman tuottovaatimuksesta ja velkaantumistasteen mukaan muuttuvasta riskipreemiosta yrityksen omistajille (Niskanen & Niskanen, 2013, s. 276). Yrityksen toimintaan kohdistuva liiketoimintariski vaikuttaa siihen, kuinka korkeaksi koko pääoman tuottovaatimus muodostuu. Riskipreemiolla tarkoitetaan puolestaan osakkeenomistajille maksettavaa korvausta omaan pääomaan kohdistuvasta rahoitusriskistä, joka kasvaa toiminnan rahoittamiseen käytettävän velkarahoituksen määrän lisääntyessä. (Ross ym., 2010, s. 518–519.) Velan määrän lisääntyminen ei siis vaikuta suoraan koko pääoman tuottovaatimukseen, mutta pääomarakenteessa tapahtunut muutos nostaa yrityksen oman pääoman tuottovaatimusta (Brealey ym., 2020, s. 461).

Teoria perustuu tiettyihin olettamuksiin, minkä vuoksi siihen on kohdistunut kritiikkiä tosielämään soveltumattomuudesta (Ross ym., 2010, s. 530). Ensimmäisen olettamuksen mukaisesti propositionissa ei oteta huomioon henkilökohtaisia tai yhtiölle kohdistuvia veroja. Mallin toisen olettamuksen mukaan konkurssi ei aiheuta

yritykselle kustannuksia. Teorian mukaan yritysjohton ja sijoittajien välillä ei myöskään vallitse informaatioasymmetriaa, koska heillä on käytettävissään riittävän samanlaiset tiedot yrityksestä. (Barclay ym., 1995, s. 6.) Kun nämä tekijät otetaan huomioon, teoria ei perustu enää olettamukseen täydellisistä pääomamarkkinoista. Tämä muuttaa propositioista saatavia tuloksia. (Niskanen & Niskanen, 2013, s. 280.)

Kun teoriassa otetaan huomioon yritysverot, saatujen tulosten mukaan pääomarakenteella on vaikutusta yrityksen markkina-arvoon (Ross ym., 2010, s. 523). Tämä johtuu siitä, että velkarahoituksen korot ovat vähennyskelpoisia verotuksessa, toisin kuin omaan pääomaan liittyvät kustannukset. Tästä saatavan veroedun myötä yrityksen arvo nousee vieraan pääoman osuuden kasvaessa. Yritykselle on siis löydettävissä optimaalinen pääomarakenne, kun mallissa huomioidaan yritysverot. (Niskanen & Niskanen, 2013, s. 280–282.) Velkarahoituksen määrän kasvaminen suhteessa oman pääoman määrään lisää kuitenkin yrityksen konkurssin ja siihen liittyvien konkurssikustannusten todennäköisyyttä, minkä seurauksena yrityksen markkina-arvo alkaa laskea (Brealey ym., 2020, s. 482–483). Yrityksen ei siis ole kannattavaa tavoitella mahdollisimman suurta velkaantumistasetta siitä huolimatta, että velkarahoituksen määrän lisääminen voi aluksi nostaa sen markkina-arvoa veroedun kautta. Myös yritysjohton, omistajien ja velkojien välillä vallitsevasta informaatioasymmetriasta johtuvat agenttikustannukset voivat laskea yrityksen markkina-arvoa. Esimerkiksi lähitulevaisuudessa todennäköiseltä vaikuttava konkurssi voi saada yrityksen velkojat huolestuneiksi omasta edustaan, minkä vuoksi yrityksen valvontakustannukset kasvavat. Tämä puolestaan johtaa yrityksen arvon alentumiseen. (Niskanen & Niskanen, s. 283–287.)

Modiglianin ja Millerin kahdesta propositiosta muodostuva irrelevanttiusteoreema on vaikuttanut merkittävästi pääomarakenteeseen liittyvän tutkimuksen kehittymiseen. Kuten aiemmin on kuitenkin jo mainittu, propositioihin on kohdistunut myös paljon kritiikkiä esimerkiksi niissä tehtyihin oletuksiin liittyen. (DeAngelo & DeAngelo, 2006.) Esimerkiksi markkinoilla esiintyvien epätäydellisyyksien vuoksi propositioille ei anneta nykyään enää yhtä paljoa painoarvoa kuin niille on aiemmin annettu (Ross ym., 2010, s. 530).

3.1.2 Signaalointiteoria

Toisin kuin täydellisten pääomamarkkinoiden oletukseen perustuvat Modiglianin ja Millerin propositiot, Rossin (1977) kehittämä signaalointimalli ottaa huomioon yritysjohton ja yrityksen rahoittajien välillä vallitsevan informaatioasymmetrian. Informaatioasymmetrialla tarkoitetaan tilannetta, jossa yrityksen johdolla on rahoittajia enemmän tietoa yrityksestä. Yritysjohton hallussa olevat tiedot olisivat rahoittajille hyödyllisiä heidän tehdessään päätöksiä yrityksen rahoittamiseen liittyen, mutta tietojen siirtämistä osapuolelta toiselle vaikeuttaa se, että yritysjohton jakaman tiedon voidaan odottaa korostavan yrityksen näkökulmasta suotuisia tietoja eikä ulkopuolisten ole helppoa tarkistaa yrityksen jakamien tietojen paikkansapitävyyttä. Tietoja voidaan kuitenkin siirtää yritysjohton antamien signaalien avulla, esimerkiksi sisäpiiriin kuuluvan päätös sijoittaa yritykseen signaloi yrityksen laatuun liittyviä tietoja sijoittajille. (Leland & Pyle, 1977.)

Signaalointimallin mukaan paremmin kannattavilla yrityksillä on suurempi määrä velkaa kuin kannattavuudeltaan heikommilla yrityksillä. Kun yritys ottaa lisää velkaa toimintansa rahoittamiseksi, yritykseen kohdistuvat riskit kasvavat. Tästä syystä velkarahoituksen määrän lisääminen lähettää sijoittajille signaalin yrityksen kannattavuudesta, ja nostaa markkinoilla vallitsevaa käsitystä yrityksen arvosta. (Ross, 1977.) Koska kaikki yritykset haluavat saavuttaa mahdollisimman korkean osakkeen arvon, yritysten täytyy käyttää laatunsa signaloimiseen muita keinoja kuin vain osakkeen alihinnoittelusta kertovaa ilmoitusta. Kun yritykset haluavat jakaa markkinoille positiivista informaatiota yrityksestä, niiden on hyvä valita signaalointiin mahdollisimman luotettavia mekanismeja. Esimerkiksi velkarahoituksen määrässä tapahtuvilla muutoksilla ja osinkojen jakamisella yritys pystyy signaloimaan tehokkaasti tietoja sijoittajille. (Barclay, Smith, & Watts, 1995.) Koska heikommin kannattavat yritykset joutuvat maksamaan enemmän kustannuksia vieraasta pääomastaan, niiden ei ole mahdollista rahoittaa sillä yhtä suurta osaa toiminnastaan kuin paremmin kannattavien yritysten. Signaalointiteorian mukaan yrityksen korkea velkaantumisaste onkin yhteydessä yrityksen arvoon. (Niskanen & Niskanen, 2013, s. 291.)

Oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen verrattuna velkarahoituksen velvoitteiden täyttämättä jättämisellä on vakavampia seurauksia, ja se voi jopa johtaa yrityksen konkurssiin. Koska yritys tarvitsee näiden velvoitteiden täyttämiseen riittävän suuria kassavirtoja, yritys pystyy lisää velkaa ottamalla viestimään positiivisista odotuksistaan tulevaisuuden kassavirtoihinsa liittyen. Velkarahoitukseen liittyvät mekanismit ovatkin tehokkaita signalointikeinoja, koska velan määrän lisäämisestä kertovan ilmoituksen seurauksena osakkeiden arvo markkinoilla nousee keskimäärin 14 prosenttia ja velan määrän vähentämistä koskeva ilmoitus puolestaan laskee osakkeiden arvoa keskimäärin 9,9 prosenttia tai 7,7 prosenttia, osakelajista riippuen. Vaikka signalointiteorian mukaan kannattavuudeltaan hyvät yritykset rahoittavat suuremman osan toiminnastaan velkarahoituksella, teoria ottaa optimaalista pääomarakennetta enemmän kantaa yrityksen yksittäisiin päätöksiin käyttäen omaa tai vierasta pääomaa toimintansa rahoittamiseen. (Barclay ym., 1995.)

3.1.3 Pecking order -teoria

Myersin ja Majlufin (1984) tunnetuksi tekemän pecking order -teorian mukaan yritykset noudattavat eri rahoituslähteidensä käyttämisessä tiettyä järjestystä. Ensisijaisesti ne käyttävät toimintansa rahoittamiseen sisäistä omaa pääomaa eli tulorahoitusta. Tämän jälkeen yritykset käyttävät ulkoista vieraan pääoman ehtoista rahoitusta, ja vasta sitten ulkoista oman pääoman ehtoista rahoitusta, kuten osakeantaja. (Niskanen & Niskanen, 2013, s. 291.) Ulkoisen rahoituksen osalta yritykset etenevät rahoituksen riskin mukaisessa järjestyksessä. Ensin otetaan velkaa, sitten käytetään välirahoitukseen kuuluvia instrumentteja ja vasta aivan viimeisenä ulkoista omaa pääomaa. (Brealey, Myers, & Allen, 2020, s. 498.) Tässä järjestyksessä etenemällä yritys käyttää ensin rahoitusmuotoja, joiden arvo muuttuu vähiten markkinoiden reagoidessa yrityksestä saatuun uuteen informaatioon (Denis & Mihov, 2003).

Koska yritysjohtolla on sijoittajia enemmän tietoa yrityksestä, osapuolten näkemykset yrityksen tulevaisuuteen liittyen voivat olla hyvin erilaisia. Tämän vuoksi yrityksen osakkeet voivat olla markkinoilla väärin hinnoiteltuja. Esimerkiksi osakeannin järjestäminen saattaa näin ollen lähettää sijoittajille viestin yrityksen osakkeen

yliarvostuksesta, mikä johtaa osakkeiden arvon laskemiseen. (Ross ym., 2010, s. 533.) Koska yrityksen ilmoitus ulkoisen pääoman hankkimisesta voidaan tulkita markkinoilla johdon huolestuneisuudeksi yrityksen taloudellisesta tilanteesta, yritykset suosivat velkarahoitusta oman pääoman sijaan (Brealey ym., 2020, s. 497). Kannattavat yritykset ottavat teorian mukaan vähemmän velkaa sen vuoksi, että riittävän suuren tulorahoituksen vuoksi niille ei muodostu tarvetta ottaa velkarahoitusta, joka on teorian mukaisessa käyttöjärjestyksessä ensimmäinen ulkoisen rahoituksen muoto (Brealey ym., s. 498; Ross ym., s. 533).

Teorian mukaan yrityksellä olisi hyvä olla tarpeeksi suuri määrä likvidiä varallisuutta (*financial slack*), jotta sen ei tarvitse jättää investointimahdollisuuksia käyttämättä puuttuvan rahoituksen vuoksi. Tätä rahoitusta yritys pystyy kerryttämään esimerkiksi jättämällä varoja yritykseen osinkojen jakamisen sijaan. (Myers & Majluf, 1984.) Osinkojen jakamatta jättäminen ei kuitenkaan ole yrityksen ensisijainen keino toimintansa rahoittamiseen, vaan tarpeen vaatiessa se ensin käyttää jo olemassa olevaa likvidiä varallisuuttaan (Myers, 1984). Liian suuri määrä tällaista varallisuutta yrityksessä ei myöskään kuitenkaan ole hyvä asia, koska sen seurauksena esimerkiksi agenttiongelmien voivat vaikeutua (Brealey ym., 2020, s. 500).

