

**VAASAN YLIOPISTO
LASKENTATOIMEN JA RAHOITUKSEN YKSIKKÖ**

Camilla Nilsson-Ollandt
**SISÄISEN VALVONNAN LAADUN RAPORTOINNIN VAIKUTUS
YKSITYISTEN SJOITTAJIEN SJOITUSPÄÄTÖKSIIN**

Laskentatoimen ja rahoituksen
pro gradu -tutkielma
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelma

VAASA 2019

SISÄLLYSLUETTELO	sivu
KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELO	5
TIIVISTELMÄ	7
1. JOHDANTO	9
1.1. Tutkimusongelma, tausta ja rajaukset	10
1.2. Tutkielman rakenne	12
2. SISÄINEN VALVONTA OSANA LAADUKASTA RAPORTOINTIA	14
2.1. Sisäisen valvonnan määritelmä	15
2.2. Sisäisen valvonnan laatu	20
2.3. Sisäisen valvonnan seuranta ja arviointi	22
2.3.1. Sisäisen tarkastuksen määritelmä	23
2.3.2. Tilintarkastuksen määritelmä	24
2.3.3. Tilintarkastus ja tilintarkastajan lausunto Suomessa	26
2.3.4. Tilintarkastus ja tilintarkastajan lausunto Yhdysvalloissa	28
2.4. Sisäisen valvonnan raportoinnin seuraukset	30
3. SIOITTAJIEN PÄÄTÖKSENTEKO	32
3.1. Yksityiset sijoittajat	33
3.1.1. Ammattimaiset sijoittajat	33
3.1.2. Ei-ammattimaiset sijoittajat	34
3.2. Sijoittajan informaation hakuprosessi	35
3.3. Sijoittajan informaation arviointiprosessi	39
4. SISÄISEN VALVONNAN LAADUN RAPORTOINNIN VAIKUTUS SIOITUSPÄÄTÖKSIIN	41
4.1. Sisäisen valvonnan laadun raportin vaikutus yrityksen houkuttelevuuteen sijoitusmarkkinoilla	41
4.2. Yksityisen sijoittajan kokemuksen vaikutus sisäisen valvonnan laadun raportin hyödyntämiseen sijoituspäätöksenteon yhteydessä	45
5. TUTKIMUKSEN METODOLOGIA JA AINEISTO	48
5.1. Kyselylomakkeen laatiminen ja aineiston keräys	48
5.1.1. Case-yritykset ICW ja ICE	49
5.1.2. Kysymykset	51
5.1.3. Lomakkeen jakelu ja vastaajat	52
5.2. Tutkimuksen validiteetti ja reliabiliteetti	53
5.3. Tutkimuksessa käytettävät tilastolliset menetelmät	54

6. TUTKIMUSTULOKSET	55
6.1. Populaation kuvaus	55
6.2. Pääanalyysi	57
6.2.1. Hypoteesien testaaminen	58
6.2.2. Tutkimustulokset: sijoittajien oma näkemys	68
7. JOHTOPÄÄTÖKSET JA TULOSTEN ARVIOINTI	77
7.1. Johtopäätökset	77
7.2. Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimuskohteet	80
LÄHTEET	82
LIITTEET	93
LIITE 1. Teknologia-alan yritykset	93
LIITE 2. Kyselyn Case-yrityksien ICW ja ICE identtiset perustiedot	94
LIITE 3. Case-yrityksien ICW ja ICE tilintarkastajan antamat sisäisen valvonnan lausunnot	95
LIITE 4. Kysymykset 1-3 ja 4(Case-yritys ICW ja ICE)	96
LIITE 5. Vastaaajien perustiedot (Case-yritys ICW ja ICE)	97
LIITE 6. Saatekirje (lähetetty 29.9.2018 ja 1.10.2018)	98
LIITE 7. Facebook julkaisut (Sijoituskerho- ja Osakesijoittaminen -ryhmiin)	99
LIITE 8. Populaatioiden normaalijakautuneisuus	100

KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELO

Kuvio 1. Sisäisen valvonnan viisi osatekijää (Arens ym. 2017: 381).	18
Kuvio 2. COSO-kuutio (Arens ym. 2017: 380).	20
Kuvio 3. Täydellinen taso (Browne & Pitts 2004).	37
Kuvio 4. Eroavaisuuksien taso (Browne & Pitts 2004).	38
Kuvio 5. Sijoituskokemuksen vaikutus sijoittajan haluun sijoittaa yritykseen	66
Kuvio 6. Sijoituskokemuksen vaikutus sijoittajan haluun säilyttää oma sijoituksensa yrityksessä	68
Taulukko 1. Analysoitava populaatio	57
Taulukko 2. Kaikkien vastausten keskiarvot – Case-yritykset ICW ja ICE	60
Taulukko 3. F-testin ja t-testin tulokset – kaikki sijoituskokemuksesta riippumatta	60
Taulukko 4. Vastauksien keskiarvot: Vähemmän kokeneet & kokeneemmat sijoittajat	62
Taulukko 5. Sijoittajien näkemykset yrityksen riskisyydestä – Sijoittajan kokemuksen vaikutus	63
Taulukko 6. Tulosten vertailu – Sijoituskohteen riskisyys	64
Taulukko 7. Sijoittajien halu sijoittaa yritykseen – Sijoittajan kokemuksen vaikutus	65
Taulukko 8. Tulosten vertailu – Todennäköisyys sijoittaa yritykseen	65
Taulukko 9. Sijoittajien halu säilyttää oma sijoituksensa yrityksessä – Sijoittajan kokemuksen vaikutus	67
Taulukko 10. Tulosten vertailu – Todennäköisyys säilyttää olemassa olevat sijoitukset yrityksessä	67
Taulukko 11. Sijoittajien oma näkemys – Kaikki vastaajat	70
Taulukko 12. Sijoittajien oma näkemys – Kaikki vähemmän kokeneet sijoittajat & kaikki kokeneemmat sijoittajat	71
Taulukko 13. Sijoittajien oma näkemys – Kaikki vastaajat: Case-yritys ICW vs. ICE	72
Taulukko 14. Sijoittajien oma näkemys – Case-yritys ICW: Vähemmän kokeneet sijoittajat vs. Kokeneemmat sijoittajat	74
Taulukko 15. Sijoittajien oma näkemys – Case -yritys ICE: Vähemmän kokeneet sijoittajat vs. Kokeneemmat sijoittajat	74
Taulukko 16. Sijoittajien oma näkemys – Kokeneemmat sijoittajat: Case-yritys ICW vs. Case-yritys ICE	75
Taulukko 17. Kokeneempien sijoittajien oma näkemys – F-testi ja t-testi: Case-yritys ICW vs. Case-yritys ICE	76
Taulukko 18. Kokeneempien sijoittajien oma näkemys – T-testi normaaliin verraten	76

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö**

Tekijä:	Camilla Nilsson-Ollandt	
Pro gradu -tutkielma:	Sisäisen valvonnan laadun raportoinnin vaikutus yksityisten sijoittajien sijoituspäätöksiin	
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri	
Oppiaine:	Laskentatoimi ja tilintarkastus	
Ohjaaja:	Tuukka Järvinen	
Aloitusvuosi:	2014	
Valmistumisvuosi:	2019	Sivumäärä: 102

TIIVISTELMÄ

Tutkielman tarkastelukohteena on tehokkaasti järjestetyn sisäisen valvonnan organisaatiolle tuomat hyödyt varsinkin taloudellisen raportoinnin oikeellisuuden ja luotettavuuden osalta. Tutkielmassa syvennytään tarkemmin siihen, miten sisäisen valvonnan laadun raportoinnilla voitaisiin vähentää rahoitusmarkkinoilla vallitsevaa informaation epäsymmetrisyyttä, kasvattaen etenkin yksityisten sijoittajien luottamusta yrityksen raportoimiin taloudellisiin tietoihin.

Vuonna 2002 Yhdysvalloissa astui voimaan Sarbanes-Oxley Act, jonka pykälä 404 velvoittaa julkisten yhtiöiden tilintarkastajia antamaan lausunnon tarkastuskohteen sisäisen valvonnan laadusta. Perustelu lain voimaansaattamiselle oli lisätä yrityksen julkaisemille taloudellisille raporteille sijoittajien luottamusta, joka järkkyy huomattavasti 2000-luvun alussa tapahtuneiden tilinpäätöskandaalien vuoksi. Lausunnon tarpeellisuudesta on kuitenkin kiistelty paljon varsinkin tämän yrityksille aiheuttamien lisäkustannusten vuoksi sekä siksi, ettei lausunnon tuomista hyödyistä muun muassa sijoittajille ole kiistatonta evidenssiä. Aiemmat tutkimukset ovat kuitenkin havainneet, että tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta on yhteydessä osakemarkkinareaktioihin, mikä kertoo lausunnon painoarvon merkittävydestä yritykseen sijoittaville tahoille.

Tutkielmassa tutkitaan, miten tilintarkastajan antama raportti yrityksen sisäisen valvonnan laadusta vaikuttaisi Suomessa eri kokemustaustoilta tuleviin yksityisiin sijoittajiin sekä heidän näkemyksiinsä yrityksen haluttavuudesta sijoitusmarkkinoilla. Kokeellisella tutkimuksella saatuja vastauksia analysoitiin t-testillä sekä kaksisuuntaisella varianssianalyysillä. Tulosten mukaan Suomessa yksityiset sijoittajat hyötyisivät tilintarkastajan antamasta lausunnosta yrityksen sisäisestä valvonnasta osana sijoituspäätöstään. Sen sijaan tuloksissa ei havaittu kokeneempien ja vähemmän kokeneiden sijoittajien reagoivan merkittävästi eri lailla yrityksestä annettavaan lausuntoon yrityksen sisäisen valvonnan laadusta sijoituspäätöksissään. Yhteenvetona voidaan todeta, että myös Suomessa yksityiset sijoittajat hyötyisivät SOX 404 kaltaisesta tilintarkastajan lausunnosta yrityksen sisäisen valvonnan laadusta.

AVAINSANAT: Sisäinen valvonta, sisäisen valvonnan laadun raportointi, SOX 404, yksityiset sijoittajat

1. JOHDANTO

Vuosina 2013 ja 2014 esiin tullut petos Citigroupin Meksikolaisessa tytäryhtiössä aiheutti noin 470 miljoonan dollarin kulut Citigroupille (Citigroup 2014), jonka lisäksi yhtiö on määrätty maksamaan yli 10 miljoonaan dollarin sakot sisäisen valvonnan puutteista (SEC 2018). Suomessa Finavia menetti lähes 35 miljoonaa euroa rahoituspäällikön tekemillä yhtiön toimintaperiaatteiden vastaisilla korkean riskin johdannaiskaupoilla (Finavia 2015; Itä-Uudenmaan poliisi 2016). Asianajotoimiston, Bruun & Hjejle (2018), tekemän selvityksen mukaan Danske Bankin Viron yksikön läpi on yksikön kontrollipuutteiden mahdollistamana virrannut noin 200 miljardia euroa epäilyttävää rahaa yhtiön omien sääntöjen sekä rahanpesulain vastaisesti vuosina 2007-2015.

Toimivien rahoitusmarkkinoiden taustalla on periaate, jonka mukaan yritykset julkaisevat mahdollisimman luotettavaa ja täydellistä taloudellista informaatiota sijoittajille, jotka tekevät tämän perusteella sijoituspäätöksiä (Shi & Wang 2012). Rahoitusmarkkinoiden toimijoina yrityksillä on aina hallussa muita sidosryhmiä enemmän tietoa omasta toiminnastaan, jonka vuoksi rahoitusmarkkinoille on mahdollista syntyä informaation epäsymmetrisyyttä eri toimijoiden välille. Rahoitusmarkkinoilla vallitsevan informaation epäsymmetrisyyden poistamiseksi on yleisesti kehitetty erilaisia toimintoja, joiden tarkoituksena on parantaa organisaatioiden julkaiseman informaation laatua. Organisaatioiden ulkoisten tilintarkastajien tarkoituksena on saada kohtuullinen varmuus tarkastettavan kohteen tilinpäätösinformaation oikeellisuudesta niin, että tilinpäätösinformaatiota hyödyntävät sidosryhmät, esimerkiksi sijoittajat, voivat luottaa saatavilla olevaan informaatioon tehdessään arvioita yrityksen kannattavuudesta (Suomen tilintarkastajat 2016a; Shi & Wang 2012). Lisäksi yrityksillä on mahdollista tehokkaasti järjestetyn sisäisen valvonnan avulla jo ennen ulkoisen tilintarkastajan suorittamaa tarkastusta varmistaa, että tämä tarkastettava taloudellinen informaatio on jo lähtökohdiltaan mahdollisimman luotettavaa. (Sisäiset tarkastajat ry 2016a).

1.1. Tutkimusongelma, tausta ja rajaukset

Tässä tutkimuksessa tutkitaan sisäisen valvonnan laadun raportoinnin vaikutusta yksityisiin sijoittajiin. Tutkielman päätavoitteena on tutkia, osaavatko yksityiset sijoittajat hyödyntää tilintarkastajan antamaa raporttia yrityksen sisäisen valvonnan laadusta sijoituspäätöksissään. Tämän lisäksi tutkitaan, onko sijoittajan ammattimaisuuden asteella vaikutusta tämän lausunnon hyödyntämiseen. Tarkoituksena on siis tutkia sitä, suhtautuvatko ammattimaiset sijoittajat sisäisen valvonnan laadun raporttiin sijoituspäätöksensä taustalla eri tavoin kuin ei-ammattimaiset sijoittajat.

Toimivan sisäisen valvonnan järjestäminen organisaatiossa vaatii tältä huomattavasti resursseja (Ashbaugh-Skaife, Collins & Kinney Jr. 2007), mikä on yleisesti aiheuttanut paljon keskustelua Yhdysvalloissa vuonna 2002 voimaan astuneen Sarbanes-Oxley Actin pykälän 404 (SOX 404) tarpeellisuudesta. SOX 404 mukaan yrityksen ulkoisen tilintarkastajan on annettava tilintarkastuskertomuksen lisäksi myös lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta. Yhdysvalloissa viranomaisten tarkoituksena lain voimaan saattamiselle on ollut parantaa organisaatioiden tuottaman informaation luotettavuutta sidosryhmille, mutta tämän tarpeellisuutta on kuitenkin kyseenalaistettu jo tilintarkastuksen yhteydessä suoritettavien toimenpiteiden vuoksi. Tilintarkastajan tehtävänä on aina sisäisen valvonnan tehokkuudesta riippumatta suorittaa riittävä määrä tarkastustoimenpiteitä saadakseen riittävän kuvan tarkastuskohteen taloudellisen raportoinnin oikeellisuudesta. Näin ollen sisäisen valvonnan toimivuudella ei pitäisi olla vaikutusta ulkoisille sidosryhmille julkaistavien raporttien laatuun. (Schneider 2009.)

Sisäisen valvonnan laadun raportoinnin tarpeellisuudelle on kuitenkin löydetty paljon tukea antavia tutkimuksia (esimerkiksi Ashbaugh-Skaife, Collins, Kinney Jr & Lafond 2009; Hong & Lee 2015; Hammersley, Myers & Shakespeare 2008). Lisäksi viranomaisten mukaan sisäisen valvonnan heikkous varsinkin taloudellisen raportoinnin yhteydessä toimii perustana suuren mittakaavan petoksille. (Schneider 2009.) Tästä esimerkkinä Enron, joka ajautui yllättäen konkurssiin vuonna 2002 yrityksen toimitusjohtajan suorittaman petoksen johdosta, aiheuttaen tähän sijoittaneille sijoittajille suuret ennalta-arvaamattomat tappiot. (Economist 2002.)

Myös yksi suurimmista tilintarkastus- sekä konsulttitoimistoista, Ernst & Young (EY), on kommentoinut sisäisen valvonnan tehokkuuden raportoinnin hyötyä. EY kertoo näkevänsä varsinkin suurta potentiaalia SOX 404 vaatiman lausunnon antamisesta sijoittajien näkökulmasta. Heidän mukaansa sisäisen valvonnan laadun raportointi lisää sijoittajien saaman informaation luotettavuutta sekä tilinpäätöksen että yritysten julkaisemien neljännesvuosiraporttien suhteen. (Ernst & Young LLP 2005.) Lisäksi sisäisen valvonnan laadun raportoinnin voidaan ajatella kertovan sijoittajalle siitä, miten hyvin yritys pystyy tulevaisuudessa saavuttamaan tuotto-odotuksensa (Schneider 2009).

Vaikka tutkimusten mukaan Yhdysvalloissa voimassa olevan SOX 404 lain mukaiselle sisäisen valvonnan laadun raportin hyödyllisyydelle ei ole saatu yhteneviä tutkimustuloksia, on raportilla kuitenkin huomattavissa oleva yhteys rahoitusmarkkinoilla vallitsevan informaation epäsymmetrisyyden vähenemiselle. Kun sijoittajat tietävät enemmän yrityksen toiminnan yhtenäisyydestä sekä siitä, että yrityksen toimintoja valvotaan mahdollisten väärinkäytösten sekä virheiden minimoimiseksi, voidaan ajatella, että sijoittajien luottamus yrityksen raportoimiin taloudellisiin tietoihin, toimintaan sekä tämän mahdolliseen tulevaan kehitykseen lisääntyy. Näin ollen sijoittajat voisivat hyötyä sisäisen valvonnan laadun raportoinnista pohtiessaan erilaisia sijoitusvaihtoehtoja.

Toistaiseksi Suomessa tilintarkastajan ei ole tarvinnut antaa lausuntoa yrityksen sisäisen valvonnan laadusta osana suorittamaansa tilintarkastusta. Tämän vuoksi on erittäin mielenkiintoista selvittää, miten suomalaiset yksityiset sijoittajat, niin ammattimaiset kuin ei-ammattimaisetkin, osaisivat hyödyntää tällaista tietoa osana päätöksentekoaan sijoituskohteista. Vaikka sisäisen valvonnan laadun raportointi hyödyttäisi myös muita kuin yksityisiä sijoittajia, rajataan työssä institutionaaliset sijoittajat tutkimuksen ulkopuolelle. Yksi syy tällaiselle rajauksella on se, että yksityiset sijoittajat muodostavat suuren joukon sijoitusmarkkinoilla toimivista osapuolista, jonka vuoksi heillä on myös mahdollista vaikuttaa osto- ja myyntipäätöksillään merkittävästi esimerkiksi osakekursseihin (DeLong, Shleifer, Summers & Waldmann 1991). Tämän lisäksi sijoitusmarkkinoita säätelevä U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) on ollut huolissaan juuri yksityisten sijoittajien asemasta sijoitusmarkkinoilla (Schneider 2009).

Yksityisen sijoittajan kokemuksella on havaittu olevan vaikutusta sijoittajan tekemään tiedon hakuun sekä kerätyn tiedon arviointiin. Ammattimaisten sijoittajien on havaittu pystyvän löytämään sekä hyödyntämään enemmän relevanttia informaatiota sijoituspäätöksensä taustalle (Cianci 2008). Arnoldin, Bedardin, Phillipsin ja Suttonin (2011) tulosten mukaan ammattimaiset sijoittajat pystyvät hyödyntämään sijoituspäätöksensä taustalla myös raporttia yrityksen sisäisen valvonnan laadusta paremmin kuin ei-ammattimaiset sijoittajat. Tämän vuoksi tässä tutkimuksessa tutkitaan myös sitä, miten Suomessa sijoittajan ammattimaisuus vaikuttaa siihen, miten paljon painoarvoa hän antaa sisäisen valvonnan laadun raportille sijoituspäätöksensä taustalla.

Tutkielman empiirinen tutkimus suoritettiin kokeellisena tutkimuksena, joka mahdollisti tutkimukseen vaikuttavien tekijöiden kontrolloimisen. Valittu tutkimusmenetelmä mahdollisti myös tilintarkastajan sisäisen valvonnan laadun raportin vaikutuksen ja syy-seuraussuhteen havainnoimisen yksityisten sijoittajien näkemyksissä yrityksen houkuttelevuudesta sijoituskohteena. Tutkimusta varten luotiin kaksi Case-yrityksiin perustuvaa kyselylomaketta, joiden ainoana erottavana tekijänä oli tilintarkastajan lausunto Case-yrityksen sisäisen valvonnan laadusta. Lomaketta jaettiin Facebookissa kahdessa sijoitusryhmässä, minkä lisäksi lomake lähetettiin Big Four-yhtiöille. Kokonaisuudessaan vastauksia saatiin yhteensä 285 kappaletta, joita analysoitiin t-testiä sekä kaksisuuntaista varianssianalyysiä hyödyntäen.

1.2. Tutkielman rakenne

Tutkielman teoriaosuus aloitetaan määrittämällä, mitä sisäisellä valvonnalla tarkoitetaan sekä miten tällä voidaan parantaa yrityksen taloudellisen raportoinnin todenmukaisuutta ja luotettavuutta. Tässä yhteydessä selvitetään myös, miten sisäisen valvonnan toiminnan tehokkuutta voidaan arvioida sekä ketkä tätä arviointia suorittavat. Lopuksi esitetään vielä, miten sisäinen valvonta voi vaikuttaa yrityksen tulevaisuuden toiminnan tehokkuuteen sekä tuloseennusteiden arvioimiseen.

Kolmannessa luvussa otetaan tarkasteluun sijoittajien sekä varsinkin yksityisten sijoittajien käyttäytyminen heidän etsiessään hyvää sijoituskohdetta.

Ensimmäisenä käsitellään sitä, millaisia yksityisiä sijoittajia on lain määritelmien mukaan olemassa, jonka jälkeen tarkastellaan heidän suorittamaa informaation etsimistä sekä tämän tiedon arvioimista.

Sekä toisessa että kolmannessa luvussa tarkastellaan aiheita osittain sekä Yhdysvaltojen että Suomen näkökulmasta, sillä sisäisen valvonnan laadusta ei tällä hetkellä raportoida Suomessa, eikä aiheen tarkastelu ainoastaan Suomen näkökulmasta ole mielekästä. Näin ollen selkeän kokonaiskuvan varmistamiseksi sekä käsitteiden selventämiseksi on tutkielman teoriaosuudessa huomioitu myös Yhdysvalloissa toimivat lait ja käytännöt.

Teoriaosan viimeisessä luvussa syvennyttään vielä tarkemmin siihen, mitä aikaisempien tutkimusten mukaan on saatu selville yritysten sisäisen valvonnan laadun raportoinnin vaikutuksista sekä yritysten toimintaan että sijoittajien käyttäytymiseen. Tässä luvussa johdetaan myös tutkielmassa tutkittavat hypoteesit.

Viidennessä luvussa esitellään tutkimuksen suorittamistapa yksityiskohtaisesti. Tässä luvussa esitetään suoritettun kokeellisen tutkimuksen kyselyn muodostamisen vaiheet; otetaan kantaa tutkimuksen validiteettiin ja reliabiliteettiin sekä esitetään tutkimuksessa käytettävät tilastolliset menetelmät. Kuudennessa luvussa analysoidaan saatuja vastauksia luvussa viisi esitettyjen tilastollisten menetelmien avulla luvussa neljä johdettujen hypoteesien tutkimiseksi. Tutkielman viimeisessä luvussa käydään vielä läpi tutkimustulokset verraten näitä aikaisempiin tutkimuksiin sekä annetaan ehdotuksia tuleville tutkimuksille.

2. SISÄINEN VALVONTA OSANA LAADUKASTA RAPORTOINTIA

Tässä luvussa määritellään sisäinen valvonta käsitteenä ja syvennyttään edelleen laadukkaan sisäisen valvonnan järjestämiseen sekä ylläpitämiseen tämän seurannan ja arvioinnin kautta. Luvun lopussa esitetään vielä aikaisempiin tutkimuksiin peilaten, minkälaisia seurauksia yrityksen sisäisen valvonnan raportoinnilla voidaan nähdä olevan.

Sisäinen valvonta on käsitteenä hyvin laaja. (Holopainen, Koivu, Kuuluvainen, Lappalainen, Leppiniemi, Mikkola & Vehmas 2010: 49-50). Tämä johtuu osittain siitä, että sisäistä valvontaa voidaan hyödyntää hyvin laaja-alaisesti organisaation eri tavoitteiden saavuttamiseen organisaation kokoon, toimialaan tai maantieteelliseen sijaintiin katsomatta (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 4). Sisäinen valvonta auttaa organisaatiota havaitsemaan ja arvioimaan tämän toiminnan riskialttiita elementtejä sekä vähentämään näitä tehokkaan ja tuloksellisen toiminnan jatkuvuuden turvaamiseksi. Laadukkaalla sisäisellä valvonnalla pyritäänkin vastaamaan näihin havaittuihin toiminnan riskeihin mahdollisimman tehokkaasti ja näin luomaan vahvempaan luottamusta niin organisaation sisällä kuin ulkopuolellakin tavoitteiden saavuttamiseen. (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 3.)

Sisäisen valvonnan yhtenä tavoitteena on taloudellisen raportoinnin laadun turvaaminen. Taloudellisen raportoinnin sanotaan olevan laadukasta ja luotettavaa, kun johdolla on mahdollisuus oikea-aikaisen tiedon saamiseen ja kun ulkoiset sidosryhmät voivat luottaa organisaatiosta saatavaan taloudelliseen informaatioon. (Holopainen ym. 2010: 54.) Sisäisen valvonnan lisäksi taloudellisen raportoinnin laadusta vastaa omalta osaltaan myös organisaation ulkoinen tilintarkastaja. Tilintarkastajan tehtävänä on saada riittävä varmuus siitä, että kirjanpitovelvollisen tilinpäätöksestä ja toimintakertomuksesta saatava tieto on olennaisesti oikein ja vastaa kirjanpitovelvollisen todellista toimintaa sekä taloudellista asemaa. (Tomperi 2009: 11.) Yrityksen taloudelliseen raportointiin linkittyvät kontrollit pyrkivät jo tiedon syntyvaiheessa varmistamaan ulkoisen tilintarkastajan tarkastuksen läpi kulkeva informaation oikeellisuuden (Holopainen ym. 2010: 54). Koska tilintarkastajan tehtävänä on ainoastaan saada riittävä varmuus tarkastuskohteensa taloudellisen

raportoinnin oikeellisuudesta, edesauttavat yrityksen taloudellisen informaation osalta järjestetyt sisäiset valvontatoimenpiteet myös julkaistujen sidosryhmien saatavilla olevien taloudellisten raporttien laatua. Näin ollen tehokkaasti järjestetty sisäinen valvonta organisaatioissa auttaa vähentämään rahoitusmarkkinoilla vallitsevaa informaation epäsymmetrisyyttä organisaatioiden ja näiden ulkoisten sidosryhmien väliltä varmistamalla, että sidosryhmien käyttämät taloudelliset raportit ovat mahdollisimman luotettavia (Ashbaugh-Skaife ym. 2007).

2.1. Sisäisen valvonnan määritelmä

Sisäinen valvonta kattaa kaikki ne toimenpiteet, joita yrityksen johto ja hallitus sekä muut organisaation osapuoliset toimijat toteuttavat hallitakseen organisaation riskejä sekä saavuttaakseen tälle suunnitellut tavoitteet ja päämäärät (Holopainen ym. 2010: 47). Vaikka sisäisen valvonnan toteuttaminen kuuluu koko organisaatiolle, on tämän toteutumisen vastuu kuitenkin aina organisaation ylimmällä johdolla (Sisäiset tarkastajat ry 2016a). Vastapainoksi toimiva sisäinen valvonta antaa johdolle riittävän varmuuden siitä, että organisaatiolla on mahdollista toiminnallaan päästä johdon asettamiin tavoitteisiin (Arens, Elder, Beasley & Hogan 2017: 376). Sisäisen valvonnan käsite on suomenkielessä hieman harhaanjohtava. Käsite on peräisin englanninkielisestä sanasta *internal control*, jossa sanalla *control* viitataan ennemminkin ohjaukseen kuin valvontaan. Sisäisellä valvonnalla tarkoitetaan nimestään poiketen johdon suorittamaa organisaation ohjausta kohti tämän strategista tahtotilaa. (Holopainen ym. 2010: 47.)

Sisäisestä valvonnasta puhuttaessa on huomattava, että sisäinen valvonta ainoastaan auttaa johtoa huomaamaan yrityksessä olevia puutteita, jotka voivat estää yritystä menestymästä täydellä potentiaalillaan. Tämän vuoksi on ymmärrettävä, että sisäisen valvonnan lisäksi on myös tehtävä toimenpiteitä valvonnan löytämien epäkohtien korjaamiseksi. Huomioitava on myös se, että sisäinen valvonta pystyy antamaan johdolle varmuuden vain tiettyyn pisteeseen asti. Samoin kuten muissakin prosesseissa, myös sisäisen valvonnan taustalla toimii aina ihmisiä, joten inhimillisten virheiden mahdollisuus on olemassa. (Holopainen ym. 2010: 53)

Vaikka sisäinen valvonta on käsitteenä hyvin laaja, on tälle kehitelty myös yleispäteviä käsitelmalleja helpottamaan yritysten toimintaa. Ehkä yleisimmin tunnettu sisäisen valvonnan malli on COSO-malli, jonka laatimisen tavoitteena on ollut juurikin käsitteen yhdenmukaistaminen sekä standardin luominen yrityksen toiminnan arviointia ja kehittämistä varten. (Holopainen ym. 2010: 49-50)

COSO-malli

The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission eli COSO on kokonaisvaltainen ajatusmalli, joka mahdollistaa sisäisen valvonnan kehittämisen tehokkaasti ja tuloksellisesti ympäristön vaatimiin muutoksiin (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 1). Malli on lähtöisin yksityiseltä sektorilta 1980-luvulta, jonka lähtökohtana oli alun perin selvittää taloudellisen raportoinnin aiheuttamien skandaalien perimmäisiä syitä (Altamuro & Beatty 2010). COSO-mallin ensimmäinen versio julkaistiin vuonna 1992, jonka jälkeen tätä päivitettiin vastaamaan nykypäivää paremmin vuonna 2013 (COSO 2013).

COSO-malli perustuu ajatukseen, että organisaatioiden toiminnan taustalla on jonkinlainen missio, jonka saavuttamiseksi nämä asettavat erilaisia tavoitteita sekä luovat erilaisia strategioita (Holopainen ym. 2010: 53). Malli auttaa organisaatiota alentamaan riskejä hyväksyttävälle tasolle, tukee toiminnanmukaista päätöksentekoa sekä auttaa organisaation johtamis- ja hallintojärjestelmää. (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 1.) COSO-mallin mukaan organisaation sisäinen valvonta tulee nähdä prosessina eikä vain yksittäisenä toimenpiteenä. Tämä tarkoittaa siis sitä, että sisäistä valvontaa ei tule lähteä toteuttamaan itsetarkoituksena, vaan sitä tulee käyttää apuvälineenä organisaation erilaisten tavoitteiden saavuttamiseksi. (Holopainen ym. 2010: 51-52.) Prosessissa pyritään koko organisaation voimin saamaan kohtuullinen varmuus organisaation kolmeen päätavoitteeseen: toiminnalliset tavoitteet, raportoinnin tavoitteet sekä vaatimustenmukaiset tavoitteet (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 4-5).

Nämä tavoitteet ovat sellaisia, joita jokaisen organisaation tulisi omassa toiminnassaan ottaa huomioon (Holopainen ym. 2010: 53-54). Toiminnalliset

tavoitteet viittaavat organisaation tuloksellisuuteen sekä toiminnan tehokkuuteen. Tämä sisältää käsitteenä organisaation tulostavoitteet niin toiminnallisesti kuin taloudellisestikin. Lisäksi toiminnallisiin tavoitteisiin liittyy vahvasti organisaation omaisuuden turvaaminen. (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 4.)

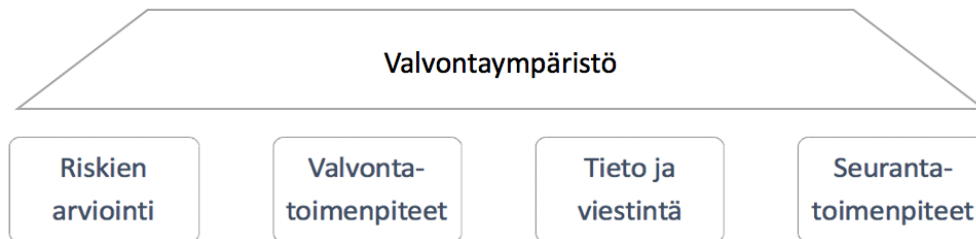
Taloudellisen raportoinnin oikeellisuuden varmistaminen on yksi tärkeistä COSO-mallin sisältämistä sisäisen valvonnan prosesseista (Altamuro & Beatty 2010). Raportoinnin tavoitteet koskevat niin ulkoista kuin sisäistäkin laskentaa sekä toiminnallista raportointia. Tärkeimmät raportoinnin tavoitteet koskevat raportoinnin luotettavuutta, ajantasaisuutta sekä läpinäkyvyyttä. (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 4-5). Sisäinen valvonta sisältää käytäntöjä sekä menettelytapoja, joiden tulee olla kunnossa, jotta organisaation varat, velat ja liiketapahtumat olisivat kirjattu oikein yrityksen taloudellisen raportointiin (Ernst & Young LLP 2005). Näiden lisäksi organisaatiolla voi olla myös muita omia erikoisvaatimuksia raportointiin liittyen. (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 4-5.) Jotta raportoinnin tavoitteet saavutettaisiin, tulee organisaation ylimmällä johdolla olla päätöksenteon tukena käytettävissään tietoa, joka on oikea-aikaista sekä luotettavaa (Holopainen ym. 2010: 54).

Vaatumustenmukaiset tavoitteet liittyvät niiden lakien ja määräysten noudattamiseen, jotka koskevat organisaatiota sekä sen toimintaa (COSO 2013: 3). Näiden lisäksi vaatimustenmukaisten tavoitteiden toteutuminen vaatii sen, että organisaatio noudattaa myös omia itselleen luomia toimintatapojaan sekä sääntöjään (Holopainen ym. 2010: 54).

COSO-mallissa organisaation tavoitteiden ryhmittelyllä pyritään selkeyttämään, mihin kaikkeen sisäisellä valvonnalla voidaan vaikuttaa organisaatiossa. Lisäksi tavoitteiden ryhmittely auttaa huomaamaan, mitä kaikkea sisäiseltä valvonnalta voidaan odottaa sekä sen, mitkä tekijät, esimerkiksi toiminnallisiin tavoitteisiin liittyvät ulkoiset tapahtumat, ovat organisaation sisäisen valvonnan vaikutuspiirin ulkopuolella. (Holopainen ym. 2010: 54.)

Sisäisen valvonnan toiminta voidaan COSO-mallin mukaan jakaa viiteen osatekijään: valvontaympäristöön, riskien arviointiin, valvontatoimenpiteisiin, tietoon ja viestintään sekä seurantatoimenpiteisiin (Sisäiset tarkastajat ry 2015:5-7). Nämä viisi osatekijää liittyvät kaikki vahvasti toisiinsa siten, että jokaisella osatekijällä voi olla vaikutus mihin tahansa muuhun osatekijään, jolloin

prosessien sarjan sijaan voidaan puhua monensuuntaisesta kertaantuvasta prosessista. (Holopainen ym. 2010: 55.) Kuviossa 1 on pyritty hahmottamaan sisäisen valvonnan viisi osatekijää sekä näiden kytkökset toisiinsa.



Kuvio 1. Sisäisen valvonnan viisi osatekijää (Arens ym. 2017: 381).

Sisäisen valvonnan perustana toimii hallituksen ja ylimmän johdon luoma sekä johdon ylläpitämä organisaation valvontaympäristö, joka käsittää organisaation standardit, prosessit ja perusrakenteet (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 5). Valvontaympäristön tehtävänä on luoda suunta koko organisaation toiminnalle selventämällä organisaation eettisiä arvoja sekä johdon toimintatapa vastuun jaolle ja toiminnan kehittämiseksi (COSO 2013: 4). Lisäksi valvontaympäristöstä käy ilmi, miten hallitus pitää huolta organisaatiosta sekä ohjaa tätä eteenpäin kohti tavoitteita (Holopainen ym. 2010: 55).

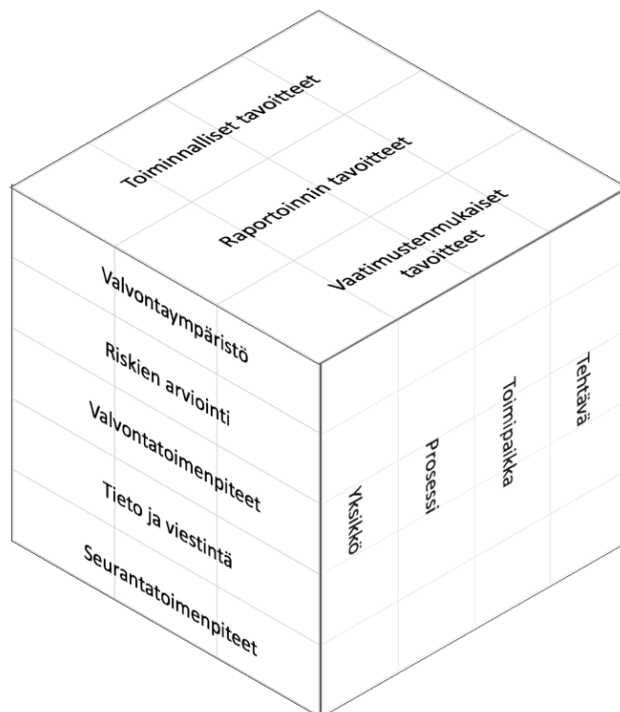
Riskien arvioinnissa johto arvioi tunnistamiaan riskejä sisäisen valvonnan kolmen päätavoitteen osalta (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 5). Tässä kohtaa riski määritellään sellaisen tapahtuman ilmaantumisen mahdollisuudeksi, jolla voidaan ajatella olevan haitallinen vaikutus organisaation päämäärien saavuttamisen kannalta (COSO 2013: 4). Riskien arvioinnin toimimisen kannalta on tärkeää, että organisaatiossa on asetettu toiminnalle selkeät tavoitteet, joita kohti koko organisaatio pyrkii toiminnallaan. Johto peilaa tunnistetut organisaation toimintaa uhkaavat riskit ennalta ohjausympäristössä määriteltyyn riskinsietokykyyn arvioiden havaitun riskin merkittävyyttä. Jos havaitulla riskillä arvioidaan olevan suuri merkitys organisaation toiminnan kannalta, kehitetään tämän riskin pienentämiseksi sekä sen vaikutusten minimoimiseksi sisäisen valvonnan laatua. (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 5-6.)

Valvontatoimenpiteiksi kutsutaan menettelytapoja sekä toimintaperiaatteita, jotka varmistavat sen, että johdon asettamat toimintatavat uhkaavien riskien varalta ovat käytössä organisaation sisällä (COSO 2013: 4). Nämä toimenpiteet, esimerkiksi erilaiset hyväksymiset, käyttöoikeudet sekä työtehtävien eriyttämiset, auttavat johtoa varmistamaan, että organisaation toiminta pystyy joko ennaltaehkäisemään tai ainakin tunnistamaan organisaation toimintaan liittyviä riskejä. (Holopainen ym. 2010: 59-60; Sisäiset tarkastajat ry 2015: 6.)

Organisaatiossa tieto ja viestintä toimivat tärkeänä tukipilarina sisäisen valvonnan onnistumiselle (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 6). Toiminnan sekä päätöksenteon taustalle niin operatiivisessa toiminnassa kuin esimerkiksi taloudellisessa raportoinnissakin tarvitaan laadukasta sekä olennaista tietoa, jonka tulee olla käytettävissä läpi organisaation. Viestinnän tulee myös olla toimivaa organisaation sisällä jokaiseen suuntaan. Ei siis riitä, että johdon viestintä henkilöstölle on selkeää ja kuuluvaa, vaan viestinnän tulee toimia myös henkilöstön kesken sekä henkilöstöltä johdolle. Näin varmistetaan valvontatoimien onnistuminen ja seuranta koko organisaatiossa. (Holopainen ym. 2010: 61; Sisäiset tarkastajat ry 2015: 6.)

Sisäisen valvonnan seurannalla pyritään alati kehittämään jokaisen viiden osa-alueen toimivuutta. Jotta myös sisäisen valvonnan toiminta kehittyisi organisaation toiminnan mukana, on tärkeää, että sisäisen valvonnan osa-alueita seurataan, arvioidaan sekä kehitetään jatkuvana prosessina organisaation jokaisella tasolla. (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 7.) Seurannan tarkoituksena on siis mahdollistaa tehokas sekä ajantasainen valvontaympäristö toiminnalle myös organisaation tulevaisuudessa (Holopainen ym. 2010: 62).

COSO-mallin mukaan sisäisellä valvonnalla pyritään siis sisäisen valvonnan viiden osatekijän avulla mahdollistamaan organisaation jokaisella tasolla tämän kolmen päätavoitteen saavuttaminen. Yhteyttä, joka näiden kaikkien tekijöiden välillä vallitsee, on pyritty kuvaamaan kuviossa 2 esitetyn kuution kautta. (Holopainen ym. 2010: 64-65.)



Kuvio 2. COSO-kuutio (Arens ym. 2017: 380).

2.2. Sisäisen valvonnan laatu

Organisaatiossa, jossa sisäinen valvonta on järjestetty toimivasti, sisäinen valvonta luo organisaation toiminnan tavoitteiden saavuttamiseen tarvittavaa oikeaa sekä riittävää tietoa tämän toiminnan kehittymisestä. Jotta johto pystyisi parhaalla mahdollisella tavalla ohjaamaan organisaatiota kohti tämän tahtotilaa, tulee sillä olla tiedossa, miten sekä mihin suuntaan organisaation toiminta on kehittynyt. (Holopainen ym. 2010: 54-55.) Lisäksi johdon tulee saada tietoonsa, mitkä toiminnot uhkaavat organisaation tavoitteiden saavuttamista. Kun johto tiedostaa organisaation toimintaa uhkaavat riskitekijät sekä huomioi sisäisen valvonnan kehittämismahdollisuudet riskien alentamiseksi, on tällä mahdollisuus ohjata koko organisaation toimintaa laadukkaasti kohti organisaation yhteisiä tavoitteita. (COSO 2013: 8.) Näin laadukas sisäinen

valvonta auttaa niin organisaation sisäisiä kuin ulkoisiakin toimijoita luottamaan siihen, että organisaation on mahdollista saavuttaa toiminnallaan oma potentiaalinsa (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 3).

Taloudellisen raportoinnin osalta laadukkaan sisäisen valvonnan on tarkoitus luoda korkeatasoista ja luotettavaa taloudellista tietoa organisaatiosta tämän ulkoisille sidosryhmille hyödynnettäväksi vähentäen näin rahoitusmarkkinoilla vallitsevaa informaation epäsymmetrisyyttä (Ashbaugh-Skaife ym. 2007; Doyle, Ge & McVay 2007). Organisaation kannalta informaation epäsymmetrisyyden alentamisen tarkoituksena on lisätä sijoittajien luottamusta organisaation toimintaan sekä alentaa näin heidän vaatimaa riskipreemiota eli oman pääoman kustannusta (Shi & Wang 2012). Sisäisen valvonnan tehtävänä on huolehtia siitä, että organisaation juoksevan kirjanpidon yhteydessä on mahdollista huomata ja estää mahdollisia virheitä sekä väärinkäytöksiä jo ennen tilintarkastusta. Kirjanpidollisesti laadukkaan sisäisen valvonnan on tutkittu vaikuttavan positiivisesti varsinkin kirjanpidon jaksotuksien oikeellisuuteen. (Doyle ym. 2007.) Kertyviä tilieriä syntyy sellaisten yritysten kirjanpitoon, jossa ylläpidetään suoriteperusteista kirjanpitoa. Tämä tarkoittaa sitä, että kirjaukset tehdään tuotannon tekijöiden sekä suoritevirtojen mukaisesti, eikä rahavirtojen liikkumisen perusteella kuten maksuperusteisessa kirjanpidossa. (Leppiniemi & Kykkänen 2007: 19.) Kirjanpitolain mukaan ainoastaan mikroyritykset voivat pitää maksuperusteista kirjanpitoa. (Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336, jäljempänä KPL.) Tämä tarkoittaa sitä, että julkiset yritykset pitävät kirjanpitoa suoriteperusteisesti, jolloin myös kertyviä tilieriä syntyy yritysten kirjanpitoon.

Sisäisen valvonnan onnistuminen vaatii koko organisaation eri toimijoiden osallistumista. Johdon tehtävänä on suunnitella sekä ohjata organisaation toimintaa siten, että se kohtuullisella todennäköisyydellä saavuttaa tavoitteensa. Täydellistä varmuutta tavoitteiden saavuttamiseen organisaatio ei voi saada sisäisen valvonnan avulla, sillä tämän toimintaan liittyy luonnostaan rajoitteita. (Holopainen ym. 2010: 47, 53.) Organisaation toimintaan voi vaikuttaa esimerkiksi sellaiset ulkoiset tapahtumat, joiden toteutumiseen organisaatio ei itse pysty vaikuttamaan (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 12). Tämän lisäksi päätöksentekijät voivat esimerkiksi tehdä sellaisia virhearvioita, joihin ei ole mahdollista enää puuttua, kun virhe alkaa jo näkyä toiminnassa. Yritysten tulee myös osata arvioida, mikä on niille sopiva sisäisen valvonnan toteuttamisen kustannusten sekä hyödyn suhde. (Holopainen ym. 2010: 53.) Johto voi myös

toimia auktoriteettiinsa vedoten sisäisen valvontajärjestelmän ulkopuolella niin, että heillä on mahdollisuus toimia ilman valvontaa. Lisäksi on mahdollista muun muassa se, että useampi kuin yksi henkilö voi yhdessä suunnitelmallisesti kiertää organisaation valvontajärjestelmän. (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 12.)

2.3. Sisäisen valvonnan seuranta ja arviointi

Jotta sisäinen valvonta toimisi mahdollisimman hyvin organisaation tavoitteiden saavuttamisen tukena, tarvitsee se rinnalleen prosessin, joka seuraa ja arvioi sisäisen valvontajärjestelmän jokaisen viiden osatekijän suoriutumista. Tätä suoriutumista voidaan arvioida joko erillisillä arvioinneilla tai jatkuvalla seurannalla sekä näiden kahden yhdistelmällä. (Holopainen ym. 2010: 62; Sisäiset tarkastajat ry 2015: 7.)

Jatkuva seuranta, joka tapahtuu kaikilla organisaation tasoilla itse normaalin toiminnan yhteydessä, on yrityksen kannalta tärkeä saada osaksi toiminnan rutiineja, jotta muutoksiin osattaisiin reagoida mahdollisimman hyvin ja reaaliaikaisesti. (Holopainen ym. 2010: 62.) Jatkuvan seurannan tarkoituksena onkin saada ajantasaisesti viestittyä organisaation toiminnassa huomattavat ongelmat korjaustoiminnoista vastaaville henkilöille sekä mahdollisesti myös toimivalle johdolle sekä hallitukselle, jotta näihin voitaisiin puuttua reaaliaikaisesti. (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 7-10). Jatkuva seuranta lisää myös tietoisuutta sisäisen valvonnan toiminnasta organisaation sisällä, mikä takaa tehokkaamman jatkuvasti, organisaation jokapäiväisen toiminnan yhteydessä, toimivan valvonnan. (Holopainen ym. 2010: 62.)

Erillistä arviointia voidaan tehdä joko yksittäisiin valvonnan toimenpiteisiin tai vaihtoehtoisesti ne voivat kohdistua koko valvontajärjestelmään. (Holopainen ym. 2010: 63.) Erillisten arviointien suorittamisen laajuus sekä tiheys määritellään sen mukaan, miten riskialttiiksi arvioinnin kohteena oleva toiminta luokitellaan. Lisäksi arvioinnin suorittamisen laajuuteen sekä tiheyteen vaikuttaa jatkuvan arvioinnin tuottamat tulokset sekä riittävyys riskien karttamiseksi. Havaintoja, joita erilliset arvioinnit tuottavat, peilataan sittemmin voimassa oleviin lakeihin sekä sääntöihin, yleisiin ammattistandardeihin ja ylimmän johdon sekä hallituksen ennalta määriteltyihin kriteereihin sisäisen

valvonnan laadusta sekä organisaation toiminnan tavoitteista. (Sisäiset tarkastajat ry 2015: 7.) Erillistä arviointia suorittavat usein tietyt henkilöt, jotka ovat vastuussa aina tietyistä toiminnoista tai yksiköistä. Erillisiä arviointeja, jotka kohdistuvat taas koko sisäiseen valvontajärjestelmään, suorittavat organisaation sisäiset tarkastajat. (COSO 2013: 9-10.) Yhdysvalloissa SOX 404 velvoittaa myös organisaation johtoa arvioimaan yrityksen sisäistä valvontaa kokonaisuutena sekä antamaan tästä julkisen raportin sidosryhmien hyödynnettäväksi. Tämän lisäksi Yhdysvalloissa suuremmat julkiset yritykset julkaisevat myös oman ulkoisen tilintarkastajansa antaman arvion yrityksen sisäisen valvonnan laadusta. (Arens ym. 2017: 377.)

2.3.1. Sisäisen tarkastuksen määritelmä

Sisäisellä tarkastuksella pyritään arvioimaan sekä ylläpitämään organisaation sisäisen valvonnan toimivuutta ja tehokkuutta. Sisäinen tarkastus on arvioivaa, varmistavaa sekä konsultoivaa toimintaa, joka tukee organisaatiota saavuttamaan omat tavoitteensa mahdollisimman hyvin menestyäkseen kilpailijoiden keskuudessa. Sisäisen tarkastuksen kohteena ovat organisaation riskienhallinta, valvonta sekä johtamis- ja hallintajärjestelmien tehokkuuden arviointi ja kehittäminen. (Holopainen ym. 2010: 73.) Sisäinen tarkastus toimii siis sisäisen valvonnan toiminnan tarkoituksenmukaisuuden sekä tuloksellisuuden arvioijana edistäen näin koko organisaation suorituskykyä. (Sisäiset tarkastajat ry 2016a). Alun perin sisäinen tarkastus kohdistui lähinnä laskentaperusteisen informaation tarkastukseen. Sisäinen tarkastus laajennettiin kuitenkin vuonna 1978 koskemaan myös organisaation jäsenten toiminnan arviointia, jotta organisaatio pystyisi toimimaan mahdollisimman tehokkaasti yhteisten päämäärien saavuttamiseksi. (Holopainen 2010: 73-74).

The Institute of Internal Auditors (IIA) on kansainvälinen ammatillinen yhdistys, jonka tarkoituksena on tarjota dynaamista ohjausta sisäisen tarkastuksen ammattilaisille. IIA on luonut sisäiselle tarkastukselle standardeja sekä ammatillisia ohjenuoria, joiden mukaan myös Suomessa sisäistä tarkastusta harjoitetaan. (IIA 2016a; Sisäiset tarkastajat ry 2016b.) Sisäisen tarkastuksen toimintaa ohjaa kuusi IIA:n ohjekokonaisuutta. Näistä kuudesta ohjekokonaisuudesta neljä ovat velvoittavia ja kaksi ovat IIA:n vahvasti suosittamia (IIA 2016b.), jotka täydentävät sisäisen tarkastuksen kansainvälisiä ammattistandardeja luoden näistä kokonaisvaltaisemman kuvan (IIA 2016g).

Näiden lisäksi IIA on antanut myös täydentäviä yksityiskohtaisia ohjeita sisäisen tarkastuksen toiminnan helpottamiseksi käytännössä (IIA 2016h).

IIA:n ensimmäinen velvoittava ohjekokonaisuus koskee ammattimaisen sisäisen tarkastuksen tehokkuuden ydinperiaatteita kuten sisäisen tarkastuksen objektiivisuutta sekä riippumattomuutta. Tässä esitetään myös sisäisen tarkastuksen tuoman jatkuvan kehitystoiminnan yhteys yrityksen strategiaan, tavoitteisiin sekä riskienhallintaan. (IIA 2016c.) Toisena IIA:n velvoittavana ohjekokonaisuutena toimii sisäisen tarkastuksen määritelmä, jonka mukaan:

”Sisäinen tarkastus on riippumatonta ja objektiivista arviointi- ja varmistus- sekä konsultointitoimintaa, joka on luotu tuottamaan lisäarvoa organisaatiolle ja parantamaan sen toimintaa.” (IIA 2016d.)

Kolmantena velvoittavana ohjekokonaisuutena toimivat sisäisen tarkastuksen eettiset periaatteet: rehellisyys, objektiivisuus, luottamuksellisuus sekä ammattitaito, jotka toimivat toimivan sisäisen tarkastajan toiminnan vähimmäisedellytyksenä (IIA 2016e). Viimeisenä IIA:n velvoittamana ohjekokonaisuutena toimivat sisäisen tarkastuksen kansainväliset ammattistandardit (IIA 2016f), joita on noudatettava, ellei maan laissa muuten säädetä (Sisäiset tarkastajat ry 2012b).

Sisäisen tarkastuksen tehtävänä on tarkastaa organisaation toimintaa riskien karttamiseksi jokaisella organisaation tasolla. Tämä tarkoittaa sitä, että sisäinen tarkastus toimii myös kirjanpidollisen toiminnan valvonnan tarkastajana. Sisäinen tarkastus ei kuitenkaan vastaa tilintarkastusta, sillä sisäinen tarkastaja vastaa työssään organisaation johdolle. Tämä tarkoittaa sitä, että toisin kuin tilintarkastaja, joka toimii organisaation ulkopuolelta käsin, sisäinen tarkastaja saa tehtävänantonsa johdolta, jolle tämä myös oman toimintansa tulokset raportoi. Tämän vuoksi myös tilintarkastajan tehtävät sekä tämän tuottamat raportit ovat tärkeitä organisaation toiminnan kannalta. (Tomperi 2009: 148-149.)

2.3.2. Tilintarkastuksen määritelmä

Tilintarkastuksen tarkoituksena on saada riittävä varmuus siitä, että tilintarkastuskohteen taloudelliset raportit ovat luotettavia. Tilintarkastusta tehdäänkin, jotta sidosryhmät voisivat luottaa yrityksestä julkaistavan

taloudellisen tiedon oikeellisuuteen (Tomperi 2009: 7). Tämä on tärkeää, sillä yrityksen taloudellista raportointia hyödyntävillä ulkoisilla sidosryhmillä ei välttämättä ole valmiuksia tai edes mahdollisuutta lähteä varmistamaan yrityksestä saatavilla olevan tiedon oikeellisuutta (Paatola 2013). Jotta tiedon oikeellisuuteen saadaan kohtuullinen varmuus, on tilintarkastuksen toimittavalle tilintarkastajalle laadittu edellytyksiä. Tilintarkastajan tulee toimia riippumattomasti, korkeaa ammattitaitoa hyödyntäen. Näiden lisäksi hänellä on myös salassapitovelvollisuus kaikesta saamastaan tiedosta, joita hän ei ole velvollinen raportoimaan. (Tomperi 2009: 10.)

Tilintarkastajan riippumattomuus on erittäin tärkeää. Tilintarkastaja ei esimerkiksi voi olla taloudellisesti riippuvainen tarkastuskohteestaan tai hänellä ei voi olla sukulaisuussuhdetta tähän. Riippumattomuuden mukaan tilintarkastajalla on myös oikeus suunnitella itse oma työnsä laajuus ja toteutus toimeksiannon antamien puitteiden mukaan niin, että hän saa riittävästi todistusaineistoa tarkastuskohteestaan lausuntoa varten. Riippumattomuuteen liittyy myös se, että tarkastuksen lopputulos ei voi rajoittaa tilintarkastajan raporttia tai itse tarkastuksen suorittamista. (Tomperi 2009: 10.)

International Federation of Accountantsin (IFAC) mukaan tilintarkastajan riippumattomuus voidaan jakaa mielen riippumattomuuteen ja näkyvään riippumattomuuteen (Tomperi 2009:10). Mielen riippumattomuudella tässä tarkoitetaan sitä, että tilintarkastajan tulee pystyä toimimaan rehellisesti ja säilyttämään objektiivisuutensa tarkastettavaan kohteeseensa ammatillista skeptisyyttä ylläpitäen (Paatola 2013). Ammatillisella skeptisyydellä tarkoitetaan sitä, että tilintarkastajan tulee koko tarkastusprosessin ajan asennoitua tarkastuskohteeseensa kriittisesti ja tarkkaavaisesti siltä varalta, että tilintarkastusevidenssi viittaisi virheisiin tai väärinkäytöksistä johtuviin virheellisyyksiin (Morgan 2012: 6). Näkyvällä riippumattomuudella taas tarkoitetaan sitä, että tilintarkastajan tulee osata toiminnallaan välttää tilanteita, jotka voivat vaarantaa kolmannen osapuolen näkemystä tilintarkastajan ammatillisesta skeptisyydestä, objektiivisuudesta sekä riippumattomuudesta tarkastettavaan kohteeseensa. (Paatola 2013.)