Pecking order -teoria ei määrittele tiettyä optimaalista pääomarakennetta, vaan sen mukaan yrityksen pääomarakenne määräytyy yrityksen ulkoisen rahoituksen tarpeen mukaan (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010, s. 533). Yrityksen tarve ulkoiselle rahoitukselle on puolestaan yhteydessä sen investointeihin, jotka se rahoittaa teorian mukaisessa rahoituksen käyttöjärjestyksessä (Harris & Raviv, 1991). Optimaalisen rahoitusrakenteen määrittelemistä teorian avulla vaikeuttaa myös se, että tulorahoitukseen ja osakeanneista saatavaan pääomaan jaettu oma pääoma sijoittuvat rahoituksen käyttöjärjestyksen eri päihin (Brealey ym., 2020, s. 498).

3.2 Velkarahoitus

Vierasta pääomaa toimintansa rahoittamiseen ottanut yritys on velvollinen maksamaan lainan pääoman takaisin velkojalle. Lisäksi sen pitää maksaa myös velkojan tuotto-odotuksen mukaista korkoa lainan jäljellä olevan pääoman osalta (Ross ym., 2010, s.

201.) Velan korko muodostuu riskittömästä korosta ja riskipreemiosta, jonka suuruuden luotonantaja määrittelee yrityksen riskisyyden perusteella. Yritys voi vaikuttaa riskipreemion suuruuteen asettamalla lainalle vakuuden tai kovenantin eli sopimusvakuuden, joka suojaa luotonantajaa yrityksen taloudellisessa tilanteessa tapahtuvilta muutoksilta. (Ikäheimo, Laitinen, Laitinen, & Puttonen, 2014, s. 97–101.) Vakuuden lisäksi myös yrityksen liiketoiminnan kassavirta vaikuttaa lainanantajan arvioon sen lainan takaisinmaksukyvyistä. (Libby, 1979). Esimerkiksi joukkovelkakirjalainat ja pankkilainat ovat vieraan pääoman ehtoista rahoitusta (Brealey, Myers & Allen, 2020, s. 631). Suomalaisyritysten yleisin tapa rahoittaa toimintaansa velkarahoituksella on pankkilaina (Niskanen & Niskanen, 2013, s. 28).

Yrityksen pitää maksaa luotonantajille ennen oman pääoman sijoittajia, mutta esimerkiksi tuloksen merkittävän parantumisen myötä se ei ole velvollinen maksamaan velkojille enempää kuin lainasopimuksessa on sovittu. Luotonantajilla ei myöskään ole äänivaltaa yrityksessä. (Brealey ym., 2020, s. 374.) Toisaalta yritys on velvollinen maksamaan luotonantajalle lainaan liittyviä maksuja tuloksestaan riippumatta. Mahdollisen konkurssin tapauksessa luotonantajat saavat myös periä saatavansa ennen oman pääoman sijoittajia. (Ikäheimo ym., 2014, s. 106–107.) Jos yritys ei kuitenkaan ole kykenevä suoriutumaan velkarahoitukseen liittyvistä maksuvelvoitteistaan, velkoja voi aloittaa toimenpiteet saataviensa saamiseksi. Tämä prosessi voi johtaa jopa yrityksen konkurssiin, joka ei ole mahdollinen seuraus oman pääoman ehtoista rahoituksesta (Ross ym., 2010, s. 201.) Koska toimintaansa velkarahoituksella rahoittava yritys on velvollinen maksamaan lainaan liittyviä maksuja, velkarahoituksen avulla voidaan myös valvoa yritysjohton toimintaa. Johton tulee varmistaa, että yritys pystyy suoriutumaan maksuvelvoitteistaan, ja tämän seurauksena toiminnan rahoittamiseen käytettävä velkarahoitus voi myös vähentää johdon liiallista rahankäyttöä. (Kim ym., 2010, s. 79.)

Oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen verrattuna velkarahoitukseen liittyy matalampi riski, minkä vuoksi siitä aiheutuu yritykselle vähemmän kustannuksia sijoittajan asettaman matalamman tuotto-odotuksen myötä (Ikäheimo ym., 2014, s. 104–105). Myös yrityskohtaiset ominaisuudet vaikuttavat yrityksen vieraan pääoman kustannuksiin. Esimerkiksi yrityksen suuren koon on havaittu laskevan sen lainoihin

liittyviä kustannuksia, koska lainanantajat arvioivat suurempien yritysten olevan matalariskisempiä sijoituskohteita. (Petersen & Rajan, 1994.) Myös yrityksen velkaantuminen vaikuttaa lainanantajan määrittelemään rahoitukselle määrittelemään korkotasoon, esimerkiksi Karjalaisen (2011) mukaan velkarahoituksen määrän lisääminen nostaa siihen liittyviä kustannuksia, mikä voi saada yritykset pienentämään velkarahoituksen osuutta pääomarakenteestaan. Huguet ja Gandia (2014) puolestaan havaitsivat tutkimuksessaan vaikutuksen olevan epälineaarinen. Lisääntyvä velan määrä laskee yrityksen kustannuksia tiettyyn pisteeseen asti, mutta tämän jälkeen kustannukset alkavat nousta, mikä on seurausta yrityksen riskisyyden kasvamisesta. Yrityksen heikosta taloudellisesta tilanteesta seurausta olevan negatiivisen oman pääoman on myös havaittu nostavan vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kustannuksia (Kim ym., 2011). Yrityksen hyvä kannattavuus puolestaan parantaa rahoituksen saatavuutta ja laskee sen kustannuksia (Huq, Hartwig & Rudholm., 2022). Vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen korkokulut ovat osa yrityksen liiketoiminnan kustannuksia ja myös vähennyskelpoisia verotuksessa, minkä myötä yritys saa niistä merkittävän veroedun (Brealey ym., 2020, s. 374). Koska osinkojen jakamista ei voi vähentää verotuksessa, tämä on merkittävä ero oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen verrattuna (Ross ym., 2010, s. 201).

3.3 Relationship banking

Relationship banking tarkoittaa yrityksen ja pankin välille muodostuvaa pankkisuhdetta (Niskanen & Niskanen, 2013, s. 293–294). Bootin (2000) määritelmän mukaan relationship bankingistä on kyse silloin, kun yritykselle rahoitusta myöntänyt pankki kerää yrityksestä muutakin kuin julkisesti saatavilla olevaa tietoa osapuolten välisten palveluiden käyttämiseen liittyvien vuorovaikutustilanteiden kautta. Lainarahoituksen lisäksi pankkisuhteeseen voi kuulua myös muita pankin tarjoamia palveluita, joiden kautta se myös saa tietoja yrityksestä. Yrityksestä saatavien tarkempien tietojen lisäksi myös luotonantajan kyseiseen yritykseen liittyvät valvontakustannukset alenevat. Näiden asioiden myötä lainojen saatavuus yritykselle paranee. (Petersen & Rajan, 1994.)

Yrityksen tietojen julkistamiseen markkinoilla sisältyy riski tietojen päätymisestä sen kilpailijoille, minkä vuoksi yritykset eivät mielellään jaa informaatiota julkisesti (Boot, 2000). Luotonantajana toimiva pankki saa kuitenkin laina-ajan aikana käyttöönsä tietoja, joita yritys ei ole kertonut rahoitusmarkkinoiden muille toimijoille. Tällaisten tietojen jakaminen vakuuttavalla tavalla muille rahoittajille ei ole edes mahdollista. (Rajan, 1992.) Saamiaan tietoja pankki käyttää apunaan esimerkiksi lainan takaisinmaksun valvonnassa (Bharath, Sunder, & Sunder, 2008). Tiedot myös vähentävät informaation epäsymmetristä jakaantumista yrityksen ja pankin välille (Boot, 2000). Pidempään kestäneessä pankkisuhteessa pankki valvookin yritystä harvemmin, minkä myötä sen yrityksen valvontaan liittyvät kustannukset alenevat. Valvontakustannusten pienentymisen myötä pankki laskee lainalle asettamaansa tuottovaatimusta, mikä puolestaan pienentää yritykselle velkarahoituksesta aiheutuvia korkokustannuksia. (Blackwell & Winters, 1997.)

Pankkisuhteen on todettu parantavan myös lainojen saatavuutta yritykselle. Erityisesti pitkään kestänyt pankkisuhte, lainanantajan muiden palvelujen käyttäminen ja useiden lainojen ottaminen samalta pankilta vaikuttavat positiivisesti yrityksen mahdollisuuksiin saada lainaa. Yrityksen useilta pankeilta ottamat lainat puolestaan nostavat sen velkarahoitukseen liittyviä kustannuksia ja heikentävät lainojen saatavuutta. (Petersen & Rajan, 1994.) Yrityksen keskittäessä lainojaan samalle lainanantajalle, pankki saa yrityksestä muita pankkeja enemmän informaatiota. Koska pankki haluaa yrityksen ottavan lainansa jatkossakin heiltä, se hyödyntää pankkisuhteen seurauksena alentuneet yrityksen valvontakustannukset määrittelemällä myöntämälleen lainalle uuden, matalamman koron. (Blackwell & Winters, 1997.) Myös Suomessa tehdyn tutkimuksen mukaan pienten yritysten on mahdollista saada lainaa matalammalla korolla silloin, kun yrityksen ja pankin välille on muodostunut pitkäaikainen pankkisuhte. Lainojen ottaminen useammalta luotonantajalta johtaa puolestaan korkeampiin velkarahoituksen vakuusehtoihin. (Niskanen & Niskanen, 2000.)

Erityisesti pienet yritykset voivatkin pyrkiä muodostamaan pankkisuhteen, jotta ne saisivat tarvitsemaansa rahoitusta helposti myös jatkossa (Petersen & Rajan, 1994). Nykyisin pankkisuhteiden merkitys esimerkiksi velkarahoituksen kustannuksien

määrittelemisessä ei kuitenkaan ole välttämättä enää niin suuri kuin aiemmin, koska rahoitusmarkkinoiden toimijoiden välinen kilpailu asiakkaista on lisääntynyt. Tämän seurauksena yritys pystyy halutessaan ottamaan lainaa myös muilta toimijoilta, jos se ei ole tyytyväinen lainanantajansa tarjoamaan rahoitukseen. (Rajan, 1992.) Toimijoiden välisen kilpailun lisääntymisen ei kuitenkaan ole havaittu vaikuttavan niiden myöntämän rahoituksen kustannuksiin, mutta pankit voivat sen myötä vaatia yrityksiltä aiempaa pienempiä vakuusehtoja (Niskanen & Niskanen, 2000).

3.4 Tutkimushypoteesien muodostaminen

Yritysten sidosryhmien tarve saada yrityksistä luotettavaa tietoa on kasvanut yritysten liiketoimintaympäristöjen ja toiminnan muututtua aiempaa monimutkaisemmaksi. Agenttiongelmien hallitseminen onkin yleinen syy tilintarkastajan valitsemiselle. Suuri osa yrityksistä on lainsäädännön perusteella tilintarkastusvelvollisia, mutta erityisesti velvollisuuden ulkopuolelle jäävät pienet listaamattomat yritykset voivat suorittaa tilintarkastuksen myös vapaaehtoisesti tilinpäätöstietojensa luotettavuuden parantamiseksi. Yrityksillä on useita eri syitä suorittaa vapaaehtoinen tilintarkastus, mutta vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen parempaan saatavuuteen ja matalampiin korkokustannuksiin liittyvien syiden on havaittu vaikuttavan erityisesti listaamattomien yritysten tilintarkastuspäätöksiin. Tilintarkastajan valinnalla yritykset puolestaan voivat vaikuttaa siihen, kuinka paljon tilintarkastus lisää sen raportointien tietojen luotettavuutta. Tutkimuksissa on esimerkiksi havaittu, että Big-4 -tilintarkastusyhteisön suorittama tarkastus lisää tietojen luotettavuutta muiden tilintarkastajien suorittamia tarkastuksia enemmän. Tämän myötä lainanantajat antavat yrityksen raportoimille tiedoille enemmän painoarvoa, mikä puolestaan laskee yritykselle myönnetyn velkarahoituksen kustannuksia.

Lainan myöntämisen yhteydessä lainanantaja määrittelee myöntämälleen rahoitukselle koron yrityksen riskisyyden perusteella. Suoritetun tilintarkastuksen lisäksi esimerkiksi yrityksen pääomarakenne, pankkisuhde ja lainalle antamat vakuudet vaikuttavat sen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen korkokustannusten suuruuteen. Yrityksen valmiiksi suuren velkaantumisasteen on havaittu huonontavan lainanantajien arviota sen lainan takaisinmaksukyvyistä, minkä seurauksena yrityksen

saamalla rahoitukselle määritellään korkeampi korko. Yrityksen ja sen lainanantajan välille muodostunut pitkäaikainen pankkisuhde puolestaan parantaa rahoituksen saatavuutta ja pienentää siihen liittyviä kustannuksia. Asettamalla lainalle vakuuden yritys pystyy vaikuttamaan lainanantajan arvioon riskisyydestään ja laskemaan vieraan pääoman ehtoisen rahoituksensa kustannuksia. Koska lainanantajat määrittelevät myöntämälleen lainalle koron yrityksen raportoimien tietojen perusteella, näiden tietojen luotettavuus on lainanantajille tärkeää. Tilintarkastuksen avulla yritykset pystyvätkin lisäämään tilinpäätöstietojensa luotettavuutta ja näin vaikuttamaan vieraan pääoman ehtoisen rahoituksensa kustannusten suuruuteen.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, onko suoritettulla tilintarkastuksella vaikutusta yrityksen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen korkokustannuksiin. Koska aihetta ei ole aiemmin tutkittu paljoa suomalaisella aineistolla, tämän tutkimuksen aineisto muodostetaan suomalaisten listaamattomien yritysten tilinpäätöstietojen pohjalta. Tutkielman tutkimuskysymyksen ja aiemmin saadun tutkimustiedon perusteella muodostetaan tämän tutkielman tutkimushypoteesit suoritettun tilintarkastuksen ja yrityksen velkarahoituksen välisen yhteyden tutkimiseksi. Tässä tutkimuksessa testataan siis seuraavien tutkimushypoteesien paikkansapitävyyttä:

H0: *”Suoritettu tilintarkastus ei vaikuta yrityksen vieraan pääoman kustannuksiin.”*

H1: *”Suoritettu tilintarkastus vaikuttaa yrityksen vieraan pääoman kustannuksiin.”*

4 AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄ

Tässä luvussa kuvataan tutkimuksessa käytettävä aineisto ja tutkimusmenetelmä.

4.1 Tutkimusaineisto

Tämän tutkimuksen aineisto muodostuu suomalaisten listaamattomien yritysten tilinpäätöstiedoista vuosilta 2016–2019. Tutkimuksessa käytettävät tiedot kerätään pääasiallisesti yritysten vuosien 2017 ja 2018 tilinpäätöksistä. Tämän lisäksi tutkimuksessa käytetään joitakin vuosina 2016 ja 2019 raportoituja tietoja, jotta esimerkiksi yritysten kasvuun liittyvät muuttujat saadaan määritettyä. Aineistona käytettävät tiedot kerätään Suomen Asiakastieto Oy:n ylläpitämästä Voitto+ -yritystietokannasta.

Tutkimuksen aineistoon ei tehdä rajoituksia toimialan osalta, vaan siihen kuuluu eri toimialoilla toimivia yrityksiä. Toimialoihin perustuvan rajauksen sijaan aineistoa rajataan yhtiömuodon, yritysten koon ja tilintarkastajan yrityksille antaman lausunnon perusteella. Kaikki aineistoon kuuluvat yritykset ovat yhtiömuodoltaan osakeyhtiöitä. Yritysten koon osalta aineisto rajataan yrityksiin, joiden liikevaihto vuonna 2018 oli vähintään 160 000 euroa ja enintään 182 000 euroa. Koska yrityksiä oli vielä tämän rajauksen jälkeen jäljellä suuri määrä, aineistoa rajataan vielä taseen loppusumman perusteella. Kaikkien aineistossa mukana olevien yritysten taseen loppusumma vuonna 2018 on ollut enintään 100 000 euroa, joka on myös yksi tilintarkastusvelvollisuuden kriteereistä suomalaisessa lainsäädännössä. Tilintarkastajan antaman lausunnon osalta aineistoon otetaan mukaan vain yrityksiä, jotka olivat vuonna 2018 saaneet vakiomuotoisen tilintarkastuskertomuksen ja yrityksiä, joille ei ollut annettu vuonna 2018 lausuntoa tilintarkastusvelvollisuuden ulkopuolelle kuulumisen myötä. Näin ollen esimerkiksi tilintarkastajalta huomautuksen saaneita yrityksiä ei ole mukana tutkimuksessa käytettävässä aineistossa.

Voitto+ -yritystietokannasta otettuun aineistoon sisältyi 263 suomalaisen yrityksen tiedot. Tämän jälkeen aineistosta poistettiin yritykset, joista ei ollut saatavilla kaikkia

tutkimuksen tekemiseen tarvittavia tietoja. Yleisimmät syyt yrityksen aineistosta poistamiseen olivat puuttuvat tiedot tilintarkastuksen suorittamisesta tai puutteelliset tiedot sen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kustannuksista. Tietojen läpikäymisen jälkeen tutkimuksessa käytettävään aineistoon sisältyi 31 suomalaisyritystä. Jos yrityksen tilinpäätöstiedoissa on saatavilla tutkimuksessa tarvittavat tiedot useammalle tilikaudelle vuosilta 2016–2018, ne on kaikki otettu mukaan tutkimusaineistoon. Lopulliseen aineistoon sisältyy 58 havaintoa. Alla olevaan taulukkoon on koottu aineistossa mukana olevien yritysten toimialat.

Taulukko 1. Yritysten toimialat.

Toimiala	Yritysten lukumäärä
Teollisuus	7
Rakentaminen	3
Tukku- ja vähittäiskauppa; moottoriajoneuvojen ja moottoripyörien korjaus	4
Kuljetus ja varastointi	4
Informaatio ja viestintä	1
Kiinteistöalan toiminta	2
Ammatillinen, tieteellinen ja tekninen toiminta	5
Hallinto- ja tukipalvelutoiminta	2
Taiteet, viihde ja virkistys	2
Muu palvelutoiminta	1

4.2 Regressiomallin muuttujat

Tutkimuksessa käytettävä regressiomalli on muodostettu aihepiiristä aiemmin tehtyjen tutkimusten (Huguet & Gandia, 2014; Huq, Hartwig & Rudholm., 2022; Karjalainen, 2011; Kim, Simunic, Stein & Yi., 2011; Minnis, 2011) käyttämien regressiomallien pohjalta. Alla esitetään tutkimuksessa käytettävä regressiomalli (mukaillen Huguet ja Gandia):

$$Korkotas_{it+1} = \alpha + \beta_1 \text{Tilintarkastus}_{it} + \gamma \text{Kontrolli} + \epsilon_{it+1} \quad (1)$$

Regressiomallin selitettävänä muuttujana on vieraan pääoman kustannusta eli korkoa kuvaava *Korkotas*. Kuten aiemmissa tutkimuksissa (Huguet & Gandia, 2014;

Minnis, 2011; Pittman & Fortin, 2004) on todettu, tätä muuttujaa ei voida havainnoida suoraan yritysten tilinpäätöstiedoista. Tästä syystä mallissa käytetään sijaismuuttujaa, jonka arvo saadaan jakamalla yrityksen korkokulut sen vieraan pääoman keskimääräisellä määrällä tilikauden aikana. Koska suoritettujen tilintarkastusten voidaan olettaa vaikuttavan koron suuruuteen vasta viiveellä, sijaismuuttujan muodostamisessa korkokuluina käytetään tutkimuksen kohteena olevan tilikauden jälkeisen tilikauden korkokuluja. Tämän vuoksi korkotaso lasketaan seuraavalla kaavalla, johon sisältyy korollinen vieras pääoma hetkillä t ja $t+1$:

$$Korkotaso_{it+1} = \frac{Korkokulut\ ja\ muut\ rahoituskulut}{\frac{Korollinen\ VPO_{it+1} + Korollinen\ VPO_{it}}{2}} \times 100 \quad (2)$$

Kaavan korolliseen vieraaseen pääomaan sisältyvät pitkäaikaiset joukkovelkakirjalainat, pitkäaikaiset vaihtovelkakirjalainat, pitkäaikaiset lainat rahoituslaitoksilta, lyhytaikaiset joukkovelkakirjalainat, lyhytaikaiset vaihtovelkakirjalainat ja lyhytaikaiset lainat rahoituslaitoksilta.

Mallin selittävänä muuttujana on binäärimuuttuja *Tilintarkastus*, joka saa arvon 1, kun yrityksen tilinpäätöstiedoille on suoritettu tilintarkastus ja arvon 0, kun tiedoille ei ole suoritettu tilintarkastusta (Huguet & Gandia, 2014). Kaavan muuttujaan *Kontrolli* sisältyvät mallissa käytettävät kontrollimuuttujat, jotka käydään seuraavaksi läpi. Selittävän muuttujan ja kontrollimuuttujien lisäksi regressiomalliin sisältyy myös epävarmuustekijä, ϵ , johon sisältyy vaihtelu, jota ei voida tutkimuksessa käytetyn mallin avulla selittää. Epävarmuustekijän saaman arvon avulla voidaan arvioida, kuinka hyvin tutkimuksessa käytettävä malli sopii tutkimusaineiston kuvaamiseen. (Holopainen & Pulkkinen, 2008, s. 282.)

Ensimmäinen kontrollimuuttuja on *Koko*, jonka avulla mallissa otetaan huomioon yrityksen koko. Tämän ominaisuuden huomioiminen on tärkeää, koska yritysten riskisyyden on havaittu laskevan niiden koon kasvaessa. Muuttujan arvo on taseen loppusumman luonnollinen logaritmi. (Huguet & Gandia, 2014; Karjalainen, 2011; Kim ym., 2011; Minnis, 2011.)