Ainoastaan tilintarkastuslaissa tarkoitettu tilintarkastaja voi suorittaa organisaation tilintarkastuksen. (Suomen tilintarkastajat ry 2016a). Suomen tilintarkastuslain mukaan hyväksyttäviä tilintarkastajia ovat HT-, KHT- ja JHT-

tilintarkastajiksi hyväksytyt luonnolliset henkilöt sekä yhteisöt, jotka on hyväksytty tilintarkastusyhteisöiksi (Tilintarkastuslaki, jäljempänä TTL, 1. luku 2§). HT-tilintarkastajana toimiminen vaatii perustutkinnon eli tilintarkastustutkinnon suorittamista. Tilintarkastajia, jotka ovat suorittaneet tilintarkastuksen erikoistumistutkinnon, nimitetään KHT-tilintarkastajiksi. Heillä on oikeus tarkastaa myös merkittävien yritysten tilinpäätökset. Näiden kahden nimikkeen lisäksi tilintarkastajia, jotka ovat suorittaneet julkishallinnon ja julkistalouden erikoistumistutkinnon, kutsutaan JHT-tilintarkastajiksi. (Suomen tilintarkastajat ry 2016b). Tilintarkastajana toimiminen vaatii siis korkeaa ammattitaitoa.

2.3.3. Tilintarkastus ja tilintarkastajan lausunto Suomessa

Suomessa tilintarkastuksen kohteena on yhteisön tilikauden kirjanpito, tilinpäätös, toimintakertomus sekä hallinto (TTL 3. luku 1§). Tarkastuksen tehtyään tilintarkastajan on tehtävä tilinpäätösmerkintä tilinpäätökseen (TTL 3. luku 4§). Merkintä tehdään tarkastettavan yhteisön alkuperäiseen tasekirjaan, josta nähdään, että tilintarkastus on tehty ja tämän tarkastuksen kohteena on ollut merkinnällä varusteltu tilinpäätös sekä toimintakertomus, josta on tehty tarkastuskertomus (Tomperi 2009: 153). Allekirjoitetussa ja päivätyssä tilintarkastuskertomuksessa tilintarkastajan tulee selvittää tilinpäätöksen laatimisessa noudatettu tilinpäätössäännöstö. Tämän lisäksi tästä on käytävä ilmi, jos tilintarkastuskertomuksessa on noudatettu kansainvälisiä tilintarkastusstandardeja. (TTL: 3. luku 5§)

Tilintarkastuskertomuksessa lausutaan siitä, antaako yhtiön tilinpäätös oikean ja riittävän kuvan tämän toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta sekä siitä, täyttääkö tilinpäätös tämän lakisääteiset vaatimukset. Lausunto annetaan myös siitä, täyttääkö yhtiön toimintakertomus tämän laatimiseen sovellettavien säännökset, jonka lisäksi lausunnosta tulee käydä ilmi tilikauden toimintakertomuksen sekä tilinpäätöksen tietojen yhdenmukaisuus. (TTL: 3. luku 5§.) Tilintarkastusta tehdessään tilintarkastajan on ymmärrettävä yrityksen suorittamat sisäiset valvontatoimenpiteet, jotka vaikuttavat yrityksen antamiin taloudellisen raportoinnin tietoihin. Tämä on tärkeää, jotta tilintarkastaja osaisi arvioida sen riskin suuruuden, että yrityksen taloudellisesta raportoinnista löytyy tahattomia virheitä tai tahallisia väärinkäytöksiä. (Arens ym. 2017: 407.) Nämä lausunnot voidaan antaa kolmessa muodossa: vakiomuotoisena,

varauman sisältävänä tai kielteisenä. Näiden kolmen lisäksi tilintarkastajalla on myös mahdollista jättää lausunto kokonaan antamatta (Horsmanheimo, Kaisanlahti & Steiner 2017: 107-108 & TTL: 3.luku 5§). Lausunto on **vakiomuotoinen**, jos tilintarkastajan työtä ei ole rajoitettu ja tilintarkastaja saa yhtiön tilinpäätöksestä sekä toimintakertomuksesta riittävän ja oikean kuvan yhtiön taloudellisesta asemasta ja tilikauden tuloksesta. Näiden lisäksi myös yhtiön tilinpäätöstiedot on oltava ristiriidattomia toimintakertomuksen kanssa, jotta vakiomuotoinen tilintarkastuskertomus voidaan antaa. (Horsmanheimo ym. 2017: 107-108)

Tilintarkastaja antaa mukautetun tilintarkastuskertomuksen, kun tämän ei tilintarkastuslain mukaan ole mahdollista antaa pelkkää vakiomuotoista lausuntoa. (Horsmanheimo ym. 2017: 107-108). Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että joko tarkastettavan kohteen tilinpäätös ja toimintakertomus eivät anna oikeaa sekä riittävää kuvaa yrityksen toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta, tai/ja tilikauden toimintakertomus sekä tilinpäätöksen tiedot ovat ristiriitaisia keskenään. Tilintarkastaja antaa mukautetun tilintarkastuskertomuksen siinä vaiheessa, kun hänen on täytynyt antaa tilintarkastuskertomuksessa huomautus tai lisätieto edellä mainittujen seikkojen selventämiseksi (Halonen & Steiner 2009: 451.) Huomautuksen tilintarkastaja antaa yrityksen tilintarkastuskertomuksessa, jos tämän vastuuvollinen taho, esimerkiksi johto tai hallitus, on laiminlyönnillä tai vaihtoehtoisesti tahallisuudella toiminnalla syylistynyt sellaiseen tekoon, josta voi syntyä yritykselle vahingonkorvausvelvollisuus. Myös siinä tapauksessa, jos yrityksen vastuuvollinen taho on syylistynyt lain rikkomiseen, tulee tilintarkastajan mainita tästä tilintarkastuskertomuksessaan huomautuksen muodossa. (Tomperi 2009: 162.) Lisätiedon tilintarkastaja antaa yrityksen tilintarkastuskertomuksessa taas siinä tilanteessa, kun tämä haluaa korostaa jotakin tarkastettavan kohteen tilintarkastuksen aikana esiin tullutta seikkaa, joka ei välttämättä käy tilintarkastajan näkökulmasta riittävän selvästi tilinpäätösaineistosta ilmi (Halonen & Steiner 2009: 453 & Horsmanheimo ym. 2017: 125).

Tilintarkastaja antaa tilintarkastuskohteelleen **varauman sisältävän lausunnon**, kun tilintarkastaja ei pysy saamaan riittävää määrää tilintarkastusevidenssiä tarkastuksen suorittamiseen tai kun tilinpäätös on olennaisesti virheellinen, mutta ei niin merkittävästi, että tämä vaatisi tilintarkastajalta kielteisen

lausunnon. Mikäli varauman sisältävän lausunnon antaminen ei tilinpäätöstietojen puutteellisuuden ja virheiden vuoksi ole mahdollista, voi tilintarkastaja joutua antamaan tarkastuskohteelle **kielteisen lausunnon**. Viimeisimpänä vaihtoehtona tilintarkastajalla on myös mahdollisuus jättää lausunto kokonaan antamatta. Tällaiseen tilanteeseen päädytään esimerkiksi, jos tilintarkastajan toimintaa on rajattu oleellisesti, eikä hänen ole siksi mahdollista hankkia riittävää määrää tilintarkastusevidenssiä lausunnon antamiseksi. (Horsmanheimo ym. 2017: 107-110.)

2.3.4. Tilintarkastus ja tilintarkastajan lausunto Yhdysvalloissa

Yhdysvalloissa julkisten yritysten tilintarkastusta säätelee Yhdysvaltain kongressin nimittämä voittoja tuottamaton yhdistys Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). PCAOB:n päätehtävänä on ajaa julkista etua sekä suojella rahoitusmarkkinoilla toimivia sijoittajia valvomalla tilintarkastustoimintaa niin, että tilintarkastajat tuottaisivat informatiivisia, tarkkoja sekä riippumattomia tilintarkastuskertomuksia. PCAOB:n toimintaa valvoo Yhdysvalloissa SEC. (PCAOB 2016a.) PCAOB:n visiona on parantaa tilintarkastuksen laatua, vähentää epäonnistuneiden tilintarkastusten riskiä Yhdysvaltain julkisilla arvopaperimarkkinoilla ja lisätä yleistä luottamusta taloudellisen raportoinnin prosessiin sekä tilintarkastukseen (PCAOB 2016b).

Kuten Suomessa, myös Yhdysvalloissa tilintarkastaja ottaa kantaa yrityksen taloudellisten raporttien oikeellisuuteen niin rakenteen kuin sisällönkin osalta. Tilintarkastajalla on Yhdysvalloissa mahdollista antaa neljä erilaista lausuntoa tarkastuskohteen taloudellisesta raportoinnista. Tilintarkastaja antaa **vakiomuotoisen lausunnon** (standard unqualified opinion) tilintarkastuskohteestaan, kun tarkastuskohteena oleva yritys on voinut tarjota tarkastettavaksi voimassa olevien standardien sekä Yhdysvaltain yleisesti hyväksytyjen kirjanpitosäännösten mukaisesti esitetyt taloudelliset raportit eli taseen, tuloslaskelman, rahoituslaskelman sekä tiedot siitä, miten yrityksen osakkeenomistajien omistus on muuttunut. Jos tilintarkastajan näkökulmasta kaikki taloudelliset raportit on esitetty standardien sekä yleisesti hyväksytyjen kirjanpitosäännösten mukaisesti, mutta hänen mielestään olisi tärkeä selvittää lisää tietystä yrityksen toimesta oikean kuvan saamiseksi, antaa tilintarkastaja vakiomuotoisen lausunnon, jonka lisäksi hän kirjaa ylös huomautuksen tai lisätiedon. (Arens ym. 2017: 74-75.)

Tilintarkastaja antaa **varauman sisältämän lausunnon** (qualified audit report) tarkastuskohteelle, jos hänen mielestään taloudellinen raportointi on oikeellisesti esitetty, mutta tilintarkastajan tarkastustoimia on merkittävästi rajoitettu tai taloudellista raportointia ei ole tehty voimassa olevien standardien mukaisesti. Tilintarkastajan tullessa siihen lopputulokseen, että tilintarkastuskohteen taloudellista raportointia ei ole laadittu voimassa olevien standardien sekä yleisesti hyväksytyjen kirjanpitosäännösten mukaisesti ja raportoinnissa on merkittäviä virheitä, antaa hän **kielteisen** (adverse) tilintarkastuslausunnon tarkastuskohteestaan. Jos tilintarkastajan työtä on merkittävästi estetty riittävän kuvan saamiseksi siitä, onko taloudellinen raportointi tehty tarkastuskohteessa voimassa olevien standardien sekä yleisesti hyväksytyjen kirjanpitosäännösten mukaisesti, on hänen mahdollista antaa **vastuunvapautuslauseke** (disclaimer), jonka mukaan hän ei ota vastuulleen sitä, onko taloudellinen raportointi oikeellinen. (Arens ym. 2017: 74-75.)

PCAOB:n luoman Sarbanes-Oxley Act:n astuttua voimaan heinäkuun 30. vuonna 2002, velvoitti lain pykälä 404 Yhdysvalloissa toimivia yrityksiä lausumaan vuosiraporteissaan yrityksen sisäisen valvonnan laajuudesta ja sopivuudesta yrityksen taloudellisen raportoinnin toimintoihin (SOX 2002; PCAOB 2016a). Lain voimaan saattamista pidettiin tarpeellisena lisänä edeltäviin lakeihin, sillä vaikka Yhdysvalloissa oli jo aiemmin säädely sisäisen valvonnan tasosta yrityksissä vuodesta 1977 lähtien Foreign Corrupt Practices Act:ssa, oli useissa organisaatioissa suuria puutteellisuuksia tehokkaan sisäisen valvonnan käyttöönnotossa sekä ylläpitämisessä vielä 1990-luvulla. Tämän heikkouden uskottiin edelleen ylläpitävän huonoa taloudellisen raportoinnin laatua, mahdollistaen heikon sisäisen valvonnan omaavan yrityksen ylimmän johdon manipuloinnin taloudellisen raportoinnin tietoihin niin, että tämä vaikuttaisi ulkopuolisille paremmalta kuin mikä yrityksen todellinen taloudellinen tila oli. (Niemeier 2006.) Lain voimaan saattamisen tarkoituksena oli siis edelleen parantaa yritysten taloudellisen raportoinnin luotettavuutta sekä näin palauttaa sijoittajien luottamus taloudelliseen raportointiin, joka oli edelleen järkkynyt Yhdysvalloissa vielä 2000-luvun alussa useiden tilinpäätöskandaalien johdosta. (Sun 2015; Li, Sun & Ettredge 2010).

SOX 404 voimaanastumisen myötä on kuitenkin keskusteltu paljon siitä, onko organisaatioille tai näiden sidosryhmille hyötyä tilintarkastajan antamasta

lausunnosta organisaation sisäisen valvonnan laadusta vai onko laki ainoastaan muodostunut taakaksi organisaation toiminnassa. Suuri kiistanaihe on ollut se, että tilintarkastajalla on velvollisuus jo tilintarkastusta suorittaessaan saada yleisesti hyväksytyjen tilintarkastuksen standardien mukaisesti riittävä ymmärrys organisaation sisäisen valvonnan toimivuudesta. Tämä vaaditaan, jotta tilintarkastajan olisi mahdollista suunnitella ja toteuttaa tilintarkastus perusteellisesti. Sisäisen valvonnan laatu ohjaa siis tilintarkastajan tekemien tarkastusprosessien laatua ja määrää riittävän todistusaineiston saamiseksi taloudellisten raporttien oikeellisuudesta. Tämän lisäksi tilintarkastajalla on mahdollisuus antaa puhdas lausunto tilintarkastuksesta taloudellisten raporttien osalta, vaikka tämä löytäisi heikkouksia tai puutteita sisäisen valvonnan toimivuudesta, jotka voisivat johtaa virheellisyyksiin. Tämä johtuu siitä, että tilintarkastajan tehtävänä ei ole saada täydellistä varmuutta, ainoastaan riittävä varmuus, tarkastettavan kohteensa taloudellisesta tilasta riippumatta siitä, miten tämän sisäinen valvonta on järjestetty. (Schneider & Church 2008.)

2.4. Sisäisen valvonnan raportoinnin seuraukset

Sisäisen valvonnan raportoinnin on tutkittu vaikuttavan yritysten mahdollisuuteen saada oman pääoman ehtoista rahoitusta. Jos sisäisen valvonnan raportoidaan olevan heikkoa, luottavat sijoittajat vähemmän yrityksestä saatavan taloudellisen raportoinnin luotettavuuteen tulevaisuuden projektien kannalta ja kasvattavat tästä johtuen sijoittamalleen varallisuudelle vaatimaansa tuottovaatimusta eli riskipreemiota. Tästä johtuen heikon sisäisen valvonnan omaava yritys joutuu turvautumaan rahoituksen osalta enemmän vieraaseen pääomaan, mikä vaikuttaa taas osaltaan yrityksen rahoituskulujen kasvuun sekä velan vipuvaikutukseen. (Shi & Wang 2012; Ikäheimo, Laitinen, Laitinen & Puttonen 2011: 157.) Shi ja Wang (2012) huomasivat tutkimuksissaan myös, että sen jälkeen, kun yritys on korjannut sisäisen valvonnan toimimaan tehokkaasti ja tilintarkastaja on antanut tästä sittemmin puhtaan lausunnon, lisääntyy sijoittajien luottamus yritystä kohtaan ja näin myös heidän vaatimansa riskipremio sijoitukselle alenee. Tällöin myös yritykset lisäävät herkemmin oman pääoman ehtoista rahoitusta tulevaisuuden toiminnan rahoittamiselle (Shi & Wang 2012.)

Sisäisen valvonnan heikkous vaikuttaa yrityksen toimintaan myös muilta osin kuin taloudellisen raportoinnin oikeellisuuden kannalta. Sisäisen valvonnan tehottomuuden raportointiin vaikuttavia yleisimpiä tekijöitä on tämän vuoksi myös tutkittu. Sisäisen valvonnan tehottomuuden riski kasvaa, kun yritykset ovat yritysmuodoltaan monimutkaisia. Lisäksi merkittävät muutokset yrityksen toiminnassa, esimerkiksi yrityksen segmenttien lukumäärän muutos, myynnin merkittävä kasvu tai fuusioitumiset sekä yrityskaupat, lisäävät rasituksia sisäisen valvonnan toimivuudelle. (Ashbaugh-Skaife ym. 2007; Doyle ym. 2007.)

Taloudellisten raporttien oikeellisuuden sekä luotettavuuden lisäksi, sisäisen valvonnan laadulla on huomattu olevan vaikutusta myös yrityksen sisäisiin raportteihin, joita yritysten johtajat käyttävät muodostaessaan ennusteita esimerkiksi yrityksen tulevista tuotoista. Tutkimustulokset osoittavat, että yrityksissä, joissa sisäinen valvonta on järjestetty heikosti, yrityksen johdon arvioiden tarkkuus yrityksen toiminnan tulevaisuudesta heikkenee sekä taloudellisesti että tilastollisesti merkittävästi. Sisäinen valvonta ei siis vaikuta ainoastaan ulkoisille sidosryhmille raportoituihin tuloksiin, vaan myös sisäisen johdon raporttien laatuun, joihin yrityksen toiminnan tulevaisuuden ennusteet sekä johdon ohjaus perustuvat. (Feng & Li 2009.)

3. SIOITTAJIEN PÄÄTÖKSENTEKO

Yritykset tarvitsevat toimiakseen rahoitusta, joka voidaan saada karkeasti jaoteltuna oman pääoman muodossa myymällä yrityksen osakkeita tai vieraan pääoman ehtoisena esimerkiksi pankkirahoituksena. (Pohjola 2013: 99; Ikäheimo ym. 2011: 139). Sijoittajat rahoittavat yrityksen toimintaa ostamalla yrityksen osakkeita, jolloin he tulevat myös yrityksen omistajiksi. Yrityksen omistajana sijoittaja hyötyy yrityksen tuloksen kehityksestä kahdella tavalla. Osakkeet, jotka sijoittaja on ostanut, voivat tuottaa hänelle osinkoja eli sijoittaja voi saada rahavirtaa sijoituksestaan myymättä omistustaan. Vaihtoehtoisesti, jos yrityksen arvo markkinoilla kasvaa, sijoittajalla on mahdollisuus myydä osakkeensa korkeampaan markkinahintaan, kuin millä hän on ne alun perin ostanut. Tässä yhteydessä on kuitenkin huomattava se, että sijoittajalla on myös mahdollista kärsiä suuret tappiot, jos hänen sijoittamansa yritys ei olekaan kannattava. (Ikäheimo ym. 2011: 143-146.)

Sijoittajat käyttävät päätöksentekonsa tukena yrityksen tilinpäätösaineistoa, joka kertoo yrityksen taloudellisesta tilasta. Yrityksen taloudellinen tila kertoo sijoittajille yrityksen mahdollisista tulevaisuuden osingoista sekä siitä, miten yrityksen markkina-arvo voi mahdollisesti kehittyä. (Ikäheimo ym. 2011: 13.) Tiedonsaanti on sijoittajien kannalta erittäin tärkeää, jotta he osaavat arvioida eri sijoituskohteiden kannattavuutta. Internetin käytön kasvun myötä, ovat sijoittajat kuitenkin joutuneet uudenlaisen ongelman eteen: tietoa on saatavilla niin paljon, etteivät sijoittajat sijoituspäätöstä tehdessään kykene prosessoimaan kaikkea sitä tietoa, mitä yrityksestä on saatavilla. Tästä johtuen, sijoittaja voi epähuomiossa jättää huomioimatta sijoituksen kannalta kriittistä informaatiota, joka voi esimerkiksi johtaa hyvän sijoituskohteen hylkäämiseen tai vaihtoehtoisesti huonoon kohteeseen sijoittamiseen. Tämän vuoksi on erittäin tärkeä tietää, mitkä sijoittajille saatavilla olevat tiedot ovat heille tärkeitä sekä miten he toimivat etsiessään tietoa mahdollisesta sijoituskohteestaan. (Pennington & Kelton 2016.)

3.1. Yksityiset sijoittajat

Rahatalouden kirjallisuudessa käy yleensä ilmi institutionaalisten sekä yksityisten sijoittajien käyttäytymisen eroja sijoituspäätöksiä tekemisessä. Yleisesti ajatellaan, että institutionaaliset sijoittajat toimivat rationaalisesti nojautuen sijoituskohteesta saatavilla olevaan tietoon, kun taas yksityisiin sijoittajiin vaikuttaa saatavilla olevan informaation lisäksi myös vahvasti tunteet. (Xu & Wan 2015.) Tutkimuksen mukaan yksityisillä sijoittajilla on taipumus esimerkiksi hyödyntää kurssien nousuja rivakammin kuin institutionaalisilla sijoittajilla, jotka jaksavat maltillisemmin informaatioon perustuen odottaa kurssien nousun jatkumista, joka sittemmin johtaa parempiin tuottoihin. Samoin yksityiset sijoittajat eivät tahdo myöntää tappioitaan aikaisessa vaiheessa, vaan toivovat huonojen sijoituspäätösten muuttuvan tulevaisuudessa positiivisiksi, mistä johtuen he voivat kärsiä suuriakin tappioita. (Odean 1998.) Näin ollen voidaan ajatella, että institutionaaliset sijoittajat hyötyisivät yksityisiä sijoittajia enemmän yrityksen sisäisen valvonnan laadun raportoinnista.

Finanssialan keskusliiton (2012) mukaan yksityiset sijoittajat ovat kuitenkin yksi merkittävimmistä sijoittajasektoreista niin Euroalueella kuin Suomessakin. Tämän vuoksi tutkielmassa keskitytään yksityisiin sijoittajiin sekä heidän suorittamaansa informaation hakuun sekä tämän informaation hyödyntämiseen tehdessään sijoituspäätöksiä.

3.1.1. Ammattimaiset sijoittajat

Suomessa Sijoituspalvelulaki määrittelee ammattimaiset sijoittajat. Lain mukaan myös yksityistäkin henkilöä voidaan pitää ammattimaisena sijoittajana, jos hän itse omasta pyynnöstä toivoo näin tehtävän ja sijoituspalvelua tarjoava yritys pystyy arvioimaan, että tämä yksityinen sijoittaja on kykenevä tekemään itsenäisiä sijoituspäätöksiään sekä ymmärtää niiden tuomat riskit. Näiden lisäksi yksityisen henkilön on täytettävä vähintään kaksi seuraavista lain 18§ vaatimuksista:

1. asiakas on toteuttanut huomattavan suuria liiketoimia kyseisillä markkinoilla keskimäärin kymmenen kertaa neljännesvuodessa neljän viimeksi kuluneen vuosineljänneksen aikana
2. asiakkaan sijoitusvarallisuuden arvo on yli 500.000 euroa

3. asiakas työskentelee tai on työskennellyt rahoitusalaalla ammattimaisesti vähintään vuoden tehtävissä, joka edellyttää tietämystä suunnitelluista liiketoimista ja palveluista. (Sijoituspalvelulaki, jäljempänä SPL, 1.luku 18§)

Yhdysvalloissa rahoitusmarkkinoiden säätelyn taustalla toimii SEC. SEC:n tehtävänä on suojella markkinoiden sijoittajia, ylläpitää rehellisiä, tehokkaita sekä järjestyksessä toimivia rahoitusmarkkinoita ja johtaa omaisuuden muodostumista. Komission mukaan niin institutionaalisella kuin ensimmäistä kertaa rahoitusmarkkinoilla toimivalla yksityissijoittajallakin tulee olla mahdollista saada tietoonsa tietyt perustiedot sekä tulevasta sijoituskohteestaan että sijoittajan hallussa olevista investoinneistaan. Tämän saavuttamiseksi SEC on määrännyt laein, miten julkisten yritysten tulee julkaista niin taloudellista kuin muutakin tietoa itsestään julkisesti saataville. (SEC 2013) SEC:n REG-D:n (Regulation D) 230.501§ määrittelee Yhdysvalloissa toimivan yksityisen henkilön ammattimaiseksi sijoittajaksi, jos hän täyttää vähintään yhden alla olevista kriteereistä:

1. yksityisen henkilön tai tämän puolison kanssa yhdessä omistama nettovarallisuus ylittää 1.000.000 dollaria
2. yksityinen henkilö, jonka henkilökohtainen vuositulo ylittää 200.000 dollaria tai puolison kanssa yhteinen tulo ylittää 300.000 dollaria viimeiseltä kahden vuoden ajalta ja tämän vuositulon ajatellaan pysyvän samana
3. yksityisen henkilön tulee olla arvopaperin liikkeellelaskijan johtajan, toimitusjohtajan tai vastuunalaisen yhtiömiehen asemassa. (SEC 2016.)

3.1.2. Ei-ammattimaiset sijoittajat

Suomen Sijoituspalvelulain mukaan sijoittaja on ei-ammattimainen, jos tämä ei täytä lain määräämiä edellä mainittuja ammattimaisen sijoittajan vaatimuksia. Tällöin sijoituspalveluja tarjoava yritys ei voi olettaa, että sijoittaja pystyisi tekemään itsenäisiä sijoituspäätöksiään ja ymmärtäisi näiden sijoituspäätöksien tuomat riskit. (SPL 1. luku 18§.) Sijoittajan luokittelu ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi lisää sijoituspalveluja tarjoavan yrityksen velvollisuutta antaa sijoittajalle riittävä määrä tietoa tämän lukuun tehtävistä toimista sekä tälle tarjotuista palveluista (SPL 10. luku 5§).

Vaikka ammattimaisten ja ei-ammattimaisten sijoittajien rajat ovat selvät eikä näistä voi lain mukaan poiketa, voidaan kuitenkin ajatella, että myös ei-ammattimaiset yksityiset sijoittajat pystyvät hyödyntämään ammattimaisten sijoittajien tapaan saatavilla olevaa informaatiota hyvien sekä luotettavien sijoituskohteiden löytämiseksi. Tämän ajatellaan olevan mahdollista silloin, kun ei-ammattimaisella yksityisellä sijoittajalla on kokemusta esimerkiksi sijoituskohteen toimialasta tai muutoin sijoittamiseen liittyvän informaation tutkimisesta muun muassa uransa puolesta. (Døskeland & Hvide 2011.) Yhdysvalloissa SEC:n tarkoituksena on kuitenkin suojella markkinoiden kaikkia sijoittajia säätelyn avulla. Tarkoituksenaan komissiolla on luoda läpinäkyviä markkinoita, joissa myös yksityisillä sijoittajilla, jotka eivät täytä edellisessä luvussa mainittuja kriteerejä ammattimaisesta yksityisestä sijoittajasta, on kokemuksestaan huolimatta mahdollisuus hyötyä sijoituksistaan. (SEC 2016.)

3.2. Sijoittajan informaation hakuprosessi

Nykyinen tiedonmäärä on valtavaa ja tämä kaikki tieto on saatavilla lähes jokaiselle internetin välityksellä. Sijoittajat voivat aktiivisesti seurata mahdollisten sijoituskohteidensa sellaisia tietoja, joita he tarvitsevat päätöksentekoa varten, reaaliaikaisesti muun muassa yritysten verkkosivustojen sekä sosiaalisen median kautta. Vaikka alun perin tiedon lisääntymisen syynä onkin ollut juuri sijoittajien vaatimukset tiedon lisäämisestä sekä läpinäkyvyydestä markkinoilla, on nykyisellä valtavalla tiedonmäärällä myös negatiivisia vaikutuksia sijoittajien tiedonhankintaan: kaiken saatavalla olevan tiedon läpikäyminen on lähes mahdotonta. (Pennington & Kelton 2016.) Viime vuosina on juuri tämän informaation määrän räjähdysmäisen kasvun vuoksi keskustelu myös paljon siitä, olisiko sijoittajille enemmän hyötyä, jos saatavilla oleva informaatio olisi lyhyempää ja ytimekkäämpää verrattuna siihen, että jokainen yrityksen taloudellinen tieto julkaistaisiin suurelle yleisölle käytettäväksi (Lawrence 2013).