Seuraava kontrollimuuttuja on yrityksen kannattavuuteen liittyvä *ROA* eli kokonaispääoman tuotto prosentti. Tämän yrityskohtaisen ominaisuuden huomioon ottaminen on tärkeää, koska yrityksen hyvän kannattavuuden on havaittu parantavan lainojen saatavuutta yritykselle. Tunnusluvun arvo saadaan jakamalla yrityksen liiketoiminnan tulos ennen veroja ja rahoituseriä yrityksen taseen loppusummalla. (Huguet & Gandia, 2014; Huq, Hartwig, & Rudholm, 2022.) Tässä tutkimuksessa tunnusluku *ROA* saadaan kerättyä suoraan yritystietokannasta, josta muukin tutkimuksen aineisto kerätään.

Mallin kolmas kontrollimuuttuja on *Neg_Opo* eli negatiivinen oma pääoma. Yrityksen oma pääoma on negatiivinen, jos sen velat ovat sen varoja suuremmat. Oman pääoman arvo saadaan vähentämällä yrityksen vieras pääoma sen taseen loppusummasta. Kontrollimuuttuja *Neg_Opo* on binäärimuuttuja, joka saa arvon 1 yrityksen oman pääoman ollessa negatiivinen ja muissa tilanteissa arvon 0. Yritysten taloudellisista vaikeuksista johtuvan negatiivisen oman pääoman on havaittu nostavan niiden vieraan pääoman kustannuksia, mikä on seurausta yritysten riskisyyden lisääntymisestä. Tämän muuttujan avulla mallissa pystytään huomioimaan yritykseen kohdistuva luottoriski. (Huguet & Gandia, 2014; Huq ym., 2022; Karjalainen, 2011; Kim ym., 2011; Minnis, 2011.)

Neljäntenä kontrollimuuttujana mallissa on *Velkaantuminen*, joka saadaan jakamalla yrityksen korollinen velka sen kokonaisvarallisuudella. Tämän muuttujan avulla mallissa otetaan huomioon yritykseen kohdistuvan taloudellisen riskin vaikutus. Aiemmin tehdyissä tutkimuksissa on havaittu, että yrityksen lisääntyvä vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen määrä laskee sen korkokuluja ainakin tiettyyn velan määrään asti, minkä jälkeen yrityksen korkokulut alkavat nousta velan määrää lisääntyessä. Tämän vuoksi malliin on otettu mukaan myös kontrollimuuttuja *Velkaantuminen*², kuten Huguetin ja Gandian (2014) tutkimuksessa. Tämän muuttujan arvo on kontrollimuuttujan *Velkaantuminen* neliö. (Huguet & Gandia, 2014; Huq ym., 2022; Karjalainen, 2011; Kim ym., 2011; Minnis, 2011.)

Mallin viides kontrollimuuttuja on *Kasvu*, jonka avulla mallissa pystytään huomioimaan yrityksen kasvun vaikutus sen vieraan pääoman korkokuluihin.

Muuttuja kontrolloi yrityksen liiketoimintariskin vaikutusta, ja sen arvo saadaan laskemalla yrityksen liikevaihdossa tilikauden aikana tapahtunut muutos. Muuttujan arvo ilmoitetaan prosentteina. Yrityksen kasvun on havaittu lisäävän tilintarkastuksen kysyntää, koska yritys haluaa tarjota luotettavaa tietoa sidosryhmilleen esimerkiksi tehdessään liiketoimintaansa liittyviä päätöksiä. (Huguet & Gandia, 2014; Huq ym., 2022; Minnis, 2011.)

Tutkimuksessa käytettävä regressiomalli on siis seuraava:

$$Korkotas_{it+1} = \alpha + \beta_1 \text{Tilintarkastus} + \beta_2 \text{Koko} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{NegOppo} + \beta_5 \text{Velkaantuminen} + \beta_6 \text{Velkaantuminen}^2 + \beta_7 \text{Kasvu} + \epsilon_{it+1} \quad (3)$$

4.3 Regressioanalyysi

Regressioanalyysin avulla pystytään muodostamaan matemaattinen malli, joka kuvaa regressiomallin muuttujien välillä vallitsevia suhteita (Karjalainen, 2010, s. 136). Tässä tutkimuksessa tutkimusmenetelmänä on usean selittävän muuttujan regressiomalli, jota käyttäen on mahdollista tarkastella mallin selitettävän muuttujan ja useiden selittävien muuttujien välisiä yhteyksiä (Holopainen & Pulkkinen, 2008, s. 275). Useiden muuttujien sisällyttäminen regressiomalliin nostaa mallin selitysastetta, mutta toistensa kanssa korkeasti korreloivien muuttujien valitsemista malliin tulee välttää (Karjalainen, 2010, s. 139). Selitysasteella tarkoitetaan sitä, kuinka suuri osa selitettävän muuttujan vaihtelusta pystytään yhteensä selittämään regressiomallissa mukana olevien selittävien muuttujien arvoissa tapahtuvalla vaihtelulla. Usean muuttujan regressiomallin arvioimiseen käytetään korjattua selitysastetta, joka nousee vain silloin, kun regressiomalliin lisätty muuttuja todella parantaa mallin kykyä selittää selitettävän muuttujan arvoissa tapahtuvaa vaihtelua. (Heikkilä, 2014, s. 235.)

Kun tutkimusmenetelmänä käytetään usean selittävän muuttujan regressiomallia, muodostetun mallin avulla pystytään tutkimaan jokaisen mallissa mukana olevan muuttujan vaikutusta selitettävään muuttujan saamaan arvoon. Muodostetun regressiomallin sopivuutta käytettävän aineiston kuvaamiseen voidaan tarkastella muuttujien saamien regressiokerrointen ja t-testin arvojen kautta. Jos jokin

regressiomallin muuttujista saa hyvin pienen regressiokertoimen arvon, selitettävän muuttujan ja kyseisen selittävän muuttujan välillä ei ole yhteyttä. Muuttujan samaa pieni t-testin arvo puolestaan tarkoittaa sitä, että tehtyä havaintoa ei voida pitää tilastollisesti merkitsevänä. Tällöin tehtyä havaintoa ei voida yleistää populaatiota koskevaksi. (Nummenmaa, Holopainen, Pulkkinen, & Kimpimäki, 2014, s. 249–252.)

Regressiomallin muodostamisen tavoitteena on löytää sellainen selittävien muuttujien kokonaisuus, joka selittää mahdollisimman suuren osan mallin selitettävän muuttujan arvossa tapahtuvasta vaihtelusta (Heikkilä, 2014, s. 227). Tämän tutkimuksen regressiomallin muodostamisen pohjana onkin käytetty aiheesta aiemmin tehdyissä tutkimuksissa käytettyjä regressiomalleja. Tällä tavalla on varmistettu, että malliin on valittu aiheen tutkimisen kannalta keskeisimmät muuttujat. Joitakin aiemmissa tutkimuksissa esiintyviä muuttujia on kuitenkin jouduttu jättämään pois tätä tutkimusta varten muodostetusta regressiomallista siksi, että näiden muuttujien muodostamista varten tarvittavia tietoja ei ole ollut saatavilla havaintoaineistossa mukana olevista yrityksistä.

Kuten jo aineistoa käsittelevässä alaluvussa mainittiin, tämän tutkimuksen tekemiseen käytettävästä havaintoaineistosta on poistettu sellaiset yritysten tilikaudet, joilta ei ole saatavilla kaikkia tämän tutkimuksen tekemiseen tarvittavia tietoja. Koska myös havaintoaineistossa olevat poikkeavat arvot voivat vaikuttaa merkittävästi regressiomallista saataviin tuloksiin, ne tulee myös tutkia ja tarvittaessa poistaa aineistosta (Holopainen & Pulkkinen, 2008, s. 287). Kuten esimerkiksi Karjalaisen (2011) tutkimuksessa, tässäkin tutkimuksessa tämä on toteutettu winsorointimenetelmää käyttäen. Kaikille tutkimuksen jatkuville muuttujille suoritetaan winsorointi eli havaintoaineistossa olevat poikkeavat arvot korvataan jakaumaan kuuluvilla, poikkeavia arvoja lähimpänä olevilla arvoilla. Tässä tutkimuksessa 1 % ja 99 % välistä jakaumaa käytetään yrityksen kokoa, kannattavuutta ja kasvua kuvaavissa muuttujissa. Regressiomallin selitettävän muuttujan, korkotason, ja velkaantumista koskevien kontrollimuuttujien osalta käytetään 1 % ja 95 % välistä jakaumaa. Näin varmistetaan, että havaintoaineistoon sisältyvät poikkeavat arvot eivät vaikuta tutkimuksessa käytettävästä regressiomallista saataviin tuloksiin.

Ennen varsinaisen regressioanalyysin suorittamista tutkimuksessa selvitetään mallissa mukana olevien muuttujien väliset korrelaatiot Pearsonin korrelaatiokertoimia käyttäen. Tämän jälkeen suoritetaan kuvaileva tilastoanalyysi, jossa saadaan tietoa regressiomallissa mukana olevien muuttujien keskeisistä ominaisuuksista. Lopuksi suoritetaan varsinainen regressioanalyysi, jonka avulla saadaan tietoa regressiomallissa mukana olevien muuttujien välisistä riippuvuussuhteista. Koko havaintoaineiston sisältävän regressioanalyysin lisäksi suoritetaan myös toimialakohtaisia regressioanalyyssejä.

5 TILINTARKASTUKSEN JA KORKOKULUJEN VÄLINEN YHTEYS

Tässä luvussa käydään läpi saadut tutkimustulokset ja verrataan niitä aiheesta aiemmin tehtyjen tutkimusten tuloksiin. Ensin tarkastellaan mallissa mukana olevien muuttujien välisiä regressiokertoimia, minkä jälkeen esitetään havaintoaineistoa kuvailevat tilastolliset tunnusluvut. Tämän jälkeen käydään läpi regressioanalyysien tulokset.

5.1 Regressiomallin muuttujien korrelaatiokertoimet

Regressiomallin selittävien muuttujien valinnassa tulee huomioida malliin valittujen muuttujien väliset korrelaatiot. Muuttujien välinen voimakas korrelaatio aiheuttaa malliin multikollineaarisuutta, mikä vaikeuttaa mallista saatavien regressiokertoimien muuttujakohtaista tulkintaa. Multikollineaarisuuden vuoksi voi esimerkiksi olla vaikea tulkita, kumpi kahdesta voimakkaasti korreloivasta selittävästä muuttujasta vaikuttaa selitettävään muuttujaan. (Nummenmaa, Holopainen, Pulkkinen, & Kimpimäki, 2014, s. 249.) Pearsonin korrelaatiokertoimia käytettäessä kertoimen arvo sijoittuu -1:n ja +1:n välille. Arvo 0 tarkoittaa, että muuttujien välillä ei ole lineaarista riippuvuutta. (Heikkilä, 2014, s. 90–91.) Alla olevassa taulukossa on esitetty regressiomallissa mukana olevien muuttujien väliset korrelaatiokertoimet.

Taulukko 2. Pearsonin korrelaatiokertoimet regressiomallin muuttujista.

	Korkotas	Tilintarkastus	Koko	ROA	Neg_Opo	Velkaantuminen
Tilintarkastus	-0,1895					
Koko	-0,1477	-0,0100				
ROA	0,1379	-0,0156	0,0360			
Neg_Opo	-0,1819	0,1643	-0,1936	-0,3037		
Velkaantuminen	-0,4192	0,1390	-0,3602	-0,2092	0,3498	
Kasvu	-0,1711	-0,2313	0,1829	0,5209	-0,2493	-0,0425

Regressiomallin selitettävän muuttujan *Korkotas* ja selittävän muuttujan *Tilintarkastus* välinen korrelaatiokerroin on -0,1895, minkä mukaan muuttujien välillä on heikko negatiivinen korrelaatio. Kuten Huguetin ja Gandian (2014) tutkimuksessa, myöskään tässä tutkimuksessa näiden muuttujien välinen korrelaatio ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä. Myös Minnisin (2011) tutkimuksessa muuttujien väliltä

löydetään negatiivinen korrelaatio, mutta kyseisessä tutkimuksessa havainto on tilastollisesti merkitsevä. Tässä tutkimuksessa saatu muuttujien välinen negatiivinen korrelaatio on kuitenkin ristiriidassa Huqin, Hartwigin ja Rudholmin (2022) toteuttaman tutkimuksen kanssa, koska kyseisessä tutkimuksessa löydetään tilastollisesti merkitsevä positiivinen yhteys korkotason ja tilintarkastuksen väliltä. Tämän tutkimuksen suurimmat korrelaatiokertoimen arvot havaitaan muuttujien *Kasvu & ROA*, *Velkaantuminen & Korkotaso* ja *Velkaantuminen & Koko* välillä. Koska suurinkin muuttujien välisistä korrelaatiokertoimista on vain 0,5209, multikollineaarisuuden ei odoteta aiheuttavan ongelmia regressiomallin tulosten tulkitsemisessä.

5.2 Tilastolliset tunnusluvut

Vaikka tutkimuksessa käytettävään havaintoaineistoon voi kuulua suuri määrä havaintoja, tilastollisia tunnuslukuja apuna käyttäen on mahdollista esittää selkeällä tavalla aineistossa mukana olevien muuttujien keskeiset ominaisuudet (Nummenmaa ym., 2014, s. 69). Havaintoaineistoon sisältyvien arvojen pohjalta laskettavat tunnusluvut kuvaavat muuttujien jakaumia (Karjalainen, 2010, s. 87). Seuraavassa taulukossa on esitetty tässä tutkimuksessa käytettävästä havaintoaineistosta muodostetut tilastolliset tunnusluvut.

Taulukko 3. Muuttujien kuvaileva statistiikka (N=58).

	Keskiarvo	Keskihajonta	Minimi	25 %	50 %	75 %	Maksimi
Korkotaso	0,102	0,092	0,023	0,048	0,070	0,107	0,421
Tilintarkastus	0,897	0,307	0,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Koko	11,043	0,407	10,127	10,768	11,090	11,419	11,835
ROA	0,078	0,246	-0,385	-0,023	0,056	0,198	0,794
Neg_Opo	0,190	0,395	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000
Velkaantuminen	0,407	0,273	0,000	0,195	0,366	0,538	1,139
Kasvu	0,000	0,266	-0,546	-0,143	-0,057	0,095	0,841

Tämän tutkimuksen havaintoaineistossa regressiomallin selitettävän muuttujan *Korkotaso* keskiarvo on 10,2 % ja keskihajonta 9,2 %. Näin ollen havaintoaineistoon sisältyvien yritysten vieraan pääoman kustannus on keskimäärin 10,2 %. Muuttujan

keskihajonta 9,2 % on varsin suuri muuttujan keskiarvoon verrattuna, mutta muuttujan kvartiileja tarkasteltaessa voidaan huomata, että sen maksimiarvo (42,1 %) on huomattavasti suurempi kuin muuttujan muiden kvartiilien arvot. Tämä selittää muuttujan suurta keskihajontaa.

Mallin selittävän muuttujan *Tilintarkastus* keskiarvo on 0,897 ja keskihajonta 0,307. Tämä muuttuja on binäärimuuttuja, joka saa arvon 1 silloin, kun yritys on suorittanut tilintarkastuksen. Koska muuttujan keskiarvo on 0,897, voidaan todeta, että suurin osa havaintoaineistoon sisältyvistä yrityksistä on suorittanut tilintarkastuksen. Tämä pitää paikkansa, koska aineiston 58 havainnosta vain kuudessa ei ole suoritettu tilintarkastusta.

Yrityksen taseen loppusumman luonnollisena logaritmina ilmoitettavan kontrollimuuttujan *Koko* keskiarvo on 11,043 ja sen keskihajonta on 0,407. Tutkimuksen havaintoaineistossa mukana olevista yrityksistä pienimmän yrityksen koko on 10,127 ja suurimman yrityksen koko 11,835 taseen loppusumman luonnollisena logaritmina ilmoitettuna.

Yrityksen kannattavuutta kuvaavan kontrollimuuttujan *ROA:n* keskiarvo on 7,8 % ja keskihajonta 24,6 %. Keskihajonnan suuren arvon perusteella voidaan todeta, että *ROA:n* arvo vaihtelee suuresti eri yritysten kesken. Muuttujan minimiarvo on -38,5 % ja maksimiarvo 79,4 %. Joidenkin havaintoaineistossa mukana olevien toiminta ei siis ole ollut kannattavaa, mutta joidenkin on puolestaan voinut olla hyvinkin kannattavaa, ainakin *ROA:n* kautta mitattuna. Muuttujan keskiarvon 7,8 % perusteella voidaan todeta kuitenkin suurimman osan yrityksistä kannattavuuden olleen ainakin tyydyttävällä tasolla.

Yrityksen taloudellisia vaikeuksia kuvaavan negatiivisen oman pääoman eli kontrollimuuttujan *Neg_Opo* keskiarvo on 0,190. Tämä muuttuja on binäärimuuttuja, joka saa arvon 1 silloin, kun yrityksen oma pääoma on negatiivinen. Muuttujan keskiarvon perusteella voidaan havaita, että useimmilla yrityksillä ei ole taseessaan negatiivista omaa pääomaa. Tutkimuksen aineistoon kuuluukin 58 havaintoa, joista 11 havainnossa yrityksen oma pääoma on negatiivinen.

Kontrollimuuttujan *Velkaantuminen* keskiarvo on 40,7 % ja keskihajonta 27,3 %. Tämän perusteella voidaan todeta, että havaintoaineistoon kuuluvat yritykset ovat rahoittaneet toiminnastaan keskimäärin 40,7 % vieraan pääoman ehtoïsella rahoituksella. Velkarahoituksen osuus yrityksen pääomarakenteesta vaihtelee kuitenkin merkittävästi. Muuttujan minimiarvon perusteella ainakin yksi aineistoon kuuluvista yrityksistä ei ole jonain tarkasteluajankohtaan kuuluvana vuonna käyttänyt toimintansa rahoittamiseen ollenkaan velkarahoitusta. Muuttujan maksimi-arvon 113,9 % perusteella voidaan puolestaan todeta, että jokin aineiston yrityksistä on rahoittanut toimintansa jonain vuonna kokonaan velkarahoituksella sen jälkeen, kun sen oma pääoma on mennyt negatiiviseksi.

Kontrollimuuttujan *Kasvu* keskiarvo on 0,00 % ja keskihajonta 26,6 %. Muuttujan minimiarvoa sekä 25 % ja 50 % kvartiileja tarkasteltaessa voidaan todeta, että suurimman osan yrityksistä liikevaihto on pienentynyt edelliseen vuoteen verrattuna jonakin tutkimuksen tarkasteluajankohtaan kuuluvana vuotena. Muuttujan maksimi-arvon ollessa 84,1 %, voidaan kuitenkin todeta, että joidenkin aineistoon kuuluvien yrityksen liikevaihto on puolestaan kasvanut hyvin merkittävästikin jonain vuonna tarkasteluajankohdan aikana. Keskiarvon perusteella osan yrityksistä liikevaihto on myös pysynyt samana.

5.3 Regressioanalyysin tulokset

Regressiomallia käytettäessä on tärkeää tarkastella muodostetun mallin soveltuvuutta tutkittavien muuttujien välisten yhteyksien kuvaamiseen. Koska tässä tutkimuksessa käytettävä tutkimusmenetelmä on usean muuttujan regressiomalli, mallin soveltuvuutta arvioidaan korjatun selityssasteen avulla. Syynä tähän on se, että tavallinen selityssaste ei huomioi selittävien muuttujien lukumäärää, minkä vuoksi uuden muuttujan lisääminen malliin nostaa tavallista selityssastetta. Korjattu selityssaste nousee puolestaan vain silloin, kun malli selittää lisätyn muuttujan myötä aiempaa paremmin selitettävän muuttujan vaihtelua. (Nummenmaa ym., 2014, s. 251–252.) Tämän tutkimuksen regressiomallin korjattu selityssaste on 0,340 eli regressiomallissa mukana olevat selittävät muuttujat selittävät 34 % mallin selitettävän muuttujan vaihtelusta. Huguetin ja Gandian (2014) regressiomallin selityssaste on 16 %, joka on

tämän tutkimuksen selityssastetta alhaisempi. Huqin, Hartwigin ja Rudholmin (2022) regressiomallin korjattu selityssaste on puolestaan 62,32 %, joka on merkittävästi tämän tutkimuksen selityssastetta korkeampi. Alla olevassa taulukossa esitetään tutkimusta varten muodostetulla regressiomallilla saadut tulokset.

Taulukko 4. Regressioanalyysin tulokset.

Selityssaste	0,421		
Korjattu selityssaste	0,340		
F-testi	5,197		
P-arvo	<0,001		
N	58		
Selitettävä muuttuja: korkotaso			
	Regressiokerroin	Keskivirhe	P-arvo
Vakiotermi	0,895	0,304	0,005 ***
Tilintarkastus	-0,059	0,034	0,088 *
Koko	-0,058	0,027	0,038 **
ROA	0,084	0,051	0,105
Neg_Opo	-0,030	0,029	0,300
Velkaantuminen	-0,404	0,111	0,001 ***
Velkaantuminen ²	0,252	0,101	0,016 **
Kasvu	-0,110	0,047	0,024 **

*** tilastollisesti merkitsevä 1 % luottamusvälillä

** tilastollisesti merkitsevä 5 % luottamusvälillä

* tilastollisesti merkitsevä 10 % luottamusvälillä

N = havaintojen lukumäärä

Regressiomallin selittävän muuttujan *Tilintarkastus* regressiokerroin saa arvon -0,059, jonka mukaan tilintarkastuksen suorittaminen laskee yrityksen vieraan pääoman korkokustannuksia 5,9 %. Muuttujan p-arvon ollessa 0,088, tulos on tilastollisesti merkitsevä 10 % luottamusvälillä. Aiemmat tutkimustulokset aiheesta ovat ristiriitaisia. Esimerkiksi Huq, Hartwig ja Rudholm (2022) havaitsivat tutkimuksessaan tilintarkastuksen laskevan yrityksen velkarahoituksen kustannuksia noin 0,47 %. Myös Minnisin (2011) tutkimuksessa todetaan suoritettujen tilintarkastuksen laskevan yrityksen korkokuluja keskimäärin 0,69 %. Huguet ja

Gandia (2014) eivät puolestaan löydä tutkimuksessaan tilastollisesti merkitsevää yhteyttä suoritettun tilintarkastuksen ja yritysten matalampien vieraan pääoman korkokustannuksien väliltä. Kuten Huqin, Hartwigin ja Rudholmin (2022) sekä Minnisin (2011) tutkimuksissa, tässäkin tutkimuksessa siis löydetään tilastollisesti merkitsevä yhteys suoritettun tilintarkastuksen ja yrityksen matalampien vieraan pääoman korkokustannuksien väliltä.