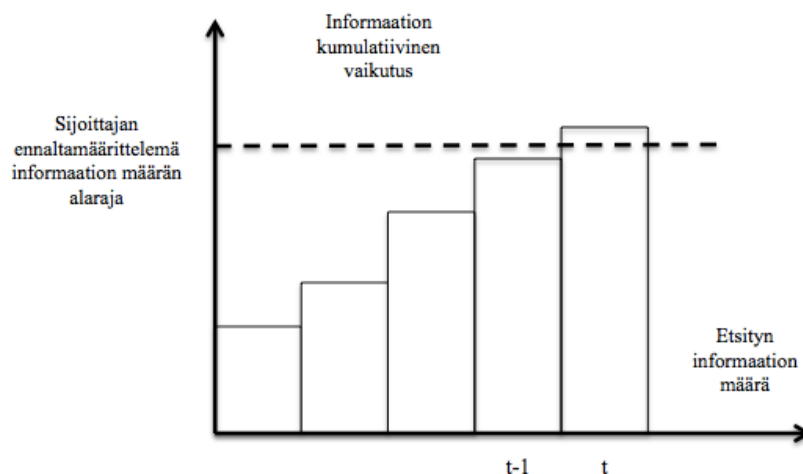
Juuri tämän suuren tiedonmäärän vuoksi, sijoittajan informaation haun prosessi on tärkeä ymmärtää, jotta saataisiin selville, minkälaista tietoa sijoittajat pitävät tärkeinä sijoituspäätöstensä taustalla. Yleisesti puhuttaessa, ihmisten tiedonhaku

jakautuu kahteen: sisäiseen ja ulkoiseen tiedonhakuun. Sisäisestä tiedonhausta on kyse silloin, kun esimerkiksi sijoittaja pohtii omasta muististaan tietoa sijoituspäätökseen liittyen. Ulkoisessa tiedonhaussa turvaudutaan taas ulkopuolisen informaation etsintään, esimerkiksi sijoituskohdetta pohtiessa analyttikoiden lausuntojen tai julkaistujen taloudellisten raporttien tutkimiseen. (Guo 2001.) Jokainen päätöksentekoprosessi lähtee liikkeelle sellaisen tiedonhausta, jota henkilö pitää omasta mielestään tärkeänä tekijänä päätöksenteon kannalta. Tilanteessa, jossa tietoa löytyy valtava määrä, tulee jokaisen päätöksentekijän pystyä supistamaan tai seulomaan tietoa niin, että sitä voidaan hyödyntää tehokkaasti. Päätöksentekijän omalla tiedon seulonnalla on näin valtava vaikutus siihen, mitä tietoa hän ottaa huomioon sekä minkä tiedon painoarvoa hän vähentää tai jättää kokonaan huomioimatta päätöksenteossa. (Pennington & Kelton 2016.) Informaation keruu sekä tiedon seulonta vaikuttavat siis sijoittajien osalta merkittävästi siihen, minkälaisen kuvan hän saa yrityksestä sekä millaisiin johtopäätöksiin ja tuloksiin hän tulee sijoituskohteen kannalta (Browne & Pitts 2004).

Tiedon etsiminen perustuu pohjimmiltaan työmäärän ja hyödyn välisen suhteen analysointiin (Guo 2001). Voidaan siis ajatella, että sijoituspäätöstä tehdessään sijoittaja etsii tietoa sijoituskohteestaan siihen asti, kunnes hänen mielestä tiedonkeruuseen laitettu työmäärä vastaa sijoituspäätöksen arvioitua tuottoa huomioiden myös tämän tappion mahdollisuuden. Lisäksi, jotta sijoittaja pystyy hallitsemaan sekä hyödyntämään keräämäänsä tietoa, on tämän jossain vaiheessa lopetettava tiedon etsiminen. Sijoittajat lopettavat tiedonhaun, kun heidän ennalta määritelty kriteeri tiedon hakua varten tulee täyteen. (Pennington & Kelton 2016.) Tarkoituksena on siis, että sijoittaja arvioi ennalta määritellysti sitä, minkälaista lisäarvoa uuden tiedon etsiminen vielä tälle antaisi koskien omaa sijoituspäätöstään. Jos sijoittaja ei usko saavansa enää lisäarvoa omalle päätöksenteolleen mahdollisesta uuden tiedon hankinnasta, lopettaa tämä tiedon etsimisen. Käytännössä tällaista pistettä henkilön tiedon keruussa on haastavaa määritellä, sillä päätöksentekijän on mahdotonta sisäistää sekä arvioida tarpeeksi suurta määrää tietoa lyhytaikaisessa muistissaan, jota tämä käyttää pohtiessaan kaikkia erilaisia vaihtoehtoja, mitä sijoituksen lopputulos voi aiheuttaa. (Browne & Pitts 2004.) Tästä huolimatta tiedonhaun lopettaminen (stopping rule) voidaan jakaa kolmeen yleisimpään käyttäytymisen tasoon: täydelliseen tasoon (absolute standard), eroavaisuuksien tasapainotasoon

(differences) tai yksittäisten kriteerien tasoon (single criterion). (Pennington & Kelton 2016.)

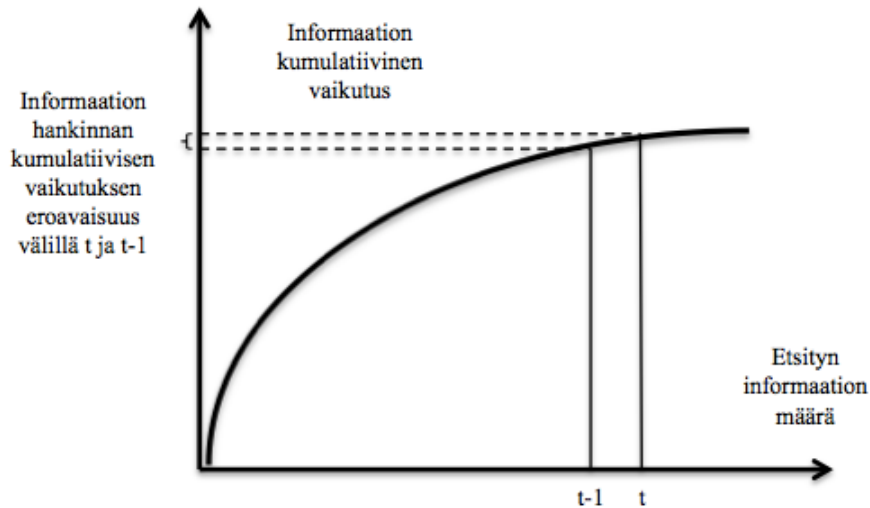
Tiedon etsimisen täydellisessä tasossa informaation etsiminen loppuu, kun sijoittaja on saanut itse asettamansa informaation määrään liittyvän kriteerin täytettyä. Kriteerinä voi olla joko tietty itsemääritelty lista tarvittavista tiedoista tai vaihtoehtoisesti tietty määrä informaatiota, jotka sijoittajan on saatava ennen päätöksen tekemistä. Tällöin sijoittaja etsii tietoa niin kauan, että hän on saanut omat ennalta asettamansa tiedonhakukriteerit täytettyä. (Pennington & Kelton 2016.) Kuvio 3 esittää sitä, miten sijoittajan tiedonhaku jatkuu siihen asti, että tämän keräämä kumulatiivinen tiedon määrä vastaa hänen ennalta asettamaansa raja-arvoa tiedon määrälle (Browne & Pitts 2004).



Kuvio 3. Täydellinen taso (Browne & Pitts 2004).

Sijoittaja, joka kiinnittää huomiota yrityksestä saatavan informaation ristiriitaisuuksiin sekä eroavaisuuksiin, lopettaa taas tiedonhaun siinä vaiheessa, kun hänen näkemyksensä yrityksestä on saavuttanut suhteellisen vakaan tason. Tämä tarkoittaa sitä, että niin kauan kuin sijoittajan löytämä uusi informaatio muokkaa tämän kokonaiskäsitystä yrityksestä, jatkaa hän tiedon etsintää. (Pennington & Kelton 2016.) Sijoittaja arvioi siis jokaisen uuden tiedon löytäessään omaa käsitystään yrityksestä sijoituskohteena sekä tämän vaikutusta hänen kokonaiskäsitykseensä yrityksestä. Suurimpana erona edelliseen tiedonhankinnan lopettamispäätökseen on se, että toisin kuin edellisessä, tässä

tasossa sijoittaja lopettaa tiedonkeruun siinä vaiheessa, kun uusi etsitty tieto ei enää anna sijoittajalle mitään uutta tietoa sijoituskohteesta. Kuvio 4 voi nähdä, missä vaiheessa sijoittaja, joka perustaa tiedonhankintansa informaation eroavaisuuksiin, lopettaa tiedonkeruun ja siirtyy päätöksenteon seuraavaan vaiheeseen. (Browne & Pitts 2004.)



Kuvio 4. Eroavaisuuksien taso (Browne & Pitts 2004).

Vaihtoehtoisesti sijoittaja voi myös perustaa oman päätöksensä yksittäiseen tietoon, esimerkiksi osakekurssien historiaan, sekä mahdollisesti tähän tietoon vahvasti liittyviin tietoihin yrityksestä. Tällöin sijoittaja lopettaa tiedonetsimisen siinä vaiheessa, kun hän saa selville yrityksestä tämän itselleen asettaman yksittäisen kriteerin. Nykypäivänä tiedon suuren määrän vuoksi on kuitenkin mahdotonta sanoa sijoittajan päätöksentekoon vaikuttavan tiedon määrästä, sillä esimerkiksi yksittäiseen kriteeriin keskittyvä sijoittaja saattaa etsiä määrällisesti yhtä paljon tietoa kuin tiedon täydelliseen tasoon pyrkivä sijoittaja. Tämä johtuu siitä, että saatavilla oleva tiedon määrä yhdestäkin kriteeristä voi olla valtava. (Pennington & Kelton 2016.)

Penningtonin ja Keltonin (2016) tekemän tutkimuksen mukaan myös sijoittajan kokemuksella on vaikutusta siihen, milloin sijoittaja lopettaa tiedonkeruun. Tämän lisäksi sijoittajat karsastavat suurta riskiä ja huomattavaan sijoituskohteen riskin olevan suuri, lisäävät he informaation haun vaiheessa

etsittävän tiedon määrää (Tversky & Kahneman 1991; Blay, Kadous & Sawers 2012)

3.3. Sijoittajan informaation arviointiprosessi

Yksityisillä sijoittajilla on tapana arvioida keräämäänsä tietoa irrationaalisemmin kuin institutionaalisilla sijoittajilla. Tämä tarkoittaa sitä, että tehdessään sijoituspäätöstä, yksityiset sijoittajat prosessoivat informaatiota nojautuen tunteisiin sekä tehden oikaisuja eri tiedon arvioinnin vaiheissa. Yksityisillä sijoittajilla on siis tapana hyödyntää herkemmin esimerkiksi nyrkkisääntöjä sekä turvautua omaan intuitioon päätöksenteon yhteydessä. Tällaisesta toiminnasta voidaan ajatella olevan hyötyä yksinkertaisissa ongelmanratkaisutilanteissa, mutta kun kyseessä on epävarmojen tuottojen todennäköisyyden arviointi, voi tällainen käyttäytyminen koitua kohtalokkaaksi. (Jain, Jain & Jain 2015.) Suuri osa empiirisestä todistusaineistosta viittaa siihen, että juuri tämä irrationaalinen käyttäytyminen johtaa yksityisillä sijoittajilla huonoihin pitkän ajan tuottoihin. Tuloksissa on kuitenkin huomattu huomattavaa eroavaisuutta eri yksilöiden välillä. (Barber & Odean 2011.)

Ehkä yleisimmät yksityisten sijoittajien päätöksentekoon sekä informaation arviointiin vaikuttavat käyttäytymismallit ovat dispositio-efekti (disposition effect), sijoittajan ylimalkainen itseluottamus (investors' overconfidence) sekä tiedon edustavuus (representativeness). (Jain ym. 2015.) Dispositio-efektin mukaan sijoittajat myyvät liian nopeasti tuottavat sijoituksensa sekä päinvastoin pitävät tappiota tuottavia sijoituksiaan salkussaan liian pitkään (Shefrin & Statman 1985). Sijoittajan ylimalkainen itseluottamus johtaa taas siihen, että sijoittaja antaa huomattavaa painoarvoa omalle arviointikyvyilleen huomioimatta mahdollisia muutoksia tai ulkoisia tekijöitä, jotka voivat vaikuttaa sijoituksen tuottavuuden vaihtelevuuteen. Tiedon edustavuudella tarkoitetaan taas sitä, että sijoittaja antaa liikaa painoarvoa jo olemassa olevalle tiedolle tehdessään sijoituspäätöksiä esimerkiksi niin, että hän uskoo yrityksen nykyisten tuottojen peilaavan suoraan tulevaisuuden tuottoihin. Tässä sijoittajalla on siis taipumus arvioida keräämäänsä tietoa samankaltaisuuksiin tai stereotyyppisiin perustuen. (Jain ym. 2015.)

Vaikka kaikkien yksityisten sijoittajien informaation hyödyntämisellä sekä arvioinnilla on nähty olevan yhtäläisiä piirteitä, on eri kokemustaustan omaavien sijoittajien välillä havaittu myös eroavaisuuksia koskien informaation arviointia. Sijoittajan status eli kokemus sijoitustoiminnasta vaikuttaa esimerkiksi sijoittajan keräämän informaation arviointiin. Tutkimuksen mukaan sijoittajat, joilla on kokemusta sijoitustoiminnasta, antavat suuremman painoarvon yrityksestä saatavalle negatiiviselle informaatiolle kuin sellaiset sijoittajat, joilla ei ole kokemusta sijoittamisesta. Painoarvo on suurta varsinkin silloin, kun yrityksestä on saatavilla kerralla enemmän negatiivista tietoa verrattuna siihen, että negatiivinen tieto annettaisiin pienempinä paloina peräkkäin sijoittajalle. Tämä kertoo siitä, että kokeneemmat sijoittajat välttelevät enemmän selviä tappionmahdollisuuksia kuin kokemattomat sijoittajat. (Cianci 2008.) Näin voidaan ajatella, että ammattimaiset sijoittajat ovat kriittisempiä arvioidessaan keräämänsä tietoa sijoituskohteestaan kuin ei-ammattimaiset sijoittajat.

Sekä kokeneet että kokemattomat sijoittajat näyttävät kuitenkin reagoivan negatiiviseen informaatioon herkemmin, jos he kohtaavat tämän informaation ennen yrityksestä saatavaa positiivista informaatiota. Samoin sekä kokeneet että kokemattomat sijoittajat näyttävät myös antavan painoarvoa positiiviselle tiedolle enemmän, jos tämä tieto tulee heille tietoon informaation etsinnän aikana pienemmissä osissa kuin kerralla. Tutkimustulokset osoittavat siis, että sijoittajat arvioivat tietoa eri tavoin riippuen siitä, missä järjestyksessä sekä missä määrin he saavat tämän tiedon haltuunsa. (Cianci 2008.)

4. SISÄISEN VALVONNAN LAADUN RAPORTOINNIN VAIKUTUS SIOITUSPÄÄTÖKSIIN

Useissa teollisuusmaissa rahoitusmarkkinoiden säätelijät ovat 2000-luvun alussa panneet aluilleen toimintaperiaatteita, joiden tarkoituksena on lisätä taloudellisen raportoinnin laatua sekä näin parantaa sijoittajien luottamusta markkinoihin. Yhdysvalloissa käyttöön otetun Sarbanes-Oxley Act (SOX) pykälän 404 voimaan saattamisen tarkoituksena oli palauttaa sijoittajien luottamus taloudelliseen raportointiin useiden Yhdysvalloissa tapahtuneiden tilinpäätöskandaalien jälkeen. Sijoittajien saaman tiedon luotettavuuden turvaamisen lisäksi pykälän tarkoituksena on myös kannustaa yrityksiä luomaan tehokas sisäinen valvonta tehokkaan toiminnan takaamiseksi. Pykälä velvoittaa niin yrityksiä itseään kuin heidän tilintarkastajiaan ottamaan kantaa yrityksen sisäisen valvonnan toimivuuteen. Yrityksen tulee siis myös itse arvioida sekä valvoa sisäisen valvonnan toimivuutta omassa toiminnassaan löytääkseen sen puutokset sekä epäkohdat. Näin yrityksellä on mahdollista luoda toimiva sisäinen valvonta, jonka tilintarkastaja tarkastaa ja arvioi tilinpäätöksen yhteydessä. Jos yritys on tehnyt oman osansa sisäisen valvonnan laadun parantamiseksi siten, ettei yrityksessä pääse tapahtumaan sisäisen valvonnan heikkoudesta johtuvia virheitä tai väärinkäytöksiä, on tilintarkastajan mahdollista antaa yritykselle puhdas lausunto tämän sisäisen valvonnan toiminnasta. Lain voimaanastumisen jälkeen, on tämän tarpeellisuudesta kuitenkin kiistelty paljon. (Arnold ym. 2011.)

4.1. Sisäisen valvonnan laadun raportin vaikutus yrityksen houkuttelevuuteen sijoitusmarkkinoilla

SOX pykälä 404 velvoittaa Yhdysvalloissa toimivia julkisia yrityksiä arvioimaan sisäisen valvontansa tehokkuutta sekä antamaan tästä lausunnon yritysten julkisen taloudellisen raportoinnin osaksi. Tämä tarkoittaa sitä, että tilintarkastajan tulee tilintarkastuskertomuksen lisäksi antaa lausunto myös Yhdysvalloissa toimivien julkisten yritysten sisäisen valvonnan laadusta. (Schneider 2009.) Lain voimaan saattamisen taustalla toimii ajatus siitä, että tilintarkastajan arvio yrityksen sisäisen valvonnan tehokkuudesta luo yrityksen

sidosryhmille hyödyllistä lisätietoa yrityksestä, jota ei pelkän taloudellisen raportoinnin kautta ole aiemmin ollut saatavilla (Lopez, Vandervelde & Wu 2006).

Lausunnon julkaisemisen negatiivisia vaikutuksia yrityksille on tutkittu paljon. Tutkimukset ovat paljastaneet, että lain voimaantulon jälkeen muun muassa yrityksiä tilintarkastuspalkkiot ovat kasvaneet merkittävästi ja yrityksiä ennustettujen tulosten epänormaali tuotot ovat korreloineet negatiivisesti lausunnon antamisen kanssa (Sneller & Langendijk 2007; Zhang 2007). Myös Krishnan, Rama & Zhang (2008) ovat tutkineet SOX 404 aiheuttamia kustannuksia yrityksille. Heidän mukaansa nämä kustannukset voidaan jakaa kolmeen kategoriaan: sisäisiin työvoimakustannuksiin, ulkoisiin konsultointi- ja teknologiakustannuksiin sekä tilintarkastajanlausunnon kustannuksiin. Tutkimustulosten mukaan, yrityksiä kustannukset näillä kaikilla kolmella osa-alueella kasvavat merkittävästi yrityksen ottaessa käyttöön SOX 404 vaatimat käytänteet. (Krishnan ym. 2008.) Lausunnon julkaiseminen luo yrityksille kuitenkin mahdollisuuden huomata oman toiminnan ongelmakohtia sekä näin kehittää omaa toimintaa pienentämällä sisäisen valvonnan puutteellisuuden aiheuttamien virheiden sekä väärinkäytösten mahdollisuuksia (Huang 2009). Sisäisen valvonnan laadun raportointi aiheuttaa siis yrityksille lisäkustannuksia, mutta samalla tällä on mahdollista raportoinnin vaatiman arvioinnin kautta saada vastinetta näille varoille sisäisen valvonnan tehostumisen myötä.

Tilintarkastajan on yrityksen tilinpäätöstä ja toimintakertomusta tarkastaessa saatava riittävä määrä evidenssiä raportoitavien taloudellisten tietojen oikeellisuudesta, jotta tilintarkastuslausunto voidaan antaa. Jotta olennainen varmuus tarkastuskohteen taloudellisten tietojen oikeellisuudesta saadaan varmistettua, on tilintarkastajan otettava tarkastuksessaan huomioon myös yrityksen sisäisen valvonnan mahdollisten puutteiden tuomat virhemahdollisuudet. Mikäli tilintarkastaja huomaa yrityksessä puutteita sisäisen valvonnan osalta, on hänen muokattava tilintarkastusprosessia sisältämään laajemmin eri tarkastustoimenpiteitä, jotta sisäisen valvonnan tehokkuuden puutteesta mahdollisesti johtuvat virheet tilinpäätöksessä saataisiin selville ja raportoitavien lukujen oikeellisuus saadaan varmistettua riittävällä tasolla. Tämän vuoksi voidaan kyseenalaistaa, että lausunto sisäisen valvonnan tilasta vaikuttaisi tilinpäätösaineistoa käyttäviin tahoihin. (Schneider 2009.)

Tilintarkastajan on Yhdysvalloissa annettava lausunto sisäisen valvonnan puutteista, mikäli tämä havaitsee yhden tai useamman seikan sisäisessä valvonnassa, joka voisi johtaa virheellisyyksiin tai väärinkäytöksiin taloudellisessa raportoinnissa (PCAOB 2007: 5). Tilintarkastajalla on mahdollisuus antaa vakioimuotoinen tilintarkastuskertomus, vaikka hän joutuisi antamaan lausunnon sisäisen valvonnan puutteista. Lausunto sisäisen valvonnan laadusta ei siis välttämättä vaikuta tilintarkastuskertomuksen muotoon. Tällaiseen tilanteeseen päädytään, kun tilintarkastaja muokkaa tilintarkastusprosessia niin, että hän pystyy saamaan riittävän varmuuden tarkastettavan kohteen taloudellisen raportoinnin oikeellisuudesta, vaikka sisäisessä valvonnassa on puutteita. (Schneider 2009.) Lausunnon tarpeellisuuden pohjalla voidaan näin ajatella olevan oletus siitä, että lausunto sisäisen valvonnan tehokkuudesta tuottaa sijoittajille arvokasta lisätietoa yrityksen toiminnasta, jota hän ei ilman erillistä lausuntoa saisi selville (Lopez ym. 2006).

Markkinoilla vallitsevaa informaation epäsymmetrisyyttä on mahdollista vilpillisin keinoin hyödyntää rahallisten tuottojen saamiseen. Suomessa Arvopaperimarkkinalaki kieltää sisäpiirikauppojen tekemisen (AML 12. luku) ja näiden rangaistuksesta säädetään edelleen Suomen rikoslaissa luvussa 51. Lakien taustalla on markkinoiden väärinkäytösten estäminen. Skaifen, Veenmanin & Wangerin (2013) tekemän tutkimuksen mukaan puutteet yrityksen sisäisessä valvonnassa taloudellisen raportoinnin osalta korreloivat myös tehtyjen sisäpiirikauppojen määrän kanssa. Tutkimuksen mukaan tehtyjen sisäpiirikauppojen määrä laskee selvästi, kun yrityksen sisäinen valvonta saadaan toimivaksi (Skaife ym. 2013). Näin ollen sisäisen valvonnan laadulla voidaan nähdä yhteys markkinoiden väärinkäytösten estämiselle sekä toimivien markkinoiden Oletusta sisäisen valvonnan laadun raportoinnin tarpeellisuudesta tukevat tutkimukset yrityksen sisäisen valvonnan tehottomuuden vaikutuksista osakkeiden markkina-arvojen romahtamiseen (Hong & Lee 2015; Hammersley, Myers & Shakespeare 2008). Lausunto sisäisen valvonnan toimimattomuudesta enteilee taloudellisten raporttien läpinäkyvyydestä sekä epäluotettavuudesta ja kasvattaa näin informaation epäsymmetrisyyttä markkinoilla, joka sittemmin huomataan arvopaperimarkkinoilla osakekurssien romahduksena (Hong & Lee 2015). Tutkimustulokset osoittavat myös sen, että yrityksen osakekurssit lähtevät jälleen nousuun, kun yritys parantaa sisäistä valvontaansa ja saa näin

tilintarkastajalta puhtaan lausunnon sisäisen valvontansa tehokkuudesta (Ashbaugh-Skaife, Collins, Kinney Jr & Lafond 2009). Näiden tutkimusten perusteella voidaan siis nähdä yhteys tilintarkastajan sisäisestä valvonnasta antaman lausunnon ja yritykseen sijoittavien tahojen kanssa.

Sun (2016) havaitsi, että yritykset, jotka saavat tilintarkastajalta negatiivisen lausunnon yrityksen sisäisen valvonnan laadusta, näyttävät myös investoivan vähemmän. Tähän vaikuttaa tutkimuksen mukaan muutama tärkeä seikka. Ensinnäkin yrityksiä, joiden sisäisen valvonnan raportoidaan olevan tehottomia, osakekurssit laskevat edeltävässä kappaleessa esitetyllä tavalla niin, ettei yrityksen ole mahdollista saada yhtä paljon pääomaa investointeihin kuin mitä olisi mahdollista, jos yritykseen sijoittavat luottaisivat tämän toimintaan. Toisekseen yrityksen sisäisen valvonnan ollessa tehottomia, yrityksen ylimpään johtoon ja tämän päätöksentekoon kiinnitetään enemmän huomiota, jonka lisäksi tätä arvioidaan rankemmin. Tämän vuoksi johdon intressi tehdä suuria resursseja vaativia investointipäätöksiä voi laskea, vaikka todellisuudessa nämä päätökset olisivat tärkeitä yrityksen toiminnan kannalta. Yrityksiä tekemät investoinnit ovat kuitenkin ehkä tärkein osa yrityksen toiminnan kehitystä ja kasvua, joten voidaan ajatella, että tehottoman sisäisen valvonnan omaava yritys ei täytä mahdollista potentiaaliaan toiminnan kasvun kannalta. (Sun 2016.)

Tilintarkastajan antama lausunto yrityksen sisäisen valvonnan tehottomuudesta voi enteillä sijoittajalle myös siitä, että myös yrityksen tulevaisuuden taustaoperaatiot investointien lisäksi voivat olla epäluotettavia. Tällainen ajatus lisää sijoittajan epävarmuutta koko yritystä kohtaan ja saa tämän arvioimaan tätä tarkemmin mahdollisena sijoituskohteena. Tämä voi myös saada sijoittajan arvioimaan taloudellisen raportoinnin luotettavuutta yleisellä tasolla. Sijoittaja voi siis pitää yrityksen nykyistä tilintarkastajan tarkistamaa taloudellista raportointia luotettavana, mutta sisäisen valvonnan heikkous aiheuttaa sijoittajalle epäilyä tämän tulevaisuuden kehityksestä. (Schneider 2009.)

Olettamusta tukee myös tutkimukset, joiden mukaan puutteellisuudet yrityksen sisäisen valvonnan tehokkuudessa vaikuttavat sijoittajien näkemykseen siitä, miten hyvin yrityksen nykyiset tulot vastaavat myös yrityksen tulevaisuudessa saamia tulovirtoja (Doyle ym. 2007; Ghosh & Lubberink 2006; Lopez ym. 2006). Näiden lisäksi Churchin ja Schneiderin (2016) tulosten mukaan sijoittajat ovat reagoineet negatiivisesti tilintarkastajan lausuntoon puutteellisesta sisäisestä

valvonnasta. Tulosten mukaan sijoittajat reagoivat vielä vahvemmin negatiiviseen lausuntoon, kun tämä ei ollut aikaisempien tietojen mukaan odotettavissa (Church & Schneider 2016). Näiden tulosten perusteella voidaan olettaa, että tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisen valvonnan tehottomuudesta herättää myös suomalaisissa sijoittajissa epäilyksiä koskien yrityksen taloudellisen raportoinnin luotettavuutta sekä kasvattaa näin epävarmuutta yrityksestä sijoituskohteena. Tutkimuksen ensimmäiseksi hypoteesiksi muodostuikin

H1: Sijoittajien käsitys yrityksestä sijoituskohteena heikkenee, kun tilintarkastaja arvioi yrityksen sisäisen valvonnan laadun olevan heikkoa verrattuna siihen, että tilintarkastaja arvioi sisäisen valvonnan olevan korkealaatuista.

4.2. Yksityisen sijoittajan kokemuksen vaikutus sisäisen valvonnan laadun raportin hyödyntämiseen sijoituspäätöksenteon yhteydessä

Chung, Lee ja Park (2014) ovat tutkineet yksityisten sijoittajien informaation saannin puutteita sekä tämän aiheuttamia ongelmia sijoitusten tuottavuudessa. Tutkimuksen mukaan yksityiset sijoittajat ostivat osakkeita yrityksistä, joiden tulosenusteet ennen tuloksenjulkaisua olivat negatiiviset, verrattuna institutionaalisiin sijoittajiin, jotka samassa tilanteessa toimivat täysin päinvastoin myymällä näiden yritysten osakkeita. Lisäksi yksityiset sijoittajat jatkavat myös sijoittamista sellaisiin yrityksiin, joiden tulosjulkistus on ollut negatiivinen, jolloin institutionaaliset sijoittajat taas myyvät osakkeitaan. (Chung ym. 2014.) Institutionaaliset sijoittajat pystyvät siis hyödyntämään enemmän sekä paremmin yrityksistä saatavaa tietoa sijoituspäätöksissään kuin yksityiset sijoittajat, vaikka yrityksistä vapaasti saatavilla oleva tiedon määrä onkin suuri. (Chung ym 2014; Pennington & Kelton 2016.) Ongelmaksi onkin noussut se, että vapaasti saatavilla olevan tiedon määrän ollessa suurta, on yksityisten sijoittajien mahdotonta käydä kaikki yrityksestä saatava tieto läpi päätöksentekoa varten. Tästä johtuen on mahdollista, että yksityinen sijoittaja jättää tärkeitä tietoja huomioimatta sijoituspäätöksessään. (Pennington & Kelton 2016.)

Aikaisemmat tutkimukset (mm. Arnold, Bedard, Phillips & Sutton 2011 & Cianci 2008) ovat myös tutkineet ammattimaisten sekä ei-ammattimaisten yksityisten

sijoittajien eroja yrityksistä saatavan tiedon hankkimisesta sekä hyödyntämisestä. Tutkimustulokset osoittavat, että ammattimaiset sijoittajat pystyvät usein institutionaalisten sijoittajien tavoin löytämään sekä näin ollen hyödyntämään raportoitua tietoa yrityksen sisäisen valvonnan laadusta. Sen sijaan ei-ammattimaiset sijoittajat eivät näytä saavan tietoonsa lausuntoa sisäisen valvonnan laadusta yhtä helposti kuin ammattimaiset sijoittajat. (Arnold ym. 2011.) Arnold ym. (2011) tutkimustulokset osoittavat, että markkinoilla suuri osa ei-ammattimaisista yksityisistä sijoittajista tekee sijoituspäätöksiään ilman tietoa siitä, miten yrityksen sisäinen valvonta on järjestetty. Toisaalta tutkimustulokset osoittavat, että vaikka ammattimaiset sijoittajat tavoittavatkin tilintarkastajan lausunnon yrityksen sisäisestä valvonnasta ei-ammattimaisia paremmin, ei tällä näytä olevan suurta vaikutusta ammattimaisten sijoittajien näkemykseen yrityksen tulevan osakekurssin kehitykseen. Toisaalta tutkimustulokset osoittavat kuitenkin, että lausunnon ollessa positiivinen (ts. sisäinen valvonta on onnistuttu järjestämään tehokkaasti yrityksessä) on tällä merkittävä vaikutus ammattimaisten sijoittajien näkemyksiin yrityksen tilinpäätösaineiston luotettavuudesta, kun taas positiivisen lausunnon osalta vastaavaa merkittävää muutosta ei huomattu ei-ammattimaisten sijoittajien osalta. Tutkimus osoittikin, että ammattimaiset sijoittajat ovat valmiiksi jo ei-ammattimaisia sijoittajia skeptisempiä tilinpäätösaineiston luotettavuuteen, jolloin positiivinen lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta taloudellisen raportoinnin osalta vaikutti ammattimaisiin sijoittajiin ei-ammattimaisia sijoittajia enemmän. Samalla ei-ammattimaisten sijoittajien näkemys näkemyksiin yrityksen tilinpäätösaineiston luotettavuudesta vaikutti ammattimaisia sijoittajia enemmän negatiivinen lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta. (Arnold ym. 2011.)

Suomessa sijoittaja voi olla ammattimainen vain, jos tämä täyttää Suomen Sijoituspalvelulaissa määritellyt kriteerit (SPL 1.luku 18§). Sijoituspäätöksentekotilannetta tarkastellessa, voidaan ajatella, että näistä kolmesta kriteeristä varsinkin kaksi ovat hyvinkin kriittisiä sijoittajan suorittaman informaationhankinnan sekä sittemmin tämän kerätyn informaation arvioinnin kannalta. Ensinnäkin Suomen Sijoituspalvelulain mukaan sijoittajaa voidaan pitää ammattimaisena vain, mikäli sijoittaja on työskennellyt rahoitusalailla vähintään vuoden ajan. Toinen varsin kriittinen kriteeri sijoittajan kokemusta ajatellen on se, että sijoittajan on pitänyt keskimäärin tehdä sijoitustoimenpiteitä kymmenen kertaa vuosineljänneksen aikana, koko viimeisen vuoden aikana. (SPL 1.luku 18§.) Näin ollen, jotta

yksityistä sijoittajaa voidaan Suomessa pitää ammattimaisena, on hänellä oltava selvää kokemusta sijoittamisesta. Ciancin (2008) mukaan sijoittajan kokemus sijoitustoiminnasta vaikuttaa esimerkiksi sijoittajan keräämän informaation arviointiin siten, että kokeneemmat sijoittajat antavat enemmän painoarvoa yrityksestä saatavalle tiedolle kuin kokemattomammat sijoittajat. Samoin Shelton ja Whittington (2008) havaitsivat, että kokeneet ammatikseen sijoittavat analyytikot nostivat selvästi omaa riskiarviotaan yrityksestä tästä annetun negatiivisen sisäisen valvonnan lausunnon johdosta. Tämän vuoksi voidaankin olettaa, että Suomessa ammattimaiset sijoittajat osaisivat myös antaa ei-ammattimaisia sijoittajia suuremman painoarvon tilintarkastajan lausunnolle yrityksen sisäisestä valvonnasta. Tästä voidaankin johtaa tutkimuksen toinen hypoteesi, jonka mukaan

H2: Tilintarkastajan antama lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta vaikuttaa enemmän ammattimaisten yksityisten sijoittajien käsitykseen yrityksestä sijoituskohteena kuin ei-ammattimaisten yksityisten sijoittajien.

5. TUTKIMUKSEN METODOLOGIA JA AINEISTO

Hypoteesien tutkimiseksi päätettiin suorittaa Arnold Schneiderin (2009) tekemän tutkimuksen kaltainen kokeellinen tutkimus. Schneiderin (2009) tutkimuksessa tutkittiin sisäisen valvonnan raportoinnin vaikutuksista sijoittajien mielipiteisiin sijoituskohteen houkuttelevuudesta, jonka vuoksi juuri vastaavan kaltainen kokeellinen tutkimus sopi hyvin myös tämän tutkimuksen pohjaksi. Jotta tutkimus voitiin suorittaa Suomen sijoitusmarkkinoilla mahdollisimman realistisilla tiedoilla, oli Schneiderin (2009) tekemän tutkimuksen mukaista kyselylomaketta, joka pohjautui Yhdysvalloissa vaikuttavan SOX-lain mukaisiin tilintarkastajan antamiin lausuntoihin yrityksen sisäisen valvonnan laadusta, muokattava alkuperäisestä. Lausunnon muokkaaminen alkuperäisestä oli välttämätön, sillä SOX-lain mukaista lausuntoa ei tällä hetkellä vielä anneta Suomessa. Tämän vuoksi täysin vastaavan lausunnon esittäminen osana lomakkeen Case-tehtävää olisi ollut epärealistinen ja olisi voinut kiinnittää erityistä huomiota varsinkin kokeneempiin vastaajiin. Kyselyn muokkaaminen lausunnon esittämistavan osalta ei kuitenkaan rajoita tutkimustulosten vertailua aikaisempiin tutkimuksiin.

5.1. Kyselylomakkeen laatiminen ja aineiston keräys

Kokeellisen tutkimuksen suorittamisen tavoitteena oli tutkia tutkimuksen muuttujien välistä yhteyttä kokeellisessa tutkimusympäristössä. Tutkimustapa sopi hypoteesien tutkimiseen, sillä näin oli mahdollista kontrolloida tutkimukseen vaikuttavia tekijöitä sekä havainnoida tilintarkastajan antaman sisäisen valvonnan laadun raportin vaikutusta ja syy-seuraussuhdetta yksityisten sijoittajien näkemyksiin yrityksen houkuttelevuudesta sijoituskohteenä. Tällaisen tutkimusasetelman luomiseksi tutkimuksen kyselylomaketta varten valmisteltiin ensin case-aineisto, jonka pohjalta vastaajia pyydettiin vastaamaan Schneiderin (2009) tekemän tutkimuksen mukaisiin kysymyksiin.

5.1.1. Case-yritykset ICW ja ICE¹

Tutkimuksen empiirinen osa aloitettiin valmistelemalla kaksi kyselylomaketta, joiden ainoana erottavana tekijänä oli tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta. Muiden tietojen osalta lomakkeet olivat täysin identtiset. Lomakkeiden valmistelu aloitettiin luomalla esimerkkiyritys, jonka taloudelliset tiedot olivat mahdollisimman neutraalit sen hetkiseen markkinatilanteeseen nähden. Yrityksen toimialaksi valittiin teknologia-alan yritys, jonka jälkeen Kauppalehden sivuilta haettiin lista Helsingin Pörssissä listatuista teknologia-alan yrityksistä (ks. Liite 1). Näistä 18 yrityksestä haettiin alle listatut tiedot esimerkkiyrityksen taloudellisten tietojen muodostamista varten sekä Kauppalehden sivuilta että Investing.com -sivustolta:

- Kokonaisvarallisuus (2015-2016-2017 per 31.12.)
- Liikevaihto (2015-2016-2017 per 31.12.)
- Liiketoiminnan rahavirta (2015-2016-2017 per 31.12.)
- Osakekohtainen tuotto (EPS) (2015-2016-2017 per 31.12.)
- Osakkeen päätöskurssit ajalta 31.8.2017-31.7.2018

Tässä vaiheessa kyselyn luomista huomattiin, että listaan kuuluva Nokia Oyj poikkesi koon mukaan muista teknologian alan yrityksistä huomattavasti. Jotta Nokian tiedot eivät olisi painottaneet liikaa esimerkkiyritystä, jätettiin tämä esimerkkiyrityksen muodostamiseen käytettävän aineiston ulkopuolelle. Nokian lisäksi listalta poistettiin neljä erittäin pientä yritystä (Digitalist Group Oyj, Soprano Oyj, Tecnotree Oyj, Trainers' House Oyj), joiden huomioiminen osana esimerkkiyrityksen luontia olisi voinut vääristää otoksen antama kokonaiskuva. Näiden karsimisien jälkeen Helsingin Pörssissä listattujen teknologia-alan yritysten listalle jäi 13 yritystä, joiden pohjalta esimerkkiyritys lopulta muodostettiin (ks. Liite 1). Lopullisen esimerkkiyrityksen muodostaminen aloitettiin laatimalla yrityksen toiminnankuvaus sekä yhdistämällä kakkien 13 yrityksen taloudelliset tiedot laskemalla näistä keskiarvot. Vastaavasti yrityksistä haetut osakekurssit yhdistettiin taloudellisten tietojen tapaan yhdeksi laskemalla näiden keskiarvot. Näiden keskiarvojen avulla muodostettiin kuvaaja esimerkkiyrityksen osakekurssien kehityksestä

¹ ICW=Internal Control Weaknesses, ICE=Effective Internal Control

viimeisen 12 kuukauden ajalta, joka liitettiin molempiin kyselyihin case-yrityksistä annettaviin perustietoihin (ks. Liite 2).

Esimerkkiyrityksen tietoihin lisättiin myös Schneiderin (2009) tapaan analyytikoiden suositukseksi osakkeelle ”osta” asteikolla vahva osa, osta, neutraali, myy tai vahva myy. Tämän lisäksi analyytikoiden ennuste esimerkkiyrityksen osakekohtaiselle tuotolle lisättiin esimerkkiyrityksen taloudellisiin tietoihin laskemalla keskiarvo Investment Intelligence Oy:n analyytikon 29.8.2018 toimittamasta listan mukaisten yritysten EPS-ennusteista. Lopuksi esimerkkiyrityksen perustietoihin lisättiin vielä tilintarkastajan vakiomuotoinen tilintarkastuslausunto (ks. Liite2), jonka perään liitettiin tilintarkastajan lausunto esimerkkiyrityksen sisäisen valvonnan laadusta. Tässä vaiheessa kyselylomakkeesta muodostettiin kaksi eri versiota, jotka erosivat toisistaan ainoastaan sisäisen valvonnan laadusta annetun lausunnon osalta. Tutkimukseen otettiin Schneiderin (2009) käyttämän neljän erilaisen sisäisen valvonnan laadun lausunnon sijaan vain kaksi. Lisäksi lausunnot esitettiin osana tilintarkastustoimeksiannon erityisehtoja, jotta lausuntojen esitys olisi mahdollisimman realistinen Suomen raportointivaatimusten mukaan. Tästä syystä lausuntojen sanamuodon valinta vaati myös tarkkaa pohdintaa. Alla esitettyinä kyselyihin liitetyt lausunnot:

Case-yrityksen ICW lausunto (ks. Liite 3)

Lisäksi tilintarkastustoimeksiannon erityisehtojen mukaisesti esitämme kielteisen lausunnon yrityksen sisäisen valvonnan laadusta taloudellisen raportoinnin osalta, todeten, että yrityksellä on laaja-alaisia puutteita yhtenäisistä ja johdonmukaisista periaatteista sekä menettelytavoista valvonnan järjestämisessä ja ylläpitämisessä.

Case-yrityksen ICE lausunto (ks. Liite 3)

Lisäksi tilintarkastustoimeksiannon erityisehtojen mukaisesti esitämme, ettei yrityksen sisäisessä valvonnassa ollut taloudellisen raportoinnin osalta huomautettavaa, todeten, että yritys on onnistunut järjestämään ja ylläpitämään tehokasta sisäistä valvontaa.

5.1.2. Kysymykset

Lomakkeen kysymykset jäljittelivät Schneiderin (2009) tutkimuksen mukaisia kysymyksiä. Tutkimuksen pääkysymykset koskivat esimerkkiyrityksen houkuttelevuutta sijoituskohteena:

1. Arvioi case-yrityksen riskisyyttä sijoituskohteena edellä annettujen tietojen perusteella. (Asteikolla 1-11, 1=erittäin matala riski, 6=neutraali, 11=erittäin korkea riski)
2. Millä todennäköisyydellä sijoittaisit yllä esitetyn yrityksen osakkeisiin vähintään 10% 1 000 euron pääomasta? (0%-100%)
3. Oletetaan, että omistat yllä esitetyn yrityksen osakkeita 1 000 euron edestä. Millä todennäköisyydellä pitäisit sijoituksesi yrityksessä vähintään seuraavan vuoden ajan? (0%-100%) (ks. Liite 4).

Näiden lisäksi, vastaajia pyydettiin vielä lomakkeen toisella sivulla vastaamaan case-yrityksistä erilliseen kysymykseen, jolla pyrittiin saamaan ymmärrystä, miten paljon sijoittajat itse ajattelevat antavansa painoarvoa tilintarkastajan antamalle lausunnolle yrityksen sisäisen valvonnan laadusta. Tässä neljännessä kysymyksessä esitettiin kahdeksan eri sijoituspäätöksiin mahdollisesti vaikuttavaa tekijää, joiden vaikutusta sijoittajan omaan käsitykseen yrityksen riskisyydestä pyydettiin arvioimaan annetun asteikon 1-11, 1=erittäin matala riski, 6=neutraali, 11=erittäin korkea riski, mukaan. (ks. Liite 4).

Kyselylomakkeen lopussa vastaajia pyydettiin vielä täyttämään tutkimuksen kannalta olennaisia perustietoja itsestään sijoittajana (ks. Liite 5). Tietojen avulla voitiin varmistaa, että kaikki vastaajat olivat yksityisiä sijoittajia. Tämän lisäksi tiedot auttoivat ymmärtämään sijoittajien kokemustaustaa, jotta jaottelu joko ammattimaisten ja ei-ammattimaisten sijoittajien välillä tai mahdollisesti kokeneempien ja vähemmän kokeneempien välillä voitiin toteuttaa vastausten analysointivaiheessa hypoteesin 2 tutkimiseksi.

5.1.3. Lomakkeen jakelu ja vastaajat

Tutkimuksen vastaajiksi pyrittiin löytämään henkilöitä kahdenlaisesta ryhmästä: ei-ammattimaisista sekä ammattimaisista sijoittajista. Ammattimaisten sijoittajien vastausten saaminen osaksi tutkimusta oli odotettavissa oleva haaste, sillä kuten aikaisemmin tässä tutkielmassa selvitettiin, Suomessa laki määrää tarkat kriteerit ammattimaisille sijoittajille. Tarkoituksena oli kuitenkin saada mahdollisimman paljon ammattimaisia sijoittajia vastaamaan lomakkeeseen hypoteesin 2 tutkimiseksi. Lomakkeen valmistelun yhteydessä otettiin kuitenkin huomioon mahdollisuus, ettei tutkimukseen saataisi riittävästi vastauksia ammattimaisilta sijoittajilta. Tämän vuoksi lomakkeen loppuun lisättiin sijoittajien kokemustausta kartoittavia kysymyksiä, joiden avulla oli mahdollista jakaa vastaajia eri kokemustaustan mukaisesti ei-ammattimaisiin sijoittajiin hypoteesin 2 tutkimista varten.

Pyrkimyksenä oli saada molemmista vastaajaryhmistä (ammattimaiset/kokeneemmat sekä ei-ammattimaiset/vähemmän kokeneet sijoittajat) mahdollisuuksien mukaan 30 vastausta molempiin lomakkeisiin. Tämä tarkoitti siis käytännössä sitä, että sekä Case-yrityksen ICW että Case-yrityksen ICE sisältämään lomakkeeseen tarvittiin vähintään 60 vastausta (yhteensä siis 120 vastausta), jotta vastauksia saataisiin riittävä määrä mahdollisten tilastollisten erojen selvittämiseksi.

Ennen lomakkeiden jakamista, kyselylomakkeiden linkit yhdistettiin Link-rotatorin avulla, joka mahdollisti sattumanvaraisen lomakkeiden jakautumisen vastaajille. Käytännössä tämä tarkoitti sitä, että yhdistetyn linkin avaava vastaaja ohjattiin automaattisesti joko Case-yrityksen ICW tai Case-yrityksen ICE sisältämään kyselyyn. Link-rotator ohjelmoitiin niin, että joka toinen linkin avaus ohjasi linkin avaajan Case-yrityksen ICW sisältämään kyselyyn ja joka toinen taas Case-yrityksen ICE sisältämään kyselyyn. Näin voitiin myös varmistua siitä, että molempiin kyselyihin saataisiin mahdollisimman tasaiset vastausmäärät.

Kyselyä jaettiin Facebookissa kahdessa eri sijoitusryhmässä (Sijoituskerho ja Osakesijoittaminen), josta pyrittiin löytämään mahdollisimman paljon eritasoisia yksityisiä sijoittajia vastaajiksi. Tämän lisäksi kysely lähetettiin kolmeen Big Four -yhtiöön jaettavaksi sisäisesti (Deloitte, PwC ja KPMG). Myös EY:tä lähestyttiin kyselyn jakamisen kanssa, mutta valitettavasti kyselyä ei voitu yrityksen sisällä

jakaa. Tämän sijaan EY:n Suomen rekrytointivastaava jakoi kyselyä LinkedIn:ssään laajalle verkostolleen. Koska kyselyn jakotavat olivat hyvin erilaiset, vaativat nämä myös omanlaisensa saatetekstit kyselylinkin jakamisen saatteeksi. Saatekirjeet ja Facebook-julkaisut löytyvät liitteistä 6 ja 7. Kyselyihin saatuja lopullisia vastauksia tarkastellaan tarkemmin luvussa 6.

5.2. Tutkimuksen validiteetti ja reliabiliteetti

Tutkimuksen validiteetilla tarkoitetaan sitä, että tutkimus todella mittaa sitä, mikä on ollut tarkoituksenakin. Tähän liittyy varsinkin kokeellisessa tutkimuksessa vahvasti se, miten lomakkeen kysymykset on onnistuttu asettelemaan yksiselitteisesti niin, etteivät eri vastaajat ymmärrä kysymyksiä eri tavoin. Tutkimuksen reliabiliteetilla eli luotettavuudella tarkoitetaan taas sitä, miten hyvin tutkimus antaa ei-sattumanvaraisia tuloksia. Tärkeänä asiana tutkimuksen luotettavuudessa on tutkimuksen toistettavuus sekä varsinkin tässä se, että toistettaessa tutkimus antaa samat vastaukset tutkijasta riippumatta. (Vilka 2006: 150-151.)

Tämän tutkimuksen osalta validiteettia pyrittiin varmistamaan käyttämällä aikaa kyselylomakkeen muokkaamiseen mahdollisimman selkeään ja ymmärrettävään muotoon. Tätä varten lomake lähetettiin useaan otteeseen eri testihenkilöille kokeilumielessä, jonka lisäksi tätä muokattiin vielä entisestään Vaasan yliopiston tutkijoiden kanssa. Tutkimuksen reliabiliteetin osalta tärkeää oli varmistaa kyselylomakkeiden jakautuminen sattumanvaraisesti ICW-lomakkeen ja ICE-lomakkeen osalta niin, etteivät tiettyyn lomakkeeseen vastaavat henkilöt painottuisi vain tiettyihin vastaajaryhmiin (esimerkiksi tietyn Big Four-yhtiön edustamiin henkilöihin). Tämä oli mahdollista saavuttaa aiemmin esitetyn Link-rotatorin hyödyntämisen avulla, jolla varmistettiin, että vastaajalle esitetty lomake oli täysin sattumanvarainen riippumatta siitä kuka tähän vastasi.

5.3. Tutkimuksessa käytettävät tilastolliset menetelmät

Vastausten analysointia varten valittiin Schneiderin (2009) tekemän tutkimuksen mukaan kahden riippumattoman otoksen t-testi. T-testin käyttäminen tilastollisena menetelmänä hypoteesien tutkimiseksi edellyttää, että molemmat riippumattomat otokset ovat kooltaan yli 30, jonka lisäksi t-testin luotettavuutta lisää vahvasti se, että tutkittavat muuttujat ovat lähes normaalijakautuneita sekä homogeenisia. (Aczel, Sounderpandian, Saravanan & Joshi 2012: 310.) Tämän vuoksi eri muuttujien normaalijakautuneisuus ja homogeenisyys on tutkittava ennen mahdollisten t-testien suorittamista (Aczel ym. 2012: 20). Mikäli tutkittava aineisto ei täyttäisi t-testin molempia edellytyksiä, tilastollisena menetelmänä päätettiin hyödyntää Mann-Whitneyn U-testiä, jonka hyödyntäminen t-testin tavoin selvittää kahden riippumattoman otoksen välistä eroa ja tämän merkittävyyttä. Erona t-testiin Mann-Whitneyn U-testillä on kuitenkin se, ettei tämä vaadi suurta otoskokoja tai sitä, että tarkastelussa olevat muuttujat olisivat perusjoukossa normaalisti jakautuneita. (Aczel ym. 2012: 357, 750.) Hypoteesin 2 tutkimisen osalta aineiston analysointiin valittiin kaksisuuntainen varianssianalyysi (2x2 ANOVA), jolla on mahdollista tutkia vastauksia ottaen huomioon sekä sijoittajan sijoituskokemuksen sekä sen kumman Case-yrityksen sisältämään lomakkeeseen sijoittaja vastasi. ANOVAn hyödyntäminen tilastollisena menetelmänä aineiston tutkimisessa, vaatii kuitenkin 30 otoksen (tai alle) populaatiossa tämän normaalijakautuneisuuden (Heikkilä 2014: 210-216).

6. TUTKIMUSTULOKSET

Tässä luvussa syvennyttään tarkastelemaan kyselyyn saatuja vastauksia. Luku aloitetaan kuvaamalla tarkemmin saatujen vastausten populaatiota sekä populaation luonnetta. Tämän jälkeen luvussa puretaan ensin kysymyksiin 1-3 saatuja vastauksia sekä analysoidaan näiden antamaa tulosta *hypoteesin 1* osalta, jonka jälkeen siirrytään *hypoteesin 2* tutkimiseen ja tämän osalta saataviin tutkimustuloksiin. Luvun lopussa esitetään vielä kysymykseen 4 saatuja vastauksia siitä, miten paljon sijoittajat oman näkemyksensä mukaan antavat painoarvoa tilintarkastajan lausunnolle yrityksen sisäisen valvonnan laadusta osana sijoituspäätöstään sekä sitä, vastaako tämä heidän käyttäytymistään kysymysten 1-3 saatujen tulosten osalta.

6.1. Populaation kuvaus

Kokonaisuudessaan vastauksia saatiin yhteensä 285, joista 142 vastausta kohdistui ICW-lomakkeeseen ja loput 143 ICE-lomakkeeseen. Näistä vastauksista hylättiin kaikki sellaiset vastaukset, joissa vastaajat ilmoittivat, etteivät olleet sijoittaneet viimeisen 5 vuoden aikana suoriin osakkeisiin. Tähän päädyttiin, sillä tutkimuksessa oli tarkoituksena selvittää tällä hetkellä aktiivisten sijoittajien näkemystä yrityksen sisäisen valvonnan laadun raportoinnin vaikutuksesta yrityksen houkuttelevuuteen sijoituskohteena. Näin päädyttiin hylkäämään ICW-lomakkeeseen vastanneista 14 vastausta ja ICE-lomakkeeseen vastanneista 12 vastausta. Tämän lisäksi molemmista populaatioista poistettiin kaikki sellaiset vastaukset, joiden sisältämät vastaukset olivat ristiriidassa peruskysymysten osalta. Molempien lomakkeiden vastauksista löydettiin sellaisia vastauksia, joiden mukaan vastaajalla ei ollut ilmoittamiensa tietojen mukaan työkokemusta laskentatoimen tai rahoituksen alan työtehtävistä ja kuitenkin nämä vastaajat olivat valinneet kysymyksen alla olevasta listasta alaan kuuluvia ammatteja, kun heitä pyydettiin ilmaisemaan mistä alan ammateista heillä oli työkokemusta. Tämä vastaus oli näin ollen ristiriidassa edellä esitetyn kysymyksen vastauksen mukaan, minkä vuoksi ICW-lomakkeen vastauksista seitsemän vastausta ja ICE-lomakkeen vastauksista

kuusi vastausta poistettiin lopullisesta populaatiosta.² Lopulliseksi populaatioksi jäi yhteensä 246 vastausta, joista 121 kohdistui ICW-lomakkeeseen ja 125 ICE-lomakkeeseen.

Hylkäysten jälkeen lopullisesta jäljelle jääneestä populaatiosta 14 vastaajaa koki olevansa ammattimainen sijoittaja. Näistä 14 ammattimaisesta sijoittajasta seitsemän vastausta kohdistui Case-yritykseen ICW ja seitsemän vastausta Case-yritykseen ICE. Koska itseään ammattimaisina sijoittajina pitäneitä vastaajia saatiin niin vähän, ei hypoteesia 2 olisi ollut mielekäästä tutkia jakaen populaatiota ammattimaisten ja ei-ammattimaisten sijoittajien kesken. Tämän vuoksi hypoteesi 2 päätettiin tutkia sijoittajien ilmoittamiin sijoituskokemuksiin peilaten. Tutkimusten mukaan sijoittajan sijoituskokemuksella on merkitystä siihen, miten paljon painoarvoa sijoittaja laittaa yrityksestä saatavalle tiedolle. (Cianci 2008; Arnold ym. 2011 & Sah, Gallimore & Sherwood Clements 2010.) Näin ollen populaatio jaettiin vastaajien sijoituskokemuksen mukaan siten, oliko vastaajalla alle vai yli kuuden vuoden sijoituskokemus. Kuuden vuoden rajaan päädyttiin, sillä näin jaoteltuna molempien Case-yrityksien vastaukset saatiin jaoteltua lähes saman kokoiseen populaatioihin analyysejä varten.³ Jakoa tehtäessä huomattiin, että ICE -lomakkeeseen oli vastannut yksi itseään ammattimaisena sijoittajana pitävä henkilö, joilla oli alle kuuden vuoden sijoituskokemus. Koska vastaaja kuitenkin itse koki olevansa ammattimainen, siirrettiin hänen vastauksensa kokeneempien sijoittajien ryhmään. Alla olevaan taulukkoon 1 on koottu lopulliseen analysoitavaan populaatioon kuuluvien vastausten lukumäärät, näiden jaottelu lomakkeiden ICW ja ICE välillä sekä jaottelu vähemmän kokeneempien ja kokeneempien sijoittajien välillä.

² Tutkimuksen johtopäätöksiin ei vaikuta ristiriitaisina poistetut vastaukset.

³ Hypoteesi 2 tutkittiin myös ylin/alin 25% sijoituskokemuksen mukaan, millä ei ole vaikutusta tutkimuksen johtopäätöksiin.

Taulukko 1. Analysoitava populaatio

Kaikki kyselyihin vastanneet sijoittajat (pl. hylätyt)	246
Kaikki vähemmän kokeneet (< 6 vuoden sijoituskokemus) sijoittajat	117
Kaikki kokeneemmat (≥ 6 vuoden sijoituskokemus) sijoittajat	129
Kaikki Case-yritykseen ICW vastanneet sijoittajat (pl. hylätyt)	121
Case-yritys ICW vähemmän kokeneet (< 6 vuoden sijoituskokemus) sijoittajat	55
Case-yritys ICW kokeneemmat (≥ 6 vuoden sijoituskokemus) sijoittajat	66
Kaikki Case-yritykseen ICE vastanneet sijoittajat (pl. hylätyt)	125
Case-yritys ICE vähemmän kokeneet (< 6 vuoden sijoituskokemus) sijoittajat	62
Case-yritys ICE kokeneemmat (≥ 6 vuoden sijoituskokemus) sijoittajat	63

6.2. Pääanalyysi

Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää miten tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta vaikuttaa yksityisten sijoittajien sijoituspäätöksiin. Tämän selvittämiseksi tutkimuksen teoriaosassa johdettiin aikaisempien tutkimuksien pohjalta kaksi hypoteesia, joiden tutkimiseksi kerättiin yksityisiltä sijoittajilta vastauksia kokeellisen tutkimuksen muodossa kolmeen kysymykseen liittyen kyselylomakkeessa esitetyn case-yrityksen houkuttelevuudesta sijoituskohteena. Tutkimuksessa analysoidut hypoteesit ovat:

H1: Sijoittajien käsitys yrityksestä sijoituskohteena heikkenee, kun tilintarkastaja arvioi yrityksen sisäisen valvonnan laadun olevan heikkoa verrattuna siihen, että tilintarkastaja arvioi sisäisen valvonnan olevan korkealaatuista

H2: Tilintarkastajan antama lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta vaikuttaa enemmän ammattimaisten yksityisten sijoittajien käsitykseen yrityksestä sijoituskohteena kuin ei-ammattimaisten yksityisten sijoittajien.

Lomakkeessa esitetyt kysymykset 1-3 liittyvät simulaatioon pohjautuvaan tilanteeseen, jossa tutkimukseen vastanneiden sijoittajien tuli arvioida lomakkeen sisältämän Case-yrityksen ICW tai ICE riskisyyttä (kysymys 1), halua sijoittaa yritykseen (kysymys 2) sekä halua säilyttää oma sijoituksensa yrityksessä seuraavan vuoden ajan (kysymys 3). Vastaukset perustuivat molempien Case-yritysten osalta identtisiin tietoihin yrityksen toimialasta, sektorista, toiminnan kuvauksesta, taloudellisista tiedoista, analyytikoiden

suosituksista ja ennusteista sekä yrityksen osakkeen historiallisista päätöskursseista ja vakionuotoisesta tilintarkastuslausunnosta. Erona taustatiedoissa Case-yrityksen ICW ja ICE välillä oli tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta, joka Case-yrityksessä ICW oli puutteellinen koko valvontaympäristön osalta, kun taas Case-yrityksessä ICE sisäinen valvonta oli tilintarkastajan antaman lausunnon mukaan moitteeton. Kysymyksiin 1-3 saatuja vastauksia sijoittajien mielipiteistä yrityksen houkuttelevuudesta sijoituskohteena analysoidaan hypoteesien tutkimiseen, sillä nämä kuvastavat sijoittajien todellisesta toimintaa simulaatiossa.

Case-yritykseen ICW tai ICE liittyvien kysymyksien 1-3 lisäksi vastaajia pyydettiin vastaamaan yhteen Case-yrityksistä irralliseen kysymykseen (kysymys 4), joka koski yleisesti eri sijoituskohteen riskisyyteen vaikuttavia tekijöitä. Kysymys 4 otettiin mukaan kyselyyn, jotta nähtäisiin, miten paljon sijoittajat omasta mielestään antavat painoarvoa tilintarkastajan lausunnolle yrityksen sisäisen valvonnan laadusta. Mielenkiintoista on myös selvittää miten sijoittajien oma näkemys vastaa heidän käyttäytymistään kysymyksien 1-3 kohdalla joko Case-yritykseen ICW tai ICE sijoittamisesta.

6.2.1. Hypoteesien testaaminen

Seuraavassa esitetään kysymyksien 1-3 vastaukset ja näiden analyysit eri vastaajaryhmittäin. Hypoteesin 1 tutkimisessa analysoitiin kysymyksiin 1-3 saatuja vastauksia ICW- ja ICE-lomakkeen välillä. Hypoteesin 2 tutkimiseksi vastaavien kysymysten vastaukset analysoitiin vielä pienemmissä ryhmissä jakaen sekä ICW- että ICE-lomakkeen vastaukset vastaajien sijoituskokemuksen mukaan kokeneempiin (kuuden tai yli kuuden vuoden sijoituskokemus) ja vähemmän kokeneempiin (alle 6 vuoden sijoituskokemus) sijoittajiin.

Jotta t-testi voitiin suorittaa, tuli populaatioiden normaalijakautuneisuus varmistaa. Tämän vuoksi molempien hypoteesien tutkiminen aloitettiin eri populaatioiden normaalijakautuneisuuden tutkimisella kysymyksien 1-3 osalta. Normaalijakautuneisuuden arvioinnissa huomioitiin SPSS:n avulla tuotettuja histogrammeja, Normal Q-Q -kuvaajia sekä Box-Whiskers -kuvaajia silmämääräisesti jokaisen tarkasteltavan populaation osalta erikseen. Tämän lisäksi tarkasteltiin SPSS:n tuottamasta normaalijakautumisen analyysistä populaatioiden vinoutta sekä kurtoosia eli huipukkuutta, joiden tuli olla väliltä

± 2 , jotta tutkittavaa populaatiota voidaan pitää normaalijakautuneena (Heikkilä 2014:100-101).

SPSS:stä ajettujen testien taulukkotulokset löytyvät liitteestä 8, jonka mukaan voidaan huomata, että populaatiot ovat näiden vinouden ja kurtoosin mukaan lähes normaalijakautuneet muiden paitsi Case-yrityksen ICW sisältämään kyselyyn vastanneiden yli kuuden vuoden sijoituskokemuksen omaavien sijoittajien vastaukset kysymyksen 2 osalta. Tämän mukaan hypoteesia 1 voidaan tutkia jokaisen kysymyksen osalta hyödyntäen t-testiä. Hypoteesin 2 tutkimiseksi suoritetaan kaksisuuntainen varianssianalyysi (2x2 ANOVA), joka mahdollistaa tutkimustulosten analysoinnin ottaen huomioon sekä sijoittajan kokemuksen että sen, kumpaan Case-yritykseen sijoittaja vastasi. Jotta tutkimustuloksia voidaan analysoida hyödyntäen ANOVAa tulisi populaatioiden olla lähes normaalijakautuneita. Toisaalta tutkittavan populaation ollessa suuri (yli 30) ei populaatioiden normaalijakautuneisuutta välttämättä vaadita. Tämän vuoksi, vaikka Case-yrityksen ICW kysymyksen 2 osalta vastauksien ei voida sanoa olevan täysin normaalijakautuneita, ei tämän tulisi vaikuttaa tulosten tutkimiseen ANOVAa hyödyntäen.

Hypoteesin 1 testaaminen

Kuten taulukosta 2 nähdään, kaiken kaikkiaan sijoittajien näkemys Case-yrityksen ICW riskisyydestä oli keskiarvoltaan 8,01 (asteikolla 1=erittäin matala riski, 6=neutraali, 11=erittäin korkea riski), kun taas Case-yrityksen ICE osalta sijoittajat arvioivat yrityksen riskisyydeksi vain 6,62. Sijoittamishalun osalta sijoittajien näkemys Case-yrityksestä ICW oli 18% (asteikolla todennäköisyys sijoittaa yritykseen 0%-100%), kun taas Case-yrityksestä ICE vastaava oli 29%. Lopuksi sijoittajien halu säilyttää oma sijoituksena Case-yrityksessä ICW oli 48% (asteilolla 0%-100%), kun taas vastaava Case-yrityksen ICE osalta oli 63%.

Taulukko 2. Kaikkien vastausten keskiarvot – Case-yritykset ICW ja ICE

	YRITYS	YRITYS	EROTUS
	ICW	ICE	
KAIKKI			
Vastaajien lkm	121	125	-
K1: Yrityksen riskisyys (Asteikolla 1-11, 1=erittäin matala riski, 6=neutraali, 11=erittäin korkea riski)	8,01	6,62	1,38
K2: Halu sijoittaa yritykseen (Asteikolla 0%-100%)	0,18	0,29	-0,12
K3: Halu säilyttää oma sijoituksensa yrityksessä (Asteikolla 0-100%)	0,48	0,63	-0,15

Keskiarvojen tulokset indikoivat, että kaikkien sijoittajien, niin vähemmän kokeneempien kuin kokeneempienkin, mielestä Case-yritys ICW on riskisempi sijoituskohde kuin Case-yritys ICE. Samoin vastanneiden sijoittajien halu sijoittaa tai säilyttää oma jo olemassa oleva sijoitus Case-yrityksessä ICW on pienempi kuin Case-yrityksessä ICE. Tämä vastaus on looginen ajatellen Case-yrityksissä ilmoitettua tilintarkastajan lausuntoa yrityksen sisäisen valvonnan laadusta, jossa Case-yrityksessä ICW sisäinen valvonta oli tilintarkastajan lausunnon mukaan heikko koko valvontaympäristön osalta, kun taas Case-yrityksessä ICE tilintarkastajalla ei ollut lausunnossaan huomautettavaa yrityksen sisäisen valvonnan laadusta.

Vastausten keskiarvojen erojen tilastollisen merkitsevyyden testaamiseksi suoritettiin t-testi. T-testin luotettavuuteen normaalijakauman lisäksi vaikuttaa populaatioiden homogeenisuus, joka saadaan selville f-testillä. F-testin ja t-testin mukaan saatiin seuraavat taulukossa 3 esitetyt tulokset:

Taulukko 3. F-testin ja t-testin tulokset – kaikki sijoituskokemuksesta riippumatta

KAIKKI CASE-YRITYS ICW vs. CASE-YRITYS ICE	F	p-arvo	t	p-arvo (2-suuntainen)
K1: Yrityksen riskisyys	4,644	0,032	5,571	0,000
			5,580	0,000
K2: Halu sijoittaa Yritykseen	10,213	0,002	-3,528	0,001
			-3,541	0,000
K3: Halu säilyttää oma sijoituksensa yrityksessä	0,915	0,340	-3,301	0,001
			-3,304	0,001

Kuten taulukosta 3 nähdään ainoastaan kysymyksen 3 osalta f-testin nollahypoteesi *jää voimaan*, sillä tilastollista merkitsevyyttä varianssien eroille ei ole (p-arvo on yli 0,05), jolloin tämän osalta voidaan tarkastella SPSS:n antaman taulukon t-testin tuloksia "*Equal variances assumed*", jotka on asetettu taulukossa 3 jokaisen kysymyksen osalta ylemmälle riville. Kysymyksen 1 ja 2 osalta nollahypoteesi hylätään, sillä F-testin p-arvo on alle 0,05, mikä kertoo tilastollisesta merkitsevyydestä populaatioiden varianssien välillä ja nollahypoteesi *hylätään*. Näiden kahden riippuvan muuttujan osalta tarkastellaan SPSS:n antaman taulukon t-testin tuloksia "*Equal variances not assumed*", jotka on asetettu taulukossa 3 jokaisen kysymyksen osalta alemmalle riville. Luettavat t-testin rivit on selkeyden vuoksi korostettu taulukkoon vihreällä.

Taulukon 3 t-testin tulosten mukaan sijoituskokemuksesta riippumatta sijoittajat pitivät Case-yritystä ICW riskisempänä sijoituskohteena kuin Case-yritystä ICE $t(243)=5,580$, $p=0,000$ ($p<0,001$), joten tilintarkastajan raportin yrityksen sisäisen valvonnan laadusta voidaan sanoa tilastollisesti erittäin merkitsevästi vaikuttavan sijoittajien näkemykseen yrityksen riskisyydestä. Vastaavasti tulosten mukaan sijoituskokemuksesta riippumatta sijoittajien halu sijoittaa Case-yritykseen ICW $t(234)=-3,528$, $p=0,000$ ($p<0,001$) oli tilastollisesti erittäin merkitsevästi pienempi kuin heidän halunsa sijoittaa Case-yritykseen ICE. Samoin myös sijoituskokemuksesta riippumatta sijoittajien halu säilyttää omat sijoituksensa Case-yrityksessä ICW $t(244)=-3,301$, $p=0,001$ ($p<0,05$) tilastollisesti merkitsevästi pienempi kuin heidän halunsa säilyttää omat sijoituksensa Case-yrityksessä ICE. Tulosten perusteella hypoteesi 1 saa vahvistusta ja se *hyväksytään*.

Hypoteesin 2 testaaminen

Hypoteesin 2 mukaan ammattimaiset sijoittajat (tässä tutkimuksessa kokeneempien sijoittajia) antavat ei-ammattimaisia sijoittajia (tässä tutkimuksessa vähemmän kokeneita sijoittajia) enemmän painoarvoa tilintarkastajan antamalle lausunnolle yrityksen sisäisen valvonnan laadusta sijoituspäätöksensä taustalla. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että kokeneempien sijoittajien vastauksia tarkasteltaessa Case-yrityksen ICW ja Case-yrityksen ICE vastauksien keskiarvojen erojen tulisi olla selvästi suuremmat kuin vähemmän kokeneempien sijoittajien. Taulukkoon 4 on koottu vähemmän

kokoneiden sekä kokoneempien sijoittajien kysymyksien 1-3 vastauksien keskiarvot Case-yrityksen ICW ja ICE osalta eroteltuina. Taulukkoon on lisätty myös sarake "Erotus" kuvaamaan näiden vastausten keskiarvojen erotusta Case-yrityksestä riippuen. Keskiarvoja tarkasteltaessa on huomattavissa, että sijoittajat ovat antaneet painoarvoa tilintarkastajan lausunnolle yrityksen sisäisen valvonnan laadusta sijoituskokemuksesta riippumatta. Keskiarvoja tarkasteltaessa on kuitenkin nähtävissä, että sijoittajan kokemuksen kasvaminen on vaikuttanut ylipäättään heidän näkemykseensä sijoituskohteen riskisyydestä, halukkuudesta sijoittaa yritykseen tai säilyttää sijoituksensa yrityksessä sekä Case-yrityksen ICW että Case-yrityksen ICE osalta. Tämä pelkkä keskiarvojen tarkastelu indikoi sitä, että kokemus sijoittamisesta lisää sijoittajien ymmärrystä sijoittamisen riskeistä yleisesti.

Taulukko 4. Vastauksien keskiarvot: Vähemmän kokeneet & kokeneemmat sijoittajat

	VÄHEMMÄN KOKENEET SIOITTAJAT (<6 v. kokemus)	KOKENEET SIOITTAJAT (≥6v. kokemus)	EROTUS
YRITYS ICW			
Vastajien lkm	55	66	
K1: Yrityksen riskisyys (Asteikolla 1-11, 1=erittäin matala riski, 6=neutraali, 11=erittäin korkea riski)	7,58	8,36	-0,78
K2: Halu sijoittaa yritykseen (Asteikolla 0-100%)	0,23	0,13	0,10
K3: Halu säilyttää oma sijoituksensa yrityksessä (Asteikolla 0-100%)	0,55	0,42	0,13
YRITYS ICE			
Vastajien lkm	62	63	
K1: Yrityksen riskisyys (Asteikolla 1-11, 1=erittäin matala riski, 6=neutraali, 11=erittäin korkea riski)	6,46	6,79	-0,33
K2: Halu sijoittaa yritykseen (Asteikolla 0-100%)	0,34	0,25	0,09
K3: Halu säilyttää oma sijoituksensa yrityksessä (Asteikolla 0-100%)	0,70	0,55	0,15

Taulukkoon 5 on muodostettu nelikenttä kysymyksen 1 vastauksien keskiarvoista sijoittajan kokemuksen sekä Case-yrityksen mukaan. Sulkuihin

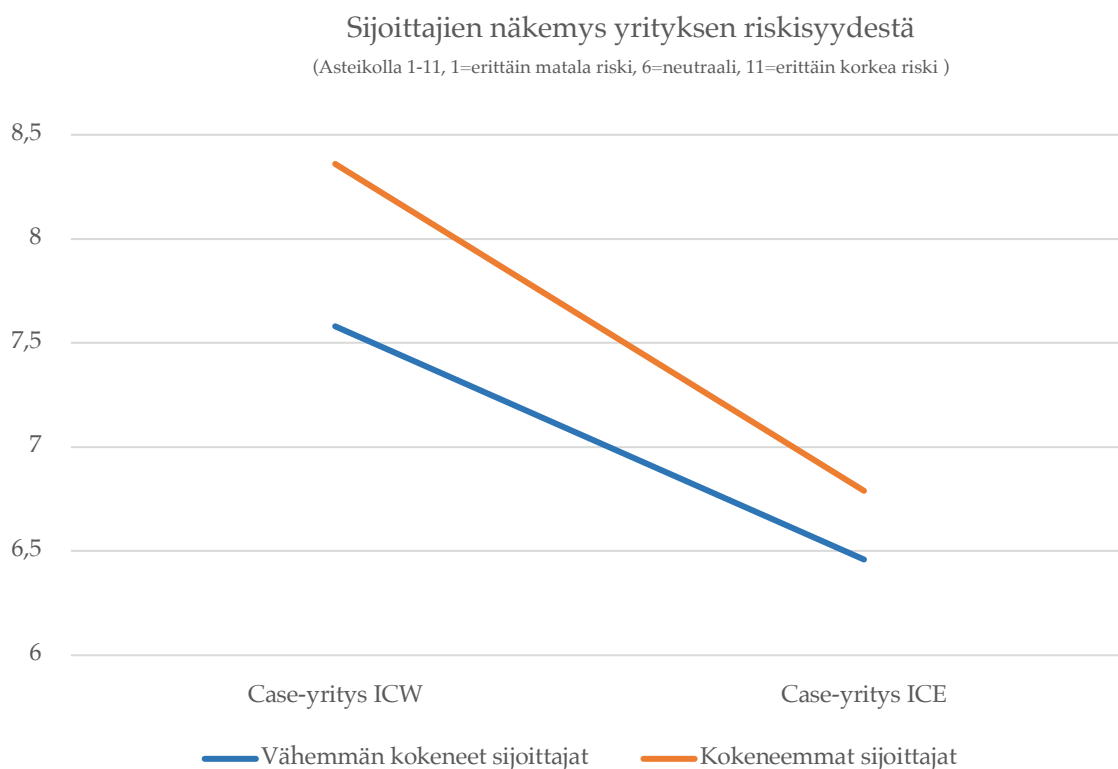
merkitty luku kuvastaa vastauksien keskihajontaa. Taulukossa 6 on esitetty kysymyksen 1 osalta ANOVAn tulokset. Taulukon 6 mukaan nähdään, että sijoittajan kokemuksella on tilastollisesti merkitsevä vaikutus sijoittajan näkemykseen yrityksen riskisyydestä $p=0,025$ ($p<0,05$). Kuitenkin tarkasteltaessa sekä Case-yrityksen merkitystä että sijoittajan kokemusta, ei tilastollista merkitsevyyttä havaita. Tämä on myös nähtävissä kuviossa 4, jossa vastausten keskiarvot on esitetty havainnollistavan kuvaajanmuodossa. Case-yrityksen ICW sisältämään kyselyyn vastanneet sekä vähemmän kokeneet että kokeneet sijoittajat ovat pitäneet yritystä selvästi riskisempänä sijoituskohteena, kuin Case-yrityksen ICE sisältämään kyselyyn vastanneet ja tämä näkemys on muuttunut lähes samassa suhteessa riippumatta sijoittajan sijoituskokemuksesta. Näin ollen kysymyksen 1 tulokset eivät anna tukea hypoteesille 2, jonka mukaan tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta olisi pitänyt vaikuttaa kokeneempiin sijoittajiin vähemmän kokeneita enemmän.

Taulukko 5. Sijoittajien näkemykset yrityksen riskisyydestä – Sijoittajan kokemuksen vaikutus

KYSYMYS 1: Sijoittajan näkemys yrityksen riskisyydestä (Asteikolla 1-11, 1=erittäin matala riski, 6=neutraali, 11=erittäin korkea riski)					
		Vähemmän kokeneet sijoittajat	Kokeneemmat sijoittajat	Yhteensä	
Case- yritys ICW	1	7,58 (1,997) n=55	2	8,36 (1,651) n=66	8,01 (1,851) n=121
	3	6,46 (1,950) n=62	4	6,79 (2,128) n=63	6,62 (2,039) n=125
Yhteensä		6,98 (2,042) n=118		7,60 (2,048) n=128	

Taulukko 6. Tulosten vertailu – Sijoituskohteen riskisyys

	F	p-arvo
Case-yritys	29,736	0,000
Sijoittajan kokemus	5,062	0,025
Case-yritys*Sijoittajan kokemus	0,836	0,361

**Kuvio 4.** Sijoituskokemuksen vaikutus sijoittajien näkemukseen yrityksen riskisyydestä

Taulukoissa 7 ja 8 sekä 9 ja 10 on kysymyksen 1 tavoin esitetty nelikentät kysymyksen 2 ja 3 vastauksien keskiarvoista havainnollistamaan sijoittajan kokemuksen vaikutusta sijoittajan näkemukseen Case-yrityksen ICW ja ICE houkuttelevuudesta sijoituskohteena sekä ANOVA:n tulokset. Molempien kysymysten osalta on myös muodostettu kysymyksen 1 tavoin kuvaajat (kuviot 5 ja 6) sijoittajien halusta sijoittaa yritykseen sekä sijoittajien halusta säilyttää jo olemassa oleva sijoituksensa yrityksessä sijoituskokemuksen sekä Case-yrityksen mukaan eriteltyinä. Molempien kysymysten mukaan voidaan

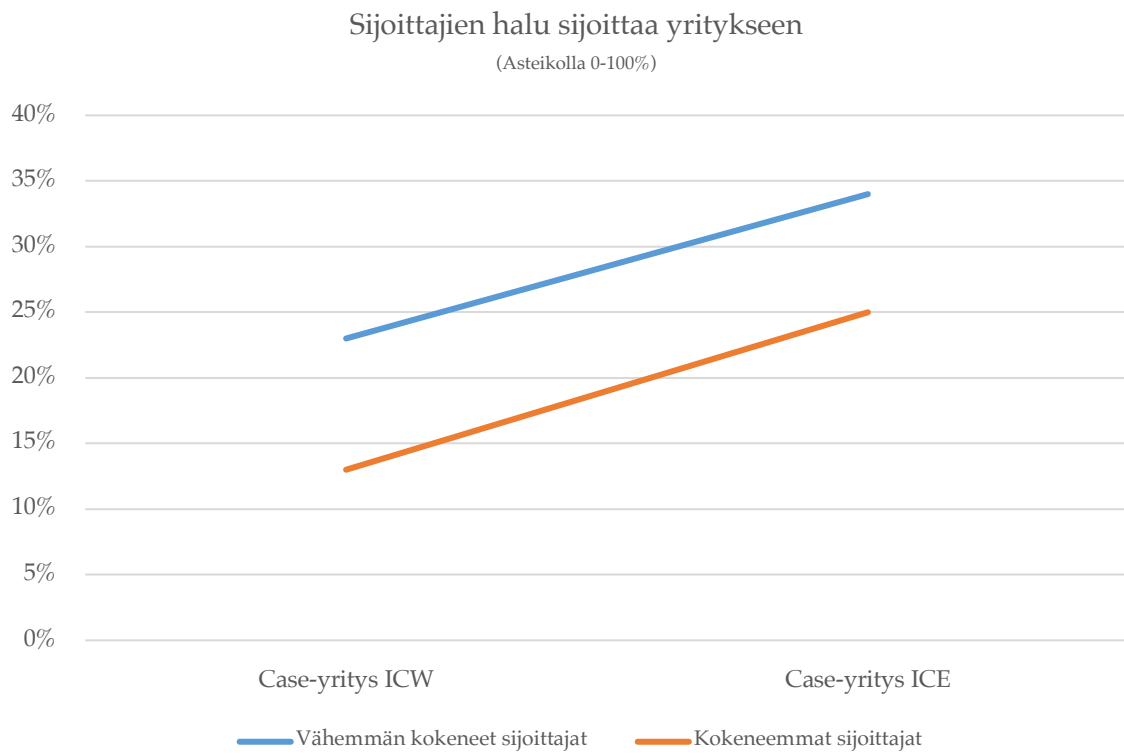
huomata jälleen, että sijoituskokemuksella ja case-yrityksellä on erikseen tarkasteltuina ollut tilastollisesti merkitsevä ($p < 0,05$) vaikutus sijoittajien näkemyksiin yrityksen houkuttelevuudesta sijoituskohteena, mutta näiden tekijöiden yhteisvaikutus ei saa tilastollista tukea. Näiden saatujen tulosten perusteella hypoteesi 2 *hylätään*.

Taulukko 7. Sijoittajien halu sijoittaa yritykseen – Sijoittajan kokemuksen vaikutus

KYSYMYS 2: Sijoittajan halu sijoittaa yritykseen (Asteikolla 0-100%)					
	Vähemmän kokeneet sijoittajat		Kokeneemmat sijoittajat		Yhteensä
Case-yritys ICW	1	0,23 (0,255) n=55	2	0,13 (0,197) n=66	0,18 (0,231) n=121
Case-yritys ICE	3	0,34 (0,291) n=62	4	0,25 (0,292) n=63	0,29 (0,294) n=125
Yhteensä		0,29 (0,279) n=118		0,19 (0,254) n=128	

Taulukko 8. Tulosten vertailu – Todennäköisyys sijoittaa yritykseen

	F	p-arvo
Case-yritys	11,656	0,001
Sijoittajan kokemus	9,004	0,003
Case-yritys*Sijoittajan kokemus	0,036	0,850



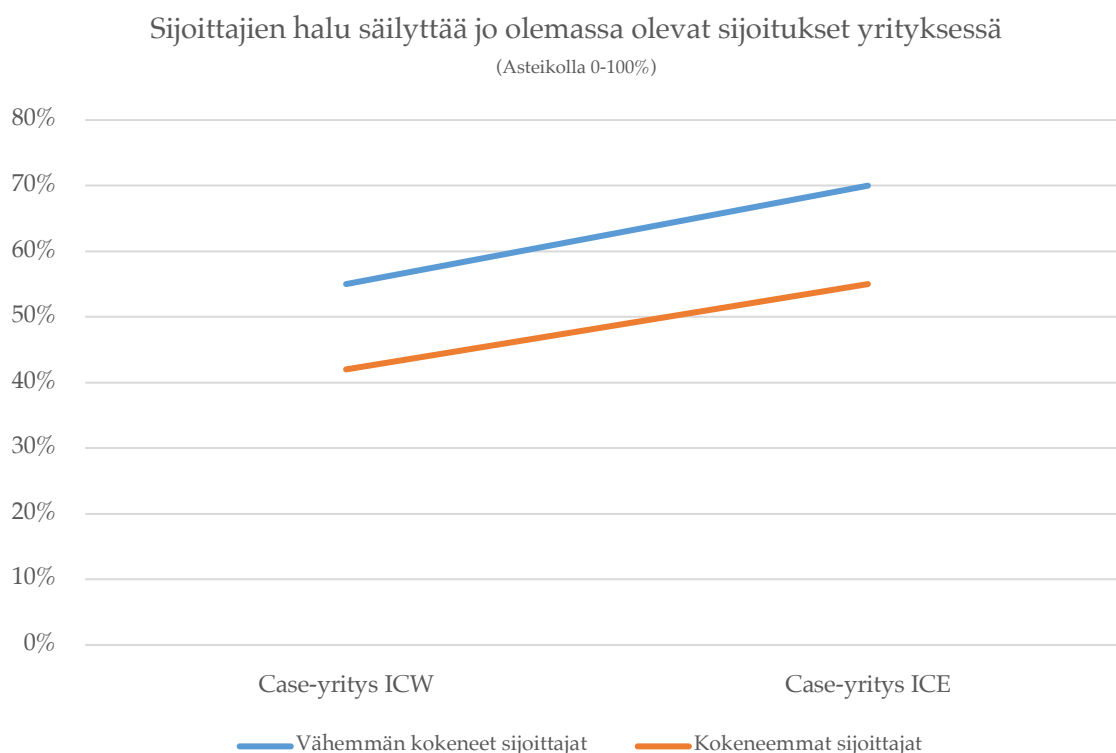
Kuvio 5. Sijoituskokemuksen vaikutus sijoittajan haluun sijoittaa yritykseen

Taulukko 9. Sijoittajien halu säilyttää oma sijoituksensa yrityksessä – Sijoittajan kokemuksen vaikutus

KYSYMYKS 3: Sijoittajan halu säilyttää oma sijoituksensa yrityksessä (Asteikolla 0-100%)					
	Vähemmän kokeneet sijoittajat		Kokeneemmat sijoittajat		Yhteensä
Case-yritys ICW	1	0,55 (0,334) n=55	2	0,42 (0,341) n=66	0,48 (0,342) n=121
Case-yritys ICE	3	0,70 (0,324) n=62	4	0,55 (0,381) n=63	0,63 (0,360) n=125
Yhteensä		0,63 (0,336) n=118		0,48 (0,365) n=128	

Taulukko 10. Tulosten vertailu – Todennäköisyys säilyttää olemassa olevat sijoitukset yrityksessä

	F	p-arvo
Case-yritys	10,254	0,002
Sijoittajan kokemus	10,301	0,002
Case-yritys*Sijoittajan kokemus	0,067	0,796



Kuvio 6. Sijoituskokemuksen vaikutus sijoittajan haluun säilyttää oma sijoituksensa yrityksessä

6.2.2. Tutkimustulokset: sijoittajien oma näkemys

Yllä saatujen tulosten mukaan hypoteesi 1 *hyväksyttiin*, kun taas hypoteesi 2 *hylättiin*. Tulokset osoittavat, että sekä kokeneemmat että vähemmän kokeneet sijoittajat osaisivat hyödyntää tilintarkastajan lausuntoa yrityksen sisäisen valvonnan laadusta osana sijoituspäätöksentekoaan sijoituskokemuksesta riippumatta. Sijoittajien todellisen käyttäytymisen lisäksi on mielenkiintoista selvittää, minkälainen näkemys sijoittajilla itsellään on siitä, kuinka paljon tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta voi vaikuttaa heidän käsitykseensä yrityksen houkuttelevuudesta sijoituskohteena. Tämän tutkimiseksi kyselyyn oli liitetty erikseen omalle sivulle case-yrityksestä erillinen kysymys, jossa vastaajien tuli antaa oma arvionsa siitä, kuinka paljon heidän oman näkemyksensä mukaan seuraavat tekijät vaikuttavat heidän näkemykseensä yrityksen riskisyydestä:

- Yrityksen toimiala
- Yrityksen kuvaus
- Taloudelliset tiedot
- Analyytikoiden suositukset
- Historialliset osakekurssit
- Tilintarkastajana Big Four -yhteisö
- Tilintarkastajan antama tilintarkastuslausunto
- Tilintarkastajan lausunto sisäisestä valvonnasta.

Kyselyyn vastanneilta saadun palautteen mukaan huomattiin, että tämä sijoittajien omaan näkemykseen liittyvä kysymys oli pitkäjänteisestä ja tarkasta hiomisesta huolimatta jäänyt lopulliseen kyselyyn kaksiselitteiseksi. Saadun palautteen mukaan kysymyksen kaksiselitteisyys johtui itse kysymyksen (*Miten paljon seuraavien tekijöiden sisältämät tiedot voivat vaikuttaa mielipiteeseesi yrityksen riskisyydestä?*) sekä tämän vastausasteikon (*Asteikolla 1-11, 1=erittäin matala riski, 6=neutraali, 11=erittäin korkea riski*) ristiriitaisuudesta, missä itse kysymys viittaa asteikkoon vaikuttaa erittäin vähän – vaikuttaa erittäin paljon, kun taas itse vastausasteikossa viitataan vaikuttamisen sijaan riskiin.

Mikäli vastaajan ajattelutapaa ohjasi itse kysymys eikä tämän vastausasteikko, olisi vastaajan tullut vastata kysymykseen ainoastaan sen mukaan kiinnittäisikö hän huomiota tilintarkastajan lausuntoon yrityksen sisäisen valvonnan laadusta osana sijoituspäätöstään vai ei. Mikäli vastaajan ajattelutapaa ohjasi taas kysymyksen vastausasteikko (*erittäin matala riski – erittäin korkea riski*), voidaan ajatella, että tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta on joko nostanut tai laskenut sijoittajan näkemystä yrityksen riskisyydestä sijoituskohteena riippuen siitä, minkälaista lausuntoa (negatiivinen vs. positiivinen) sijoittaja on tässä tilanteessa ajatellut. Näin ollen vastaajan vastausta mitä luultavimmin ohjasi Case-yrityksen mukainen lausunto yrityksen sisäisestä valvonnasta. Kysymyksen hankalan ymmärrettävyyden ja kaksiselitteisyyden vuoksi tämän vastaustuloksien analysointi jätetään pienemmälle tarkastelulle.

Taulukossa 11 on esitetty molempien kyselyiden osalta kaikkien vastauksien keskiarvot sekä keskihajonnat. Taulukossa esitetyistä vastauksista on huomattavissa, että sijoittajat antaisivat oman näkemyksensä mukaan eniten painoarvoa yrityksen taloudellisille tiedoille sijoituspäätöksiensä tukena keskiarvolla 8,28 (asteikolla 1-11, jossa 1=erittäin pieni vaikutus & 11= erittäin

suuri vaikutus). Vastausten keskiarvot indikoivat myös, että sijoittajat ajattelevat tilintarkastajan lausunnon sisäisestä valvonnasta vaikuttavan ainoastaan hieman heidän sijoituspäätökseensä keskiarvolla 6,48. Vastaus on kuitenkin yli 6,00 eli neutraalin ja on näiden kahdeksan tekijän joukossa kolmanneksi eniten vaikuttamassa sijoittajien sijoituspäätöksiin heti taloudellisten tietojen sekä yrityksen toimialan jälkeen.

Taulukko 11. Sijoittajien oma näkemys – Kaikki vastaajat

Vastaukset asteikolla 1-11, 1=erittäin pieni vaikutus, 6=neutraali ja 11=erittäin suuri vaikutus	KAIKKI VASTAAJAT	
	Keskiarvo	Keskihajonta
Yrityksen toimiala	7,57	2,10
Yrityksen kuvaus	6,25	2,21
Taloudelliset tiedot	8,28	2,40
Analyttikoiden suositukset	6,02	2,10
Historialliset osakekurssit	5,94	2,17
Tilintarkastajana Big Four -yhteisö	5,24	2,32
Tilintarkastajan antama tilintarkastuslausunto	5,83	2,51
Tilintarkastajan lausunto sisäisestä valvonnasta	6,48	2,80

Vastaavanlainen tulos nähdään myös taulukosta 12, johon taulukon 11 mukaiset tiedot on jaoteltu sijoittajan sijoituskokemuksen mukaan. Näin tarkasteltuna, voidaan kuitenkin huomata, että kokeneempien sijoittajien oman näkemyksen mukaan heidän sijoituspäätöksiin vaikuttaisi vähemmän kokeneita sijoittajia enemmän tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta. Ero ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä $t(244)=-0,914$, $p=0,362$ ($p>0,05$). Vastauksia analysoitaessa on kuitenkin huomattava, että osa vastaajista on voinut vastata kysymykseen itse kysymyksen sijaan kysymyksen vastausasteikon mukaan, eikä tuloksista tämän vuoksi voida johtaa suoria johtopäätöksiä. Tätä ajattelua tukee myös vastausten suuri keskihajonta sekä kokeneiden ja vähemmän kokeneiden sijoittajien vastauksissa. Tämän vuoksi keskiarvoja on myös mielekästä tarkastella erikseen sen mukaan, kumman Case-yrityksen sisältämään kyselyyn sijoittaja oli vastannut.

Taulukko 12. Sijoittajien oma näkemys – Kaikki vähemmän kokeneet sijoittajat & kaikki kokeneemmat sijoittajat

Vastaukset asteikolla 1-11, 1=vaikuttaa erittäin vähän, 6=neutraali ja 11=vaikuttaa erittäin paljon	KAIKKI VÄHEMMÄN KOKENEET SIOITTAJAT		KAIKKI KOKENEEMMAT SIOITTAJAT		Erotus:
	Keskiarvo	Keskihajonta	Keskiarvo	Keskihajonta	
	Yrityksen toimiala	7,61	1,996	7,53	
Yrityksen kuvaus	6,37	2,192	6,14	2,235	0,23
Taloudelliset tiedot	7,98	2,610	8,54	2,176	-0,56
Analyttikoiden suositukset	5,91	2,124	6,12	2,084	-0,21
Historialliset osakekurssit	6,11	2,133	5,78	2,201	0,33
Tilintarkastajana Big Four -yhteisö	5,44	2,214	5,07	2,408	0,37
Tilintarkastajan antama tilintarkastuslausunto	5,85	2,310	5,81	2,683	0,03
Tilintarkastajan lausunto sisäisestä valvonnasta	6,32	2,719	6,63	2,881	-0,30

Taulukkoon 13 on koottu vastauksien keskiarvot sekä keskihajonnat sen mukaan kumman Case-yrityksen sisältäneeseen kyselyyn sijoittaja vastasi kysymyksiä 1-3 osalta. Taulukosta 13 huomataan, että vastaukset liittyen tilintarkastajan antamaan yrityksen sisäisen valvonnan lausuntoon ovat keskiarvojen osalta eronneet huomattavasti riippuen siitä, kumman Case-yrityksen sisältämään kyselyyn sijoittaja vastasi kysymyksiä 1-3 osalta. Ero oli myös huomattavasti suurempi verraten muiden tekijöiden eroihin, mikä osaltaan myös vahvistaa sitä, että kysymykseen vastattiin oletettavasti itse kysymyksen sijaan kysymyksen vastausasteikon (*riski*) mukaa. Näin ollen onkin odotettavissa, että sijoittajat vastasivat kysymyksen 4 kohtaan *tilintarkastajan lausunto sisäisestä valvonnasta* asteikon korkea riski – matala riski mukaan painottaen päällimmäisenä mielessään olevaa lausuntoa (ts. lausuntoa, joka on Case-yrityksen yhteydessä annettu).

Tarkasteltaessa tuloksia Case-yrityksestä riippuen voidaan huomata, että keskimääräisesti ICW-lomakkeeseen vastanneet sijoittajat ovat pitäneet tilintarkastajan lausuntoa yrityksen sisäisestä valvonnasta huomattavasti yrityksen riskiä kasvattavana tekijänä keskiarvolla 7,67. Siten ICW-lomakkeeseen vastanneet sijoittajat näkivät lausunnon olevan myös kysymyksessä esitettyjen tekijöiden joukosta heti taloudellisten tietojen jälkeen

seuraavaksi tärkeimpänä tekijänä sijoitettavan kohteen riskisyyden arvioinnissa. Verraten asteikon neutraaliin arvoon 6, on vastaajien tulos tilastollisesti erittäin merkitsevästi neutraalia arvoa suurempi $t(120)=7,109$, $p=0,000$ ($p<0,05$). Tuloksen mukaan sijoittajat pitävät myös oman näkemyksensä mukaan tilintarkastajan lausuntoa yrityksen sisäisen valvonnan puutteista yrityksen riskiä kasvattavana tekijänä. Samoin ICE-lomakkeeseen vastanneiden sijoittajien vastaava keskiarvo on ollut vain 5,34, joka on tilastollisesti merkitsevästi $t(124)=-2,941$, $p=0,004$ ($p<0,05$) neutraalia arvoa 6 pienempi. Näin ollen voidaan todeta, että tilintarkastajan positiivinen lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta vaikuttaisi sijoittajien oman näkemyksen mukaan heidän näkemykseensä sijoituskohteen riskisyydestä tätä laskevasti. Tässä kohtaa on edelleen huomattava, että vastausten keskihajonnat kaikkien ICW- tai ICE-lomakkeeseen vastanneiden sijoittajien vastausten välillä ovat vielä suhteellisen suuria. Tämän vuoksi molempien kyselyiden vastauksia on mielekästä tarkastella vielä erikseen sijoittajan kokemuksen mukaan, jolloin voidaan huomata, että vastauksien keskihajonnat tippuvat huomattavasti (ks. taulukot 14 ja 15).

Taulukko 13. Sijoittajien oma näkemys – Kaikki vastaajat: Case-yritys ICW vs. ICE

Vastaukset asteikolla 1-11, 1=erittäin matala riski, 6=neutraali ja 11=erittäin korkea riski	CASE-YRITYS ICW (Kaikki)		CASE-YRITYS ICE Kaikki)		Erotus:
	Keskiarvo	Keskihajonta	Keskiarvo	Keskihajonta	
	Yrityksen toimiala	7,34	2,319	7,78	
Yrityksen kuvaus	6,36	2,288	6,14	2,142	0,23
Taloudelliset tiedot	8,30	2,235	8,26	2,565	0,04
Analyttikoiden suositukset	5,92	2,163	6,13	2,044	-0,21
Historialliset osakekurssit	5,93	2,105	5,94	2,241	-0,01
Tilintarkastajana Big Four -yhteisö	5,54	2,439	4,96	2,172	0,58
Tilintarkastajan antama tilintarkastuslausunto	6,26	2,472	5,42	2,483	0,84
Tilintarkastajan lausunto sisäisestä valvonnasta	7,67	2,583	5,34	2,524	2,33

Taulukoissa 14 ja 15 on erikseen esitetty vastaukset ICW- ja ICE-lomakkeeseen vastanneiden osalta niin, että vastaukset on jaoteltu molempiin taulukoihin vastanneiden sijoittajien kokemuksen mukaan. Taulukon 14 mukaan sijoittajien oma näkemys tilintarkastajan antaman negatiivisen sisäisen valvonnan

lausunnon vaikutuksesta sijoituskohteen riskisyyteen on ollut kokeneemmille suurempi. Ero (0,59) ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä ($t(119)=-1,262$, $p=0,209$) ja samalla molempien ryhmien vastauksien keskiarvot poikkeavat tilastollisesti merkitsevästi asteikon neutraalista arvosta 6. Näin ollen ei voida havaita, että kokeneempien sijoittajien mielestä negatiivinen lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta kasvattaisi vähemmän kokeneita sijoittajia enemmän heidän näkemystään yrityksen riskisyydestä sijoituskohteena enemmän, mikä on myös linjassa saatujen hypoteesin 2 tulosten kanssa.

Taulukossa 15 esitettyjen keskiarvojen mukaan kokeneempien sijoittajien oman näkemyksen mukaan tilintarkastajan antama positiivinen sisäisen valvonnan lausunto laskee heidän näkemystään yrityksen riskisyydestä sijoituskohteena vähemmän kokeneita enemmän. Tämäkään ero (0,17) ei ole tilastollisesti merkitsevä ($t(123)=0,365$, $p=0,716$), joten positiivisenkaan lausunnon osalta ei voida sanoa, että kokeneempien sijoittajien mielestä tämä vähentäisi heidän näkemystään yrityksen riskisyydestä sijoituskohteena enemmän kuin vastaavasti vähemmän kokeneempien sijoittajien. Tarkasteltaessa sekä kokeneempien että vähemmän kokeneempien sijoittajien vastauksien keskiarvojen eroa neutraalista (luku 6), huomataan, että kokeneempien sijoittajien osalta keskiarvo poikkeaa tilastollisesti merkitsevästi neutraalista arvosta $t(62)=-2,331$, $p=0,023$ ($p<0,05$), kun taas vähemmän kokeneiden sijoittajien osalta tilastollista merkitsevyyttä ei voida havaita, $t(61)=-1,810$, $p=0,075$ ($p>0,05$). Näin ollen voidaan todeta, että ainoastaan kokeneemmat sijoittajat osaisivat oman näkemyksensä mukaan hyödyntää tilastollisesti merkitsevästi tilintarkastajan lausuntoa yrityksen sisäisen valvonnan laadusta vähentämään yrityksen riskisyyttä.

Taulukko 14. Sijoittajien oma näkemys – Case-yritys ICW: Vähemmän kokeneet sijoittajat vs. Kokeneemmat sijoittajat

CASE-YRITYS ICW Vastaukset asteikolla 1-11, 1=erittäin matala riski, 6=neutraali ja 11=erittäin korkea riski	VÄHEMMÄN KOKENEET		KOKENEEMMAT		Erotus:
	SIJOITTAJAT		SIJOITTAJAT		
	Keskiarvo	Keskihajonta	Keskiarvo	Keskihajonta	
Yrityksen toimiala	7,29	0,301	7,38	0,296	-0,09
Yrityksen kuvaus	6,45	0,314	6,29	0,279	0,17
Taloudelliset tiedot	7,76	0,344	8,74	0,226	-0,98
Analyttikoiden suositukset	5,93	0,295	5,91	0,266	0,02
Historialliset osakekurssit	6,13	0,272	5,77	0,268	0,35
Tilintarkastajana Big Four -yhteisö	5,44	0,320	5,62	0,309	-0,18
Tilintarkastajan antama tilintarkastuslausunto	6,07	0,304	6,41	0,326	-0,34
Tilintarkastajan lausunto sisäisestä valvonnasta	7,35	0,348	7,94	0,317	-0,59

Taulukko 15. Sijoittajien oma näkemys – Case -yritys ICE: Vähemmän kokeneet sijoittajat vs. Kokeneemmat sijoittajat

CASE-YRITYS ICE Vastaukset asteikolla 1-11, 1=erittäin matala riski, 6=neutraali ja 11=erittäin korkea riski	VÄHEMMÄN KOKENEET		KOKENEEMMAT		Erotus:
	SIJOITTAJAT		SIJOITTAJAT		
	Keskiarvo	Keskihajonta	Keskiarvo	Keskihajonta	
Yrityksen toimiala	7,89	0,219	7,68	0,250	0,20
Yrityksen kuvaus	6,29	0,264	5,98	0,279	0,31
Taloudelliset tiedot	8,18	0,338	8,33	0,313	-0,16
Analyttikoiden suositukset	5,90	0,265	6,35	0,251	-0,45
Historialliset osakekurssit	6,10	0,285	5,79	0,283	0,30
Tilintarkastajana Big Four -yhteisö	5,44	0,265	4,49	0,273	0,94
Tilintarkastajan antama tilintarkastuslausunto	5,65	0,300	5,19	0,327	0,45
Tilintarkastajan lausunto sisäisestä valvonnasta	5,42	0,321	5,25	0,320	0,17

Taulukossa 16 on esitetty kokeneempien sijoittajien vastaukset riippuen siitä kumpaan lomakkeeseen sijoittaja vastasi. Taulukko muodostettiin havainnollistamaan kysymyksen 4 tulosten analysoinnin yhteydessä havaittua

muutosta kokeneiden sijoittajien osalta eri tekijöiden vastaustuloksissa lomakkeen Case-yrityksestä riippuen. Kuten taulukosta 16 nähdään, on kokeneempien sijoittajien vastausten osalta havaittavissa muutos sisäisen valvonnan lausunnon vastausten lisäksi myös kohdissa ”Tilintarkastajana Big Four -yhteisö” sekä ”Tilintarkastajan antama tilintarkastuslausunto” riippuen siitä kumpaan lomakkeeseen vastaajat olivat vastanneet. Tulosten mukaan ICE-lomakkeeseen vastanneet kokeneemmat sijoittajat pitävät oman näkemyksensä mukaan myös tietoa siitä, että yrityksen tilintarkastajana on Big Four -yhteisö sekä tämän antamaa tilintarkastuslausuntoa yrityksen riskiä tilastollisesti merkitsevästi laskevana tekijänä (ks. taulukko 17). Näiden kahden tekijän osalta tulokset eivät kuitenkaan eroa tilastollisesti merkitsevästi neutraalista ICW-lomakkeen kokeneiden sijoittajien vastausten osalta. Analyysin mukaan kokeneemmat sijoittajat eivät oman näkemyksensä mukaan anna painoarvoa yrityksestä annettavalle tilintarkastuslausunnolle tai sille onko yrityksen tilintarkastajana Big Four-yhteisö, mikäli yrityksestä annettava lausunto tämän sisäisestä valvonnasta on ollut negatiivinen. Tilanne on kuitenkin eri, kun yrityksestä annettu lausunto tämän sisäisestä valvonnasta on positiivinen. Tässä tilanteessa kokeneemmat sijoittajat näkevät oman näkemyksensä mukaan sekä tilintarkastuslausunnon sekä sen, että yrityksen tilintarkastajan on toiminut Big Four -yhteisö tilastollisesti erittäin merkitsevästi yrityksen riskiä laskevina tekijöinä (ks. taulukko 18).

Taulukko 16. Sijoittajien oma näkemys – Kokeneemmat sijoittajat: Case-yritys ICW vs. Case-yritys ICE

KOKENEEMMAT SIJOITTAJAT Vastaukset asteikolla 1-11, 1=erittäin matala riski, 6=neutraali ja 11=erittäin korkea riski	CASE-YRITYS ICW		CASE-YRITYS ICE		Erotus:
	Keskiarvo	Keskihajonta	Keskiarvo	Keskihajonta	
Yrityksen toimiala	7,38	0,296	7,68	0,250	-0,30
Yrityksen kuvaus	6,29	0,279	5,98	0,279	0,30
Taloudelliset tiedot	8,74	0,226	8,33	0,313	0,41
Analyttikoiden suositukset	5,91	0,266	6,35	0,251	-0,44
Historialliset osakekurssit	5,77	0,268	5,79	0,283	-0,02
Tilintarkastajana Big Four -yhteisö	5,62	0,309	4,49	0,273	1,13
Tilintarkastajan antama tilintarkastuslausunto	6,41	0,326	5,19	0,327	1,22
Tilintarkastajan lausunto sisäisestä valvonnasta	7,94	0,317	5,25	0,320	2,69

Taulukko 17. Kokeneempien sijoittajien oma näkemys – F-testi ja t-testi: Case-yritys ICW vs. Case-yritys ICE

	F	p-arvo	t	p-arvo (2-suuntainen)
Tilintarkastajana Big Four -yhteisö	0,704	0,403	2,728	0,007
			2,737	0,007
Tilintarkastajan antama tilintarkastuslausunto	0,000	0,983	2,638	0,009
			2,639	0,009

Taulukko 18. Kokeneempien sijoittajien oma näkemys – T-testi normaaliin verraten

KOKENEEMMAT SIJOITTAJAT	t	p-arvo (2-suuntainen)
Tilintarkastajana Big Four -yhteisö		
Case-yritys ICW	-1,226	0,225
Case-yritys ICE	-5,518	0,000
Tilintarkastajan antama tilintarkastuslausunto		
Case-yritys ICW	1,255	0,214
Case-yritys ICE	-2,475	0,016

7. JOHTOPÄÄTÖKSET JA TULOSTEN ARVIOINTI

Tässä viimeisessä luvussa esitetään keskitetysti kaikki tutkielmantulosten johtopäätökset sekä verrataan näitä aikaisempien tutkimuksien tutkimustuloksiin. Tutkimustulosten tarkastelun lisäksi tässä luvussa esitetään tutkimuksen rajoitukset tutkimuksen merkittävyyteen, sovellettavuuteen sekä luotettavuuteen nähden. Luvun lopussa esitellään vielä tutkimuksen aikana esiin nousseita mielenkiintoisia jatkotutkimuskohteita.

7.1. Johtopäätökset

Yhdysvalloissa SOX-lain 404-pykälän mukaisen tilintarkastajan antaman yrityksen sisäisen valvonnan laadun lausunnon tarpeellisuus on aiheuttanut paljon keskustelua. Viranomaisten ajatuksena lain voimaansaattamiselle oli lisätä yrityksiä julkaisemille taloudellisille raporteille sijoittajien luottamusta, joka järkkyy huomattavasti 2000-luvun alussa tapahtuneiden tilinpäätöskandaalien vuoksi. SOX-lain mukaan niin Yhdysvaltain markkinoilla toimivien julkisten yritysten kuin myös näiden tilintarkastajien on otettava kantaa yrityksen sisäisen valvonnan toimivuuteen, mikä on aiheuttanut suuresti lisäkustannuksia lain alla toimiville yrityksille. Juuri näiden kustannusten vuoksi onkin nostettu esiin kysymys siitä, miten SOX-lain mukainen tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta todellisuudessa vaikuttaa yksityisen sijoittajan käsitykseen yrityksestä sijoituskohteena. (Arnold ym. 2011.)

Suomessa ei tällä hetkellä anneta SOX-lain 404-pykälän mukaista lausuntoa yrityksen sisäisestä valvonnasta. Tutkimuksen tarkoituksena oli tutkia, osaisivatko yksityiset sijoittajat myös Suomessa hyödyntää tilintarkastajan lausuntoa yrityksen sisäisen valvonnan laadusta osana sijoituspäätöstään. Lisäksi tutkittiin myös sijoittajan kokemuksen vaikutusta lausunnon hyödyntämiseen. Vastaavan kaltaisia tutkimuksia on tehty aikaisemmin Yhdysvalloissa (Schneider 2009; Arnold ym. 2011 & Church & Schneider 2016), jossa SOX-lain velvoittama lausunto yrityksen sisäisestä valvonnasta on aiheuttanut paljon keskustelua. Tutkimusta siitä, olisiko vastaavalle lausunnolle

tarvetta myös Suomessa, ei kuitenkaan ole aikaisemmin tutkittu. Tämän vuoksi tutkimuksesta saadut tutkimustulokset ovat luoneet mielenkiintoista uutta tietoa lausunnon tarpeellisuudesta myös Suomessa.

Kuten tutkimuksen tulosten analysoinnissa esitettiin, kyselyyn saatiin yhteensä 285 vastausta, joista 246 vastausta hyväksyttiin analysointia varten. Nämä hyväksytyt vastaukset jakautuivat suhteellisen tasaisesti myös lomakkeiden välillä niin, että ICW-lomakkeeseen vastauksia saatiin yhteensä 121 ja ICE-lomakkeeseen taas 125. Tämä suuri populaatio kertoo tutkimustulosten perusteella saatujen johtopäätösten merkittävydestä ja ylipäätään mahdollistaa johtopäätösten yleistämisen. Tutkimus suoritettiin kokeellisena tutkimuksena, jossa yksityiset sijoittajat vastasivat sattumanvaraisesti joko ICW-lomakkeen tai ICE-lomakkeen kolmeen kysymykseen liittyen Case-yrityksen riskisyyteen, sijoittajan haluun sijoittaa yritykseen tai sijoittajan haluun säilyttää sijoituksensa Case-yrityksessä.

Tutkimuksen ensimmäinen hypoteesi sai tilastollisesti merkitsevästi tukea, mikä tarkoittaa, että Schneiderin (2009) tutkimustuloksista poiketen tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisen valvonnan laadusta vaikuttaa yksityisten sijoittajien sijoituspäätöksiin. Tutkimuksen mukaan tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisen valvonnan puutteellisuudesta nosti tilastollisesti merkitsevästi yksityisten sijoittajien näkemystä yrityksen riskisyydestä sijoituskohteena sekä laski tilastollisesti merkitsevästi heidän haluaan sijoittaa yritykseen tai säilyttää jo olemassa olevat sijoituksensa yrityksessä seuraavan vuoden ajan. Tämä tutkimustulos on linjassa aikaisempien tutkimuksien kanssa, joiden mukaan sisäisen valvonnan puutteiden on huomattu vaikuttavan yrityksiä osakkeiden markkina-arvojen romahtamiseen (Hong & Lee 2015; Hammersley, Myers & Shakespeare 2008) sekä sijoittajien näkemyksiin siitä, miten hyvin yrityksiä nykyiset tulot peilaavat yrityksiä tulevaisuuden odotettuihin tulovirtoihin (Doyle ym. 2007; Ghosh & Lubberink 2006; Lopez ym. 2006).

Saatujen tulosten perusteella toinen hypoteesi *hylättiin*, sillä tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisestä valvonnasta vaikutti sijoittajien sijoituspäätöksiin tilastollisesti merkitsevästi niin, ettei tilastollisesti merkitseviä eroja eri kokemuksen omaavien sijoittajien välillä voitu havaita. Toisaalta tulokset osoittivat myös sen, että kokeneemilla sijoittajilla oli ylipäätään korkeampi käsitys molempien Case-yrityksiä riskisyydestä, minkä lisäksi kokeneemmat

sijoittajat olisivat vähemmän kokeneita sijoittajia pienemmällä todennäköisyydellä sijoittaneet Case-yrityksiin tai säilyttäneet Case-yrityksissä olevat sijoituksensa seuraavan vuoden ajan. Tämä tutkimustulos on linjassa aikaisempien tutkimuksien (Cianci 2008 & Arnold ym. 2011) kanssa, joiden mukaan sijoittajan kokemuksella on vaikutusta yrityksestä saatavan tiedon arviointiin yleisesti, vaikka sisäisen valvonnan lausunnon osalta selvää eroa kokeneempien ja vähemmän kokeneiden sijoittajien välillä ei huomattu, kuten Arnold ym. (2011) tekemän tutkimuksen mukaan.

Kysymyksen 4 osalta sijoittajien oma näkemys siitä, miten he hyödyntäisivät tilintarkastajan antamaa lausuntoa yrityksen sisäisen valvonnan laadusta sijoituspäätöksiensä tukena, oli linjassa sijoittajien käyttäytymisen kanssa. Tuloksien mukaan sekä kokeneemmat että vähemmän kokeneet sijoittajat pitivät myös oman näkemyksensä mukaan tilintarkastajan sisäisen valvonnan laadun lausuntoa yrityksen riskiä nostavana tekijänä, kun lausunto nosti esille sisäisen valvonnan puutteita. Vastaavasti lausunnon viitatessa toimivaan sisäiseen valvontaan, sekä kokeneempien että vähemmän kokeneempien sijoittajien vastaukset laskivat huomattavasti edeltävään verraten. Sijoittajien omat näkemykset käyttäytymisestään olivat siis myös linjassa sijoittajien Case-yrityksiin kohdistuneen käyttäytymisen kanssa.

Kokeneempien sijoittajien tulosten osalta oli mielenkiintoista huomata, että tilintarkastajan antaman lausunnon ollessa positiivinen sijoittajien oma näkemys lausunnon vaikutuksesta sijoituskohteen riskiä laskevana tekijänä oli tilastollisesti merkitsevä, kun taas vähemmän kokeneempien sijoittajien osalta ei tilastollista merkitsevyyttä tämän osalta havaittu. Tulos tukee aikaisempaa tutkimusta, jonka mukaan ammattimaiset sijoittajat ovat lähtökohtaisesti ei-ammattimaisia sijoittajia skeptisempiä taloudellisten raporttien luotettavuudelle, jolloin lausunto sisäisen valvonnan tehokkuudesta vaikuttaa ammattimaisiin sijoittajiin vahvasti heidän riskikäsitystään laskevana tekijänä (Arnold ym. 2011). Toisaalta verratessa näitä sijoittajien oman näkemyksen tuloksia sijoittajien käyttäytymiseen, ei sijoittajan kokemuksella näyttänyt olevan merkitystä. Tästä huolimatta tutkimuksen tärkeimpänä tutkimustuloksena on se, että sekä kokeneemmat että vähemmän kokeneet suomalaiset sijoittajat todella osaisivat hyödyntää tilintarkastajan lausuntoa yrityksen sisäisen valvonnan toimivuudesta osana sijoituspäätöstään. Tämän vuoksi voidaan todeta, että vastaavan lausunnon julkaisemiselle suomalaisista yrityksistä julkaistavien

taloudellisten raporttien osana voidaan todella nähdä olevan hyötyä yksityisten sijoittajien markkinoilta saatavan informaation lisäämisestä.

7.2. Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimuskohteet

Tutkimuksen ensimmäiset kolme kysymystä liittyivät Case-tehtävään, jonka tuloksia analysoitiin tutkimuksen hypoteesien tutkimiseksi. Tämän lisäksi kysely sisälsi yhden kysymyksen, jolla pyrittiin selvittämään, miten paljon sijoittaja omasta mielestään antaa painoarvoa tilintarkastajan antamalle lausunnolle yrityksen sisäisen valvonnan laadusta. Tämä kyselyssä esitetty kysymys aiheutti vastaajille haasteita kysymyksen tulkitsemisen osalta, mikä rajoittaa tämän kysymyksen vastausten osalta tehtävien johtopäätöksien yleistämistä. Näin ollen kysymyksen 4 tutkimustuloksista ei voida suoraan johtaa johtopäätöksiä sijoittajien omien näkemysten osalta. Tästä huolimatta tulokset viittasivat mielenkiintoiseen havaintoon siitä, miten kokeneempien sijoittajien mielestä heidän näkemystään sijoituskohteen riskistä laski merkittävästi sekä tilintarkastajan antama *tilintarkastuslausunto* sekä tieto siitä, että yrityksen *tilintarkastajana toimii Big Four-yhtiö*, kun tilintarkastajan lausunto yrityksen sisäisestä valvonnasta oli positiivinen. Tämän osalta olisikin mielenkiintoista tutkia tarkemmin mistä muutos johtuu sekä sitä, onko lausunnolla merkitystä myös muihin sijoittajan arvioimiin yritykseen liittyviin tekijöihin.

Tutkimus suoritettiin kvantitatiivisena kokeellisena tutkimuksena, jossa vastaajille esitettiin rajallinen määrä tietoa Case-yrityksestä. Todellisuudessa yrityksistä on saatavilla valtava määrä tietoa, mikä vaikuttaa myös siihen mihin tietoihin sijoittaja oman sijoituspäätöksensä perustaa (Pennington & Kelton 2016; Chung ym. 2014; Arnold ym. 2011 & Cianci 2008). Näin ollen voidaan ajatella, että vaikka tutkimustulosten mukaan sijoittajat osaavat hyödyntää tilintarkastajan lausuntoa yrityksen sisäisen valvonnan tehokkuudesta, eivät sijoittajat välttämättä edes saavuta tätä tietoa kerätessään kohdeyrityksestä tietoa päätöksentekoaan varten. Tässä tutkimuksessa ei huomioitu sitä, miten hyvin sijoittajat löytäisivät tilintarkastajan lausunnon yrityksen sisäisestä valvonnasta sijoituspäätöksensä taustalle. Mikäli sijoittaja ei tiedonhankinnan yhteydessä kohtaisi tätä tietoa, ei hän myöskään voisi ottaa lausuntoa huomioon

päätöksenteossaan. Tämän vuoksi olisi mielenkiintoista selvittää, kuinka suuri osa sijoittajista todella löytäisi tämän tiedon esimerkiksi yrityksestä annettavan usein yli sadan sivun mittaiseen tilinpäätökseen liitetystä tilintarkastuslausunnosta.

Tutkimus perustui ainoastaan yhteen esimerkkiyritykseen, josta annetun sisäisen valvonnan laadun lausunnon vaikutusta sijoittajien käsityksiin yrityksen houkuttelevuudesta sijoituskohteena tutkittiin. Tutkimustulosten mukaan sekä kokeneempien että vähemmän kokeneiden sijoittajien keskuudessa todennäköisyys sijoittaa yritykseen oli selvästi alle 50%, mikä indikoi sitä, että sijoittajat eivät sisäisen valvonnan laadusta riippumatta nähneet yritystä kovinkaan mielenkiintoisena sijoituskohteena. Tämän vuoksi olisi myös erittäin mielenkiintoista selvittää, miten tuloksiin vaikuttaisi se, että yritys olisi muiden tietojen, kuten esimerkiksi teollisuuden alan sekä koon osalta sijoittajan mielestä erittäin houkutteleva sijoituskohde. Mielenkiintoista olisi myös tutkia minkälainen vaikutus eriasteisilla sisäisen valvonnan tehottomuuteen viittaavilla lausunnoilla olisi yksityisiin sijoittajiin. Näiden lisäksi, koska SOX-laki velvoittaa sekä yrityksen johtoa että yrityksen tilintarkastajaa antamaan lausunnon yrityksen sisäisestä valvonnasta (SOX 2002), olisi myös erittäin mielenkiintoista tutkia, olisiko pelkällä johdon antamalla lausunnoilla tilintarkastajan lausunnon mukaan vastaavanlainen vaikutus sijoittajien käsitykseen yrityksen riskistä sijoituskohteena vai voitaisiinko näiden väliltä löytää eroja.

Tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää yrityksistä julkaistavan uuden tiedon merkityksestä sijoittajille sijoituskohteen riskisyyden sekä houkuttelevuuden arviointia varten Suomen sijoitusmarkkinoilla. Tutkimustulosten mukaan tällä tiedolla olisi vaikutusta yksityisten sijoittajien sijoituspäätöksiin, mikäli SOX-lain mukainen lausunto annettaisiin myös Suomessa toimivista yrityksistä. Tämän tuloksen lisäksi olisi myös mielenkiintoista selvittää edelleen mitä muita tilintarkastuksen kautta saatavia lisätietoja suomalaiset sijoittajat kaipaisivat sijoituspäätöksiensä taustalle, joita ei välttämättä tällä hetkellä yrityksistä kovin selvästi esitetä.

LÄHTEET

- Aczel, Amir, Jayavel Sounderpandian, Palanisamy Saravanan & Rohit Joshi (2012). *Complete Business Statistics*. 7. painos. Tata McGraw Hill. ISBN-13: 978-0-07107790-3.
- Altamuro, Jennifer & Anne Beatty (2010). How does internal control regulation affect financial reporting? *Journal of Accounting and Economics* 49:1-2, 58-74.
- Arens, Alvin, Randal Elder, Mark Beasley & Chris Hogan (2017). *Auditing and Assurance Services*. 16. painos. Pearson Education Limited. ISBN-13: 978-1-292-14787-1.
- Arnold, Vicky, Jean C. Bedard, Jillian R. Phillips & Steve G. Sutton (2011) Do section 404 disclosures affect investors' perceptions of information systems reliability and stock price predictions? *International Journal of Accounting Information Systems* 12, 243-258.
- Arvopapreimarkkinalaki 14.12.2012/746 (AML). [online]. [Siteerausaika 9.12.2018]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120746#O1>>.
- Ashbaugh-Skaife, Hollis, Daniel Collins & William Kinney Jr. (2007). The discovery and reporting of internal control deficiencies prior to SOX-mandated audits. *Journal of Accounting and Economics* 44:1-2, 166-192.
- Ashbaugh-Skaife, Hollis, Daniel Collins, William Kinney Jr. & Ryan Lafond (2009). The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity. *Journal of Accounting Research* 47:1, 1-43.
- Barber, Brad & Terrance Odean (2011). *The Behavior of Individual Investors*. [online]. [Siteerausaika 2.12.2016]. Saatavilla World Wide Webista: <URL:https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1872211>.
- Beneish, Messod D., Mary B. Billings & Leslie D. Hodder (2008). Internal control weaknesses and information uncertainty. *The Accounting Review* 83:3, 665-703.

- Blay, Allen, Kathoryn Kadous & Kimberly Sawers (2012). The impact of risk and affect on information search efficiency. *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 117:1, 80-87.
- Browne, Glenn & Mitzi Pitts (2004). Stopping rule use during information search in design problems. *Organizational Behavior and Human Decision Process* 95:2, 208-224.
- Bruun & Hjejle (2018). Report on the Non-Resident Portfolio at Danske Bank's Estonian branch. 19.9.2018 [online]. [Siteerausaika 21.12.2018]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://danskebank.com/-/media/danske-bank-com/file-cloud/2018/9/report-on-the-non-resident-portfolio-at-danske-banks-estonian-branch-.la=en.pdf>>
- Church, Byran K. & Arnold Schneider (2016). The impact of section 302 and 404(b) internal control disclosures on investors' judgements and decisions: An experimental study. *International Journal of Auditing* 20:2, 175-185.
- Chung, Chue Young, Jonghyeon Lee & Jinwoo Park (2014). Are individual investors uninformed? Evidence from trading behaviors by heterogeneous investors around unfaithful corporate disclosure. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 43, 157-182.
- Cianci, Anna M. (2008). The impact of investor status on investors' evaluation of negative and positive, separate and combined information. *Journal of Behavioral Finance* 9:3, 117-131.
- Citigroup (2014). Annual report. [online]. [Siteerausaika 21.12.2018]. Saatavana World Wide Webista: <URL:https://www.citigroup.com/citi/investor/quarterly/2015/ar14_en.pdf?ieNocache=155>
- COSO (2013). Internal Control – Integrated Framework, Executive Summary [online]. [siteerausaika 6.12.2016] Saatavana World Wide Webista: <URL:http://www.coso.org/documents/990025P_Executive_Summary_final_may20_e.pdf>.

- DeLong, Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence Summers & Robert Waldmann (1991). The survival of noise traders in financial markets. *Journal of Business* 64:1, 1-19.
- Donaldson, William H. (2003). Testimony concerning implementation of the Sarbanes-Oxley Act 2002. [online]. Securities and Exchange Commission (SEC). [siteerausaika 20.11.2016] Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://www.sec.gov/news/testimony/090903tswhd.htm>>.
- Doyle, Jeffery, Weili Ge & Sarah McVay (2007). Accruals quality and internal control over financial reporting. *The Accounting Review* 82:5, 1141-1170.
- Døskeland, Trond, Hans Hvide (2011). Do individual investors have asymmetric information based on work experience? *The Journal of Finance* 66:3, 1011-1041.
- Economics (2002). *Enron the twister hits*. [online]. [Siteerausaika 29.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<http://www.economist.com/node/941205>>.
- Ernst & Young LLP (2005). *Implementation of Sarbanes-Oxley Internal Control Provisions, File No. 4-497*. [online]. [Siteerausaika 29.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://www.sec.gov/spotlight/soxcomp/soxcomp-turley.pdf>>.
- Feng, Mei & Chan Li (2009). Internal control and management guidance. *Journal of Accounting and Economics* 48:2-3, 190-209.
- Finanssialan Keskusliitto (2012). *Kotitalouksien sijoitusrahastosäästäminen*. [online]. [Siteerausaika 1.12.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:http://www.finanssiala.fi/materiaalit/Kotitalouksien_sijoitusrahastosastaaminen.pdf>.
- Finavia (2015). *Vuosikertomus*. [online]. [Siteerausaika 21.12.2018]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://img.materialbank.net/NiboWEB/finavia/showCartPublicContent.do?uuid=12189366&random=629775&lang=fi>>

- Ghosh, Alope & Martien Lubberink (2006). *Timeliness and mandated disclosures on internal controls under section 404*. [online]. [Siteerausaika 2.2.2016] Working Paper. Saatavilla Word Wide Webista: <URL:http://zsbapp.baruch.cuny.edu/download/robert_zicklin_center/AlopeJAE_ICW_Sept2006.pdf>.
- Guo, Chiquan (2001). A review on consumer external search: amount and determinants. *Journal of Business and Psychology* 15:3, 505-519.
- Halonen, Kaarina & Maj-Lis Steiner (2010). *Tilintarkastusprosessi käytännössä*. Juva: WS Bookwell Oy. ISBN: 978-951-0-34022-6.
- Hammersley, Jacqueline, Linda Mayers & Catherine Shakespeare (2008). Market reactions to the disclosure of internal control weaknesses and to the characteristics of those weaknesses under Section 302 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Review of Accounting Studies* 13:1, 141-165.
- Heikkilä (2014). *Tilastollinen tutkimus*. Helsinki: Edita Publishing Oy. ISBN 978-951-37-6495-1).
- Holopainen, Atte, Eija Koivu, Antero Kuuluvainen, Keijo Lappalainen, Jarmo Leppiniemi, Matti Mikkola & Keijo Vehmas (2010). *Sisäinen tarkastus*. 2. Uudistettu laitos. Helsinki: Tietosanoma Oy. ISBN: 978-951-885-319-3.
- Hong, Siwoon & Jong Lee (2015). Internal control weakness and stock price crash risk. *the Journal of Applied Business Research* 31:4, 1289-1294.
- Horsmanheimo, Pasi, Timo Kisanlahti & Maj-Lis Steiner (2017). *Tilintarkastuslaki ja EU:n uudistunut tilintarkastus sääntely: kommentaari*. Helsinki: Almatalent 2017 2. uudistettu painos. ISBN 978-952-14-2774-9 EPUB.
- Huang, Hua-Wei (2009). Sarbanes-Oxley section 404 compliance: Recent changes in US-traded foreign firms' internal control reporting. *Managerial Auditing Journal* 24:6, 584-598.

- Ikäheimo, Seppo, Erkki K. Laitinen, Teija Laitinen & Vesa Puttonen (2011). *Laskentatoimi ja rahoitus*. Vaasa: Vaasan Yritysinformaatio Oy. ISBN: 978-951-96324-3-8.
- Itä-Uudenmaan Poliisi (2016). Finavia Oyj:n johdannaissopimusten esitutkinta syyteharkintaan. [online]. [Siteerausaika 21.12.2018]. Saatavana World Wide Webista: <URL:https://www.poliisi.fi/tietoa_poliisista/tiedotteet/1/1/finavia_oyj_n_johdannaissopimusten_esitutkinta_syyteharkintaan_47993>
- Jain, Ravindra, Prachi Jain & Cherry Jain (2015). Behavioral biases in the decision making of individual investors. *The IUP Journal of Management Research* 14:3, 7-27.
- Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336 (KPL). [online]. [Siteerausaika 12.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971336>>.
- Krishnan, Jagan, Dasaratha Rama & Yinghong Zhang (2008). Costs to comply with SOX Section 404. In: *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 27:1, 169-186.
- Lawrence, Alastair (2013). Individual investors and financial disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 56:1, 130-147.
- Lejarraga, Woike & Hertwig (2016). Description and experience: How experimental investors learn about booms and busts affects their financial risk taking. *Cognition* 157, 365-383.
- Leppiniemiki, Jarmo & Kykkänen (2007). *Kirjanpito, tilinpäätös ja tilinpäätöksen tulkinta*. 5. uudistettu painos. Juva: WS Bookwell Oy. ISBN: 978-951-0-33212-2.
- Li, Chan, Lili Sun & Michael Ettredge (2010). Financial executive qualifications, financial executive turnover, and adverse SOX 404 opinions. *Journal of Accounting and Economics* 50:1, 93-110.

Lopez, Thomas, Scott Vandervelde & Yi-Jing Wu (2006). *The auditor's internal control opinions: An experimental investigation of relevance*. [online]. [Siteerausaika 2.2.2016] Working paper. Saatavilla World Wide Webista: <URL:https://www.researchgate.net/publication/228307297_The_Auditor's_Internal_Control_Opinions_An_Experimental_Investigation_of_Relevance>.

Morgan, Peter (2012). Euroopan talous- ja sosiaalikomitean lausunto aiheista "Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi tilinpäätösten ja konsolidoitujen tilinpäätösten lakisääteisestä tilintarkastuksesta annetun direktiivin 2006/43/EY muuttamisesta" COM(2011) 778 final – 2011/0389 COD ja "Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi yleisen edun kannalta merkittävien yhteisöjen lakisääteistä tilintarkastusta koskevista erityisvaatimuksista" COM(2011) 779 final – 2011/0359 COD. Teoksessa: *Euroopan unionin virallinen lehti*. 55.vuosikerta: C 191/61. Euroopan unioni. ISSN 1977-1053.

Niemeier, Charles (2006). *Remarks of Board Member Charles D. Niemeier*. [online]. [Siteerausaika 16.11.2016] Saatavana World Wide Webista: <URL:https://pcaobus.org/News/Speech/Pages/10302006_NiemeierNASBANationalMeeting.aspx>.

Odean, Terrance (1998). Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *The Journal of Finance* 53:5, 1775-1798.

Paatola, Maija (2013). *Tilintarkastajan riippumattomuus: Tilintarkastajien käsityksiä riippumattomuuteen vaikuttavista seikoista sekä riippumattomuuden sääntelystä*. [online]. Pro gradu –tutkielma. [Siteerausaika 3.12.2015]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<http://docplayer.fi/3141546-Tilintarkastajan-riippumattomuus-tilintarkastajien-kasityksia-riippumattomuuteen-vaikuttavista-seikoista-seka-riippumattomuuden-saantelysta.html>>.

Pennington, Robin & Andrea Kelton (2016). How much is enough? An investigation of nonprofessional investors information search and stopping rule use. *International Journal of Accounting Information Systems* 21:1, 47-62.

Pohjola, Matti (2013). *Taloustieteen oppikirja*. 7.-9. Painos. Helsinki: Sanoma Pro Oy. ISBN: 978-952-63-1556-0.

Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) (2007). Notice of Filing of Proposed Rule on Auditing Standard No. 5, An Audit of Internal Control Over Financial Reporting That is Integrated with an Audit of Financial Statements, and Related Independence Rule and Conforming Amendments SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Release No. 34-55876; File No. PCAOB-2007-02) [siteerausaika 23.11.2016] Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://www.sec.gov/rules/pcaob/34-55912.pdf>>.

Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) (2016a). *About the PCAOB*. [online]. [Siteerausaika 10.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://pcaobus.org/About/Pages/default.aspx>>.

Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) (2016b). *Mission and Vision*. [online]. [Siteerausaika 10.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://pcaobus.org/About/History/Pages/default.aspx>>.

Rikoslaki 19.12.1889/39. [online]. [Siteerausaika 9.12.2018]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1889/18890039001>>.

Sah, Vivek, Gallimore, Paul & Sherwood Clements John (2010). Experience and real estate investment decision-making: a process-tracing investigation. *Journal of Property Research* 27:3, 207-219.

Sarbanes-Oxley Act (SOX) (2002). *Public Law 107-204*. [online]. [Siteerausaika 10.11.2016 ja 9.12.2018]. Saatavana World Wide Webista: <URL:https://pcaobus.org/About/History/Documents/PDFs/Sarbanes_Oxley_Act_of_2002.pdf>.

Schneider, Arnold & Bryan Church (2008). The effect of auditors' internal control opinions on loan decisions. *Journal of Accounting and Public Policy* 27:1, 1-18.

Schneider, Arnold (2009). Auditors' internal control opinions: do they influence judgments about investments? *Managerial Auditing Journal* 24:8, 709-723.

- SEC (2013). *What We Do*. [online]. [Siteerausaika 1.11.2016] Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>>.
- SEC (2016). *Regulation D—Rules Governing the Limited Offer and Sale of Securities Without Registration Under the Securities Act of 1933*. [online]. [siteerausaika 15.11.2016] Saatavilla World Wide Webista: <URL:http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=465dc4251925603a672a767b7916fc49&node=sg17.3.230_1498.sg11&rgn=div7>.
- SEC (2018). Citigroup to Pay More Than \$10 Million for Books and Records Violations and Inadequate Controls, *Press Release*. [online]. [Siteerausaika 21.12.2018]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://www.sec.gov/news/press-release/2018-155-0>>
- Shefrin, Hersh & Meir Statman (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence. *Journal of Finance* 40:3, 777-790.
- Shelton, Sandra W. & O. Ray Whittington (2008). The Influence of the auditor's report on investors' evaluations after the Sarbanes-Oxley Act. *Managerial Auditing Journal* 23:2, 142-160.
- Shi, Wei & Rencheng Wang (2012). Dynamic internal control performance over financial reporting and external financing. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 8:2, 92-109
- Sijoituspalvelulaki 14.12.2012/747 (SPL). [online]. [Siteerausaika 12.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120747>>.
- Sisäiset tarkastajat ry (2012). *Sisäisen tarkastuksen ammattisandardit*. [online]. [Siteerausaika 11.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://na.theiia.org/standards-guidance/Public%20Documents/IPPF%202013%20Finnish.pdf>>.

- Sisäiset tarkastajat ry (2015) *COSO Executive Summary*. [online]. Helsinki: Sisäiset tarkastajat ry. Saatavana World Wide Webista: <URL:https://www.theiia.fi/instancedata/prime_product_yhdistys/sisasettarkastajat/embeds/sisaisettarkastajatstructure/COSO_exsum_translation_into_FI_final_2.pdf>.
- Sisäiset tarkastajat ry (2016a). *Sisäinen valvonta ja riskien hallinta*. [online]. [Siteerausaika 10.11.2016] Saatavana World Wide Webista: <URL:https://www.theiia.fi/ammattilliset_asiat/sisainen_valvonta>.
- Sisäiset tarkastajat ry (2016b). *Sisäinen tarkastus*. [online]. [Siteerausaika 11.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:https://www.theiia.fi/ammattilliset_asiat>.
- Skaife, Hollis, David Veenman & Daniel Wagnerin (2013). Internal control over financial reporting and managerial rent extraction: evidence from the profitability of insider trading. *Journal of Accounting and Economics* 55:1, 91-110.
- Sneller, Lineke, & Henk Langendijk (2007). Sarbanes Oxley Section 404 costs of compliance: a case study. *Corporate Governance: An International Review* 15:2, 101-111.
- Sun, Yan (2016). Internal control weakness disclosure and firm investment. *Journal of Accounting & Finance* 31:2, 277-307.
- Suomen tilintarkastajat ry (2016a). *Mitä on tilintarkastus?* [online]. [Siteerausaika 1.11.2016] Saatavana World Wide Webista: <URL:<http://www.suomentilintarkastajat.fi/yhdistys/hyva-tilintarkastustapa/mita-on-tilintarkastus>>.
- Suomen tilintarkastajat ry (2016b). *Tilintarkastuslaki 1.1.2016 alkaen*. [online]. [Siteerausaika 1.11.2016] Saatavana World Wide Webista: <URL:<http://www.suomentilintarkastajat.fi/yhdistys/edunvalvontaa-ja-saantelyhankkeita/tilintarkastuslaki-1.1.2016-alkaen>>.

The Institute of Internal Auditors (IIA) (2016a). *About the IIA*. [online]. [Siteerausaika 11.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://na.theiia.org/about-us/Pages/About-The-Institute-of-Internal-Auditors.aspx>>.

The Insitute of Internal Auditors (IIA) (2016b). *Standards & Guidance – Inernational Professional Practices Framework*. [online]. [Siteerausaika 11.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://na.theiia.org/standards-guidance/Pages/Standards-and-Guidance-IPPF.aspx>>.

The Institute of Internal Auditors (IIA) (2016c). *Core Principles for the Professional Practice of Internal Auditing*. [online]. [Siteerausaika 11.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://na.theiia.org/standards-guidance/mandatory-guidance/Pages/Core-Principles-for-the-Professional-Practice-of-Internal-Auditing.aspx>>.

The Institute of Internal Auditors (IIA) (2016d). *Definition of Internal Auditing*. [online]. [Siteerausaika 11.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://na.theiia.org/standards-guidance/mandatory-guidance/Pages/Definition-of-Internal-Auditing.aspx>>.

The Institute of Internal Auditors (IIA) (2016e). *Code of Ethics*. [online]. [Siteerausaika 11.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://na.theiia.org/standards-guidance/mandatory-guidance/Pages/Code-of-Ethics.aspx>>.

The Institute of Internal Auditors (IIA) (2016f). *International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing (Standards)*. [online]. [Siteerausaika 11.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://na.theiia.org/standards-guidance/mandatory-guidance/Pages/Standards.aspx>>.

The Institute of Internal Auditors (IIA) (2016g). *Implementation Guidance/Practice Advisories*. [online]. [Siteerausaika 11.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://na.theiia.org/standards-guidance/recommended-guidance/Pages/Practice-Advisories.aspx>>.

- The Institute of Internal Auditors (IIA) (2016h). *Supplemental Guidance*. [online]. [Siteerausaika 11.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<https://na.theiia.org/standards-guidance/recommended-guidance/practice-guides/Pages/Practice-Guides.aspx>>.
- Tilintarkastuslaki 1141/2015 (TTL). [online]. [Siteerausaika 12.11.2016]. Saatavana World Wide Webista: <URL:<http://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2015/20151141>>.
- Tomperi, Soile (2009). *Tilintarkastus: normeista käytäntöön*. Helsinki: Edita Prima Oy. ISBN: 978-951-37-5395-5.
- Tversky, Amos & Daniel Kahneman (1991). Loss aversion in riskless choice: A reference-dependent model. *The Quarterly Journal of Economics* 106:4, 1039-1061.
- Xu, Feng & Difang Wan (2015). The impacts of institutional and individual investors on the price discovery in stock index futures market: Evidence from China. *Finance Research Letters* 15, 332-231.
- Zhang, Ivy (2007). Economic consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics* 44:1-2, 74-115.

LIITTEET

LIITE 1. Teknologia-alan yritykset

YRITYKSEN NIMI (Kauppalehti.fi 3.8.2018)

- | | |
|----|---|
| 1 | Basware Oyj (BASIV) |
| 2 | Bittium Oyj (BIT) |
| 3 | Digia Oyj (DIGIA) |
| 4 | F-Secure Oyj (FSC) |
| 5 | Innofactor Oyj (IFA) |
| 6 | Nixu Oyj (NIXU) |
| 7 | QPR Software Oyj (QPR) |
| 8 | Qt Group (QTCOM) |
| 9 | Siili Solutions Oyj (SIILI) |
| 10 | Solteq Oyj (SOLTEQ) |
| 11 | SSH Communications Security Oyj (SSH) |
| 12 | Teleste Oyj (TLT) |
| 13 | Tieto Oyj (TIE) |
| 14 | Digitalist Group Oyj (DIGIGR) // Ixonos Oyj |
| 15 | Soprano Oyj (SOPRA) |
| 