Seuraava tarkasteltava muuttuja on yrityksen koon vaikutusta sen korkokuluihin kontrolloiva muuttuja *Koko*, jonka regressiokerroin saa arvon -0,058. Koska muuttujan samaa p-arvo on 0,038, tätä havaintoa voidaan pitää tilastollisesti merkitsevä. Lainanantajat arvioivat suuret yritykset pienempiä yrityksiä matalariskisemmiksi, minkä seurauksena niiden velkarahoitukselle määritellään matalampi korko (Petersen & Rajan, 1994). Esimerkiksi Huguetin ja Gandian (2014) tutkimuksessa yrityksen kokoon liittyvä muuttuja saa negatiivisen arvon (-0,0024), mutta kyseinen havainto ei ole tilastollisesti merkitsevä. Karjalainen (2011) puolestaan havaitsee tilastollisesti merkitsevän yhteyden yrityksen koon ja suomalaisyritysten matalampien vieraan pääoman kustannuksien välillä. Kimin, Simunicin, Stein ja Yin (2011) toteuttamassa tutkimuksessa löydetään myös tilastollisesti merkitsevä yhteys näiden muuttujien väliltä. Tämän tutkimuksen tulosten perusteella suomalaisyritysten koon ja matalampien vieraan pääoman kustannusten välillä on tilastollisesti merkitsevä yhteys, joka vastaa aiheesta aiemmin tehtyjen tutkimusten tuloksia.

Yrityksen kannattavuuteen yhteydessä oleva kontrollimuuttuja *ROA* saa regressiokertoimensa arvoksi 0,084 eli tuloksen mukaan yrityksen parempi kannattavuus nostaa yrityksen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kustannuksia. Huguetin ja Gandian (2014) tutkimuksessa muuttuja saa arvon -0,0073 eli tämän tuloksen mukaan yrityksen parempi kannattavuus laskee sen velkarahoituksen kustannuksia. Kyseinen tutkimustulos ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä. Huq, Hartwig ja Rudholm (2022) löytävät puolestaan tutkimuksessaan tilastollisesti merkitsevän yhteyden yrityksen kannattavuuden ja matalampien korkokustannuksien väliltä. Koska muuttujan p-arvo saa tässä tutkimuksessa arvon 0,105, regressiokertoimen arvoa muuttujalle *ROA* ei voida kuitenkaan pitää tilastollisesti merkitsevä.

Yrityksen taloudellisista vaikeuksista johtuva negatiivinen pääoma laskee yrityksen velkarahoituksen kustannuksia regressiomallista saatujen tulosten mukaan, koska muuttuja saa regressiokertoimelleen arvon $-0,030$. Havainnon p-arvo on kuitenkin $0,300$, minkä vuoksi havainto ei ole tilastollisesti merkitsevä. Sen lisäksi, että havainto ei ole tilastollisesti merkitsevä, se on myös ristiriidassa aiheesta aiemmin tehtyjen tutkimusten kanssa. Esimerkiksi Huqin, Hartwigin ja Rudholmin (2022) tutkimuksessa havaittiin yrityksen negatiivisen oman pääoman nostavan sen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kustannuksia. Samoin Huguet ja Gandia (2014) havaitsivat tutkimuksessaan tilastollisesti merkitsevän yhteyden negatiivisen oman pääoman ja yrityksen korkeampien korkokustannuksien välillä. Kyseisessä tutkimuksessa negatiivisen oman pääoman regressiokerroin saa arvon $0,0075$. Myös Kimin, Simunicin, Steinin ja Yin (2011) tutkimuksen mukaan yrityksen negatiivinen oma pääoma nostaa sen vieraan pääoman kustannuksia. Tässä tutkimuksessa ei siis löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä yrityksen korkokustannuksien ja sen negatiivisen oman pääoman väliltä.

Kuten Huguetin ja Gandian (2014) tutkimuksessa, myös tämän tutkimuksen tulosten mukaan kontrollimuuttuja velkaantumisen regressiokertoimen arvo on negatiivinen ($-0,404$), mutta muuttujan velkaantuminen² regressiokertoimen arvo on positiivinen ($0,252$). Myös Minnisin (2011) tutkimuksessa velkaantumisen regressiokerroin sai negatiivisen arvon ($-0,436$), mutta Pittmanin ja Fortinin (2004) tutkimuksessa muuttujan velkaantuminen regressiokertoimen arvo on positiivinen, mikä on ristiriidassa tämän tutkimuksen tulosten kanssa. Tässä tutkimuksessa saatujen tutkimustulosten mukaan korkotason ja velkaantumisen välillä on siis epälineaarinen yhteys, mikä tarkoittaa sitä, että yrityksen velkaantuminen vähentää sen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kustannuksia tiettyyn pisteeseen asti, minkä jälkeen velan määrän lisääntyminen nostaa näitä kustannuksia. Tulos on siis vastaava kuin Huguetin ja Gandian (2014) toteuttamassa tutkimuksessa. Muuttujan velkaantuminen p-arvo on $0,001$, joten sen tulosta voidaan pitää tilastollisesti erittäin merkitseväenä. Muuttujan velkaantuminen² p-arvo on puolestaan $0,016$, minkä vuoksi sen arvoa voidaan pitää tilastollisesti merkitseväenä.

Yrityksen kasvuun liittyvä kontrollimuuttuja *Kasvu* saa regressiokertoimensa arvoksi -0,110, minkä mukaan yrityksen kasvu laskee yrityksen velkarahoituksen kustannuksia. Koska muuttujan p-arvo on 0,024, muuttujan saama arvo on tilastollisesti merkitsevä. Aiemmissä tutkimuksissa, esimerkiksi Huqin, Hartwigin ja Rudholmin (2022) tutkimuksessa havaitaan tilastollisesti merkitsevä negatiivinen yhteys yrityksen koon ja korkokustannusten välillä. Huguetin ja Gandian (2014) toteuttamassa tutkimuksessa ei havaita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä yrityksen korkotason ja kasvun välillä. Minnisin (2011) tutkimuksessa puolestaan havaitaan puolestaan tilastollisesti merkitsevä yhteys yrityksen kasvun ja sen korkeampien korkokulujen välillä. Yrityksen kasvun ja velkarahoituksen kustannusten välisestä yhteydestä aiemmin saadut tutkimustulokset ovat siis ristiriitaisia. Tämän tutkimuksen tilastollisesti merkitsevän havainnon mukaan yrityksen kasvu siis laskee yrityksen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kustannuksia.

Koko havaintoaineiston sisältävän regressioanalyysin lisäksi suoritettiin myös toimialakohtaiset regressioanalyysit. Näitä regressioanalyysijä varten havaintoaineiston yritykset jaettiin kahteen toimialaan: teollisuusyrityksiin ja muilla toimialoilla toimiviin yrityksiin. Teollisuusyritykset valikoituivat toisen toimialakohtaisen regressioanalyysin yrityksiksi, koska tällä toimialalla toimivia yrityksiä sisältyy eniten tutkimuksen havaintoaineistoon. Koska joistakin aineistoon kuuluvista teollisuusyrityksistä oli saatavilla tiedot useammalle vuodelle, regressioanalyysi perustuu 16 havaintoon. Mallin korjattu selitysaste on 22,6 %, joka on matalampi kuin koko havaintoaineistoa koskeneen regressiomallin selitysaste.

Teollisuusyrityksiä koskevassa regressioanalyysissä löydetään tilastollisesti merkitsevä yhteys näiden yritysten kasvun ja matalampien vieraan pääoman kustannuksien väliltä. Vastaava negatiivinen yhteys havaittiin muuttujien välillä myös koko havaintoaineiston sisältäneessä analyysissä. Muiden yritys kohtaisten ominaisuuksien ja yrityksen korkotason väliltä ei löydetä tässä analyysissä tilastollisesti merkitseviä yhteyksiä. Pelkästään teollisuusyrityksiä koskevassa regressioanalyysissä ei myöskään havaita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä suoritettun tilintarkastuksen ja yrityksen vieraan pääoman kustannuksien välillä. Teollisuudessa

toimivia yrityksiä koskevan regressioanalyysin tulokset esitetään kokonaisuudessaan seuraavassa taulukossa.

Taulukko 5. Teollisuusyritysten regressioanalyysin tulokset.

Selitysaste	0,613		
Korjattu selitysaste	0,226		
F-testi	1,584		
P-arvo	0,279		
N	16		
Selitettävä muuttuja: korkotaso			
	Regressiokerroin	Keskivirhe	P-arvo
Vakiotermi	0,516	1,436	0,730
Tilintarkastus	-0,085	0,105	0,442
Koko	-0,024	0,118	0,846
ROA	0,300	0,298	0,350
Neg_Opo	-0,216	0,180	0,268
Velkaantuminen	-0,159	1,318	0,907
Velkaantuminen ²	-0,067	1,539	0,966
Kasvu	-0,394	0,207	0,099 *

*** tilastollisesti merkitsevä 1 % luottamusvälillä

** tilastollisesti merkitsevä 5 % luottamusvälillä

* tilastollisesti merkitsevä 10 % luottamusvälillä

N = havaintojen lukumäärä

Seuraavassa taulukossa esitetään regressioanalyysin tulokset yrityksistä, jotka toimivat muilla toimialoilla kuin teollisuudessa. Tämän regressiomallin korjattu selitysaste 34,9 % on hyvin samansuuruinen kuin kaikkien havaintoaineistoon kuuluvien yritysten tietojen pohjalta muodostetun regressioanalyysin korjattu selitysaste (34,0 %). Analyysi perustuu 42 havaintoon. Tässä regressioanalyysissä ei havaita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä suoritetun tilintarkastuksen ja yrityksen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen korkokustannusten välillä. Regressioanalyysissä havaitaan kuitenkin tilastollisesti merkitsevä yhteys yrityksen koon ja matalampien korkokustannusten välillä. Kuten Huguetin ja Gandian (2014) tutkimuksessa, muilla toimialoilla kuin teollisuudessa toimivien yritysten

velkaantumisen ja niiden korkokulujen välillä havaitaan tilastollisesti merkitsevä epälineaarinen yhteys. Tämä toimialakohtaisessa regressioanalyysissä löydetty yhteys on vastaava kuin koko havaintoaineiston sisältävässä analyysissä havaittu yhteys yrityksen velkaantumisen ja vieraan pääoman kustannusten välillä. Seuraavassa taulukossa esitetään muilla toimialoilla kuin teollisuudessa toimivien yritysten regressioanalyysin tulokset kokonaisuudessaan.

Taulukko 6. Muiden toimialojen regressioanalyysin tulokset.

Selitysaste	0,460		
Korjattu selitysaste	0,349		
F-testi	4,144		
P-arvo	0,002		
N	42		
Selitettävä muuttuja: korkotaso			
	Regressiokerroin	Keskivirhe	P-arvo
Vakiotermi	0,896	0,290	0,004 ***
Tilintarkastus	-0,048	0,032	0,137
Koko	-0,060	0,025	0,024 **
ROA	0,029	0,045	0,521
Neg_Opo	-0,011	0,024	0,635
Velkaantuminen	-0,379	0,096	0,000 ***
Velkaantuminen ²	0,225	0,083	0,011 **
Kasvu	-0,044	0,041	0,291

*** tilastollisesti merkitsevä 1 % luottamusvälillä

** tilastollisesti merkitsevä 5 % luottamusvälillä

* tilastollisesti merkitsevä 10 % luottamusvälillä

N = havaintojen lukumäärä

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, laskeeko yrityksen suorittama tilintarkastus sen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kustannuksia. Tutkimuksen kohderyhmänä olivat suomalaiset listaamattomat yritykset. Muuttujien välisen yhteyden tutkimiseksi muodostettiin aiheesta aiemmin tehtyjen tutkimuksien pohjalta usean muuttujan regressiomalli. Tutkimustulosten perusteella voidaan todeta, että

tutkimuksessa havaittiin tilastollisesti merkitsevä yhteys suoritettujen tilintarkastusten ja yrityksen korkotason välillä. Lisäksi tutkimuksessa löydettiin tilastollisesti merkitsevä negatiivinen yhteys yrityksen suuren koon ja sen korkokustannusten väliltä. Kuten Huguetin ja Gandian (2014) toteuttamassa tutkimuksessa, myös tässä tutkimuksessa löydettiin tilastollisesti merkitsevä epälineaarinen yhteys yrityksen korkotason ja velkaantumisen välillä. Lisäksi tässä tutkimuksessa havaittiin, että yrityksen kasvun laskee sen velkarahoituksen kustannuksia.

6 YHTEENVETO

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli tutkia, löytyykö yrityksen vieraan pääoman korkokustannusten ja suoritettun tilintarkastuksen väliltä yhteys. Aiheesta on aiemmin saatu ristiriitaisia tutkimustuloksia sekä listautuneisiin että listautumattomiin yrityksiin keskittyneissä tutkimuksissa. Lisäksi aihetta on aiemmin tutkittu vain hyvin vähän suomalaisyritysten raportoimista tilinpäätöstiedoista koostuvalla aineistolla. Tässä tutkimuksessa tutkittiin tilintarkastuksen vaikutusta listaamattomien suomalaisyritysten korkokuluihin. Tutkimuksen tavoitteena oli siis selvittää, onko suoritettulla tilintarkastuksella vaikutusta suomalaisyritysten vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen korkokuluihin.

Tutkimuksessa löydettiin tilastollisesti merkitsevä yhteys suoritettun tilintarkastuksen ja yrityksen matalampien vieraan pääoman kustannuksien väliltä. Tilastollisesti merkitseviä yhteyksiä löytyi lisäksi myös yrityksen korkotason ja joidenkin regressiomallissa mukana olleiden kontrollimuuttujien väliltä. Yrityksen suuren koon ja velkarahoituksen kustannusten välillä havaittiin negatiivinen yhteys. Lisäksi havaittiin, että yrityksen velkaantuminen laskee sen vieraan pääoman kustannuksia tiettyyn pisteeseen asti, minkä jälkeen velkarahoituksen määrän lisääminen nostaa siihen liittyviä kustannuksia. Yrityksen korkokustannusten ja kasvun väliltä löydettiin myös negatiivinen yhteys eli tutkimustulosten mukaan yrityksen kasvu laskee sen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kustannuksia. Tutkimuksen tulosten myötä saatiin vahvistusta sille, että suomalaisyrityksen korkokustannusten ja koon sekä korkokustannusten ja velkaantumisen väliset yhteydet ovat samankaltaisia kuin kansainvälisissä tutkimuksissa havaitut yhteydet. Saatujen tutkimustulosten perusteella hyväksytään tutkimushypoteesi ”Suoritettu tilintarkastus vaikuttaa yrityksen vieraan pääoman kustannuksiin.”

Kuten jo aiemmin mainittu, tilintarkastuksen ja yrityksen vieraan pääoman kustannusten välisestä yhteydestä aiemmissa tutkimuksissa saadut tulokset ovat olleet ristiriitaisia. Tämän tutkimuksen tutkimustulokset tukevat esimerkiksi Minnisin (2011), Kimin, Simunicin, Steinin ja Yin (2011) sekä Huqin, Hartwigin ja Rudholmin (2022) tutkimusten tuloksista, koska näissä tutkimuksissa havaittiin myös tilastollisesti

merkitsevä yhteys suoritettujen tilintarkastusten ja yrityksen matalampien vieraan pääoman kustannuksien väliltä. Myös Karjalaisen (2011) suomalaisella aineistolla toteutetussa tutkimuksessa havaittiin, että tilintarkastuksen laatu ja lopputulos vaikuttavat suomalaisyritysten velkarahoituksen kustannuksiin. Tässä tutkimuksessa saadut tutkimustulokset ovat kuitenkin ristiriidassa Huguetin ja Gandian (2014) toteuttaman tutkimuksen tulosten kanssa. Kyseisessä tutkimuksessa ei löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä suoritettujen tilintarkastusten ja yrityksen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen korkokustannusten väliltä. Tässä tutkimuksessa saadut tulokset yrityksen koon ja korkotason välisestä yhteydestä puolestaan tukevat esimerkiksi Kimin, Simunicin, Steinin ja Yin (2011) ja Karjalaisen (2011) aiheesta aiemmin saamia tuloksia. Tutkimuksen tulokset yrityksen korkotason ja velkaantumistasen välisestä epälineaarisesta yhteydestä puolestaan vastaavat Huguetin ja Gandian (2014) toteuttaman tutkimuksen tuloksia. Yrityksen kasvusta ja korkotasosta on saatu aiemmissa tutkimuksissa ristiriitaisia tuloksia, esimerkiksi Minnisin (2011) tutkimuksen mukaan yrityksen kasvu nostaa sen vieraan pääoman kustannuksia. Huq, Hartwig ja Rudholm (2022) puolestaan havaitsivat kasvun laskevan yrityksen korkokustannuksia, mikä vastaa tässä tutkimuksessa aiheesta saatuja tuloksia.

Tutkimuksessa käytetyn havaintoaineiston rajallisen koon vuoksi sen tutkimustulokset eivät ole kovin laajalti yleistettävissä. Koska kontrollimuuttujien ja korkotason väliltä löydetty yhteydet ovat tilastollisesti merkitseviä ja ovat samansuuntaisia aiempien tutkimusten tulosten kanssa, samojen tekijöiden voidaan olettaa vaikuttavan ainakin jossain määrin muiden listaamattomien suomalaisyritysten vieraan pääoman kustannuksiin. Myös suoritettujen tilintarkastusten ja yrityksen velkarahoituksen kustannusten välillä havaittiin tässä tutkimuksessa tilastollisesti merkitsevä yhteys, mikä vastaa joidenkin aiheesta tehtyjen tutkimusten tuloksia ja toisaalta on ristiriidassa joidenkin tutkimustulosten kanssa. Näin ollen voidaan olettaa, että tilintarkastuksen suorittaminen vaikuttavan ainakin jossain määrin suomalaisyritysten vieraan pääoman kustannuksiin. Koska erityisesti tilintarkastamattomien yritysten löytäminen osaksi havaintoaineistoa osoittautui tutkimuksen aikana vaikeaksi, niiden vähäinen määrä todennäköisesti vaikuttaa saatuihin tutkimustuloksiin. Tämä puolestaan huonontaa myös saatujen tutkimustulosten yleistettävyyttä. Tulosten yleistettävyyden

parantaminen vaatisi tutkimuksen toteuttamista huomattavasti suuremmalla havaintoaineistolla ja suuremmilla tutkimuksen tekemiseen varatuilla resursseilla.

Tutkimuksen tutkimusmenetelmänä käytetty regressiomalli muodostettiin saatavilla olevan teoreettisen tiedon ja aiheesta aiemmin toteutettujen empiiristen tutkimusten käyttämien mallien pohjalta. Regressiomalliin valittujen muuttujien validiteettia voidaan siis pitää hyvänä. Mallin avulla pystytään ottamaan huomioon esimerkiksi yrityskohtaisia ominaisuuksia, joiden on aiemmissa tutkimuksissa myös havaittu vaikuttavan yrityksen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen korkotasoon. Sisällyttämällä nämä ominaisuudet kontrollimuuttujina regressiomalliin, pystyttiin varmistamaan, että esimerkiksi yrityksen koko tai negatiivinen oma pääoma eivät vaikuttaneet korkotason ja suoritettujen tilintarkastuksen välisestä yhteydestä saatuihin tutkimustuloksiin. Havaintoaineiston keräämiseen liittyneiden haasteiden vuoksi, tutkimusta ei kuitenkaan voitu suorittaa niin suurella aineistolla kuin oli tarkoitus. Tämän vuoksi on mahdollista, että kaikki otoksessa havaitut ilmiöt eivät ole suoraan yleistettävissä populaatioon, mikä puolestaan vaikuttaa myös tutkimustulosten luotettavuuteen. Koska yrityskohtaisten ominaisuuksien ja korkotason välisistä yhteyksistä saadut tulokset vastaavat aiempien kansainvälisten tutkimusten tuloksia, voidaan erityisesti näitä tutkimustuloksia pitää luotettavina.

Tämän tutkimuksen merkittävimmät rajoitteet liittyvätkin tutkimusaineistoon ja käytettävissä olleisiin rajallisiin resursseihin. Koska listaamattomien yritysten tilinpäätöstiedot eivät ole yhtä yhtenäisiä kuin listautuneiden yhtiöiden, aineiston keräämisen aikana osoittautui haasteelliseksi löytää tarpeeksi suuri määrä yrityksiä, joiden tilinpäätöstiedoista saatiin kerättyä kaikki tutkimuksen tekemiseen tarvittavat tiedot. Aineiston rajallisen määrän vuoksi myös tilintarkastamattomien yritysten osuus aineistosta jäi suunniteltua alhaisemmaksi. Tutkimuksen suunnitteluvaiheessa tarkoituksena oli lisäksi myös tutkia, onko Big-4 -tilintarkastusyhtiön suorittamalla tilintarkastuksella erilaisia vaikutuksia yrityksen vieraan pääoman kustannukseen kuin jonkun muun tilintarkastajan suorittamalla tarkastuksella. Aineistoa kerättyä kuitenkin huomattiin, että havaintoaineiston yritykset eivät olleet valinneet tilintarkastajakseen Big-4 -tilintarkastusyhteisön edustajaa, minkä vuoksi ilmiön tutkiminen ei ollut mahdollista osana tätä tutkimusta. Tutkimuksen tekemiseen

käytettävissä olleiden rajallisten resurssien vuoksi tutkimus siis jouduttiin suorittamaan suunniteltua pienemmällä tutkimusaineistolla ja lisäksi suuren tilintarkastusyhteisön edustajan suorittaman tilintarkastuksen vaikutuksen tutkiminen jouduttiin jättämään pois tutkimuksesta. Jos käytettävissä olleet resurssit olisivat olleet suuremmat, tutkimuksen rajoitteet olisi mahdollisesti voitu ratkaista suuremman havaintoaineiston keräämisellä.

Tämän tutkimuksen tuloksia voidaan hyödyntää yritysten tehdessä vieraan pääoman ehtoisen rahoitukseen liittyviä päätöksiä. Koska yrityksen korkotason yhteydet yrityksen kokoon ja velkaantumiseen vastaavat aiheesta aiemmin tutkimuksissa saatuja tuloksia, yritykset voivat hyödyntää näitä tietoja esimerkiksi hakiessaan vieraan pääoman ehtoista rahoitusta toimintaansa varten. Kun yrityksessä tiedetään kyseisten tekijöiden vaikutuksesta velkarahoituksen kustannuksiin, yrityksen on mahdollista ottaa nämä tekijät huomioon. Koska suoritettun tilintarkastuksen ja vieraan pääoman korkokustannusten välillä havaittiin tutkimuksessa tilastollisesti merkitsevä yhteys, yritykset voivat hyödyntää tätä tietoa esimerkiksi harkitessaan vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen ottamista tai tehdessään päätöstä tilintarkastuksen suorittamisesta.

Kuten tutkimusrajoitteiden yhteydessä mainittiin, riittävän suuren havaintoaineiston löytäminen aiheutti tutkimuksen tekemisen aikana ongelmia. Tämä johtui listaamattomien yritysten raportoimien tietojen epäyhtenäisyydestä ja tutkimuksen tekemiseen käytettävissä olleista rajallisista resursseista. Tämän vuoksi aihetta voisikin olla mielenkiintoista tutkia tämän tutkimuksen havaintoaineistoa suuremmalla, suomalaisista listaamattomista yrityksistä koostuvalla aineistolla. Suuremmalla aineistolla tutkimukseen saataisiin enemmän mukaan myös tilintarkastamattomia yrityksiä, joiden määrä jäi tässä tutkimuksessa vähäiseksi. Toinen jatkotutkimusmahdollisuus olisi tutkia aihetta suomalaisista pörssiyrityksistä koostuvalla aineistolla, koska tällaisia tutkimuksia ei ole toteutettu aiemmin. Koska pörssiyrityksien raportoimat tiedot ovat yhtenäisempiä, niiden tiedoista koostuvan sopivan kokoisen aineiston keräämiseen riittävät todennäköisesti pienemmät resurssit kuin listaamattomista yrityksistä koostuvan aineiston keräämiseen.

Koska tässä tutkimuksessa ei ollut mahdollista tutkia Big-4 -tilintarkastusyhtiötä edustavan tilintarkastajan suorittaman tilintarkastus vaikutusta yrityksen vieraan pääoman kustannuksiin, myös tämä voisi olla mahdollinen jatkotutkimusaihe. Esimerkiksi Karjalainen (2011) sekä Pittman ja Fortin (2004) ovat havainneet tutkimuksissaan, että suuren tilintarkastusyhtiön suorittama tilintarkastus laskee yrityksen korkokustannuksia muiden tahojen suorittamia tilintarkastuksia enemmän. Tämän vuoksi jatkossa voitaisiin siis myös tutkia, löytyykö tilintarkastuksen suorittaneen tahon ja yrityksen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen matalampien korkokustannuksien väliltä yhteys myös suomalaisista yrityksistä koostuvalla aineistolla. Tämän lisäksi voisi olla mielenkiintoista tutkia, onko ilmiön esiintymisessä eroa listaamattomien ja listautuneiden suomalaisyritysten välillä.

LÄHTEET

- Allee, K. D., & Yohn, T. L. (2009). The demand for financial statements in an unregulated environment: An examination of the production and use of financial statements by privately held small businesses. *Accounting Review*, 84(1), 1–25. <https://doi.org/10.2308/ACCR.2009.84.1.1>
- Barclay, M. J., Smith, C. W., & Watts, R. L. (1995). The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(4), 4–19. <https://doi.org/10.1111/J.1745-6622.1995.TB00259.X>
- Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. v. (2008). Accounting quality and debt contracting. *Accounting Review*, 83(1), 1–28. <https://doi.org/10.2308/ACCR.2008.83.1.1>
- Blackwell, D. W., Noland, T. R., & Winters, D. B. (1998). The Value of Auditor Assurance: Evidence from Loan Pricing. *Journal of Accounting Research (Wiley-Blackwell)*, 36(1), 57–70. Retrieved from 10.2307/2491320
- Blackwell, D. W., & Winters, D. B. (1997). Banking relationships and the effect of monitoring on loan pricing. *Journal of Financial Research*, 20(2), 275–289. <https://doi.org/10.1111/J.1475-6803.1997.TB00249.X>
- Boot, A. W. A. (2000). Relationship Banking: What Do We Know? *Journal of Financial Intermediation*, 9(1), 7–25. <https://doi.org/10.1006/JFIN.2000.0282>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (Thirteenth edition). New York: McGraw-Hill.
- Chow, C. W. (1982). The Demand for External Auditing: Size, Debt and Ownership Influences. *Accounting Review*, 57(2), 272.

- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 293–315. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2005.03.003>
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183–199. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(81)90002-1)
- DeFond, M., & Zhang, J. (2014). A review of archival auditing research. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2–3), 275–326. <https://doi.org/10.1016/J.JACCECO.2014.09.002>
- Denis, D. J., & Mihov, V. T. (2003). The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: Evidence from new corporate borrowings. *Journal of Financial Economics*, 70(1), 3–28. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00140-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00140-5)
- Eilifsen, A., Messier, W. F., Glover, S. M., & Prawitt, D. F. (2014). *Auditing & assurance services* (Third international). McGraw-Hill.
- Francis, J. R. (2004). What do we know about audit quality? *The British Accounting Review*, 36(4), 345–368. <https://doi.org/10.1016/J.BAR.2004.09.003>
- Francis, J. R. (2011). A framework for understanding and researching audit quality. *Auditing*, 30(2), 125–152. <https://doi.org/10.2308/AJPT-50006>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <https://doi.org/10.2307/2328697>
- Heikkilä, T. (2014). *Tilastollinen tutkimus* (9. uud. p.). Helsinki: Edita.
- Holopainen, Martti., & Pulkkinen, Pekka. (2008). *Tilastolliset menetelmät* (5. uud. p.). WSOY Oppimateriaalit.

- Horsmanheimo, P., & Steiner, M.-L. (2017). *Tilintarkastus: asiakkaan opas* (5. uudistettu painos). Helsinki: Alma.
- Huguet, D., & Gandia, J. L. (2014). Cost of debt capital and audit in Spanish SMEs / Coste financiero y auditoría en las pymes españolas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 43(3), 266–289.
- Huq, A. M., Hartwig, F., & Rudholm, N. (2022). Do audited firms have a lower cost of debt? *International Journal of Disclosure and Governance*. <https://doi.org/10.1057/S41310-021-00133-1>
- Hyytinen, A., & Pajarinen, M. (2005). External finance, firm growth and the benefits of information disclosure: Evidence from Finland. *European Journal of Law and Economics*, 19(1), 69–93. <https://doi.org/10.1007/S10657-005-5276-3>
- Ikäheimo, S., Laitinen, E. K., Laitinen, T., & Puttonen, V. (2014). *Yrityksen taloushallinto tänään*. Vaasan Yritysinformaatio.
- Immonen, Raimo. (2017). *Osakeyhtiöoikeuden perusteet*. Talentum Media.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, 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)
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264. <https://doi.org/10.1086/261677>
- Johnson, D. A., Pany, K., & White, R. (1983). Audit Reports and the Loan Decision: Actions and Perceptions. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2(2), 38.

- Karjalainen, J. (2011). Audit quality and cost of debt capital for private firms: Evidence from Finland. *International Journal of Auditing*, 15(1), 88–108. <https://doi.org/10.1111/J.1099-1123.2010.00424.X>
- Karjalainen, L. (2010). *Tilastotieteen perusteet*. Pii-kirjat.
- Kim, Jeong-Bon, Simunic, D. A., Stein, M. T., & YI, C. H. (2011). Voluntary Audits and the Cost of Debt Capital for Privately Held Firms: Korean Evidence: Voluntary Audits and the Cost of Debt Capital. *Contemporary Accounting Research*, 28(2), 585–615. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01054.x>
- Kim, Jong-Bon, Song, B. Y., & Tsui, J. S. L. (2013). Auditor size, tenure, and bank loan pricing. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 40(1), 75–99. <https://doi.org/10.1007/s11156-011-0270-z>
- Kim, K. A., Nofsinger, J. R., & Mohr, D. J. (2010). *Corporate governance* (3rd ed., int.ed). Upper Saddle River, N.J: Pearson Education.
- Knechel, R. W., Krishnan, G. v., Pevzner, M., Shefchik, L. B., & Velury, U. K. (2013). Audit quality: Insights from the academic literature. *Auditing*, 32(SUPPL.1), 385–421. <https://doi.org/10.2308/AJPT-50350>
- Koren, J., Kosi, U., & Valentincic, A. (2014). Does Financial Statement Audit Reduce the Cost of Debt of Private Firms? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2373987>
- Korkeamäki, A.-M. (2017). *Tilintarkastuksen perusteet* (1. painos). Helsinki: Sanoma Pro Oy.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371. <https://doi.org/10.2307/2326770>

- Lennox, C. S., & Pittman, J. A. (2011). Voluntary audits versus mandatory audits. *Accounting Review*, 86(5), 1655–1678. <https://doi.org/10.2308/ACCR-10098>
- Libby, R. (1979). The Impact of Uncertainty Reporting on the Loan Decision. *Journal of Accounting Research*, 17, 35. <https://doi.org/10.2307/2490608>
- Minnis, M. (2011). The Value of Financial Statement Verification in Debt Financing: Evidence from Private U.S. Firms. *Journal of Accounting Research*, 49(2), 457–506. <https://doi.org/10.1111/J.1475-679X.2011.00411.X>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance (New York)*, 39(3), 574–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Niemi, L., Kinnunen, J., Ojala, H., & Troberg, P. (2012). Drivers of voluntary audit in finland: To be or not to be audited? *Accounting and Business Research*, 42(2), 169–196. <https://doi.org/10.1080/00014788.2012.653742>
- Niskanen, J., & Niskanen, M. (2000). Does Relationship Banking Have Value for Small Firms? *Finnish Journal of Business Economics*, 49, 245–262.
- Niskanen, J., & Niskanen, M. (2013). *Yritysrahoitus* (7. uud. p.). Helsinki: Edita.
- Nummenmaa, L., Holopainen, M., Pulkkinen, P., & Kimpimäki, K. (2014). *Tilastollisten menetelmien perusteet* (1. p.). Helsinki: Sanoma Pro.

- Ojala, H., Collis, J., Kinnunen, J., Niemi, L., & Troberg, P. (2016). The Demand for Voluntary Audit in Micro-Companies: Evidence from Finland. *International Journal of Auditing*, 20(3), 267–277. <https://doi.org/10.1111/IJAU.12070>
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance*, 49(1), 3–37. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6261.1994.TB04418.X>
- Pilbeam, K. (2010). *Finance and financial markets* (3rd ed). Palgrave Macmillan.
- Pittman, J. A., & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 113–136. <https://doi.org/10.1016/J.JACCECO.2003.06.005>
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt. *The Journal of Finance*, 47(4), 1367–1400. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6261.1992.TB04662.X>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*, 88(3), 559–586.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Ross, S. A., Westerfield, Randolph., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamentals of corporate finance* (9th ed). McGraw-Hill/ Irwin.
- Tilintarkastuslaki 18.9.2015/1141
- Tomperi, S. (2018). *Tilintarkastus: normeista käytäntöön*. Edita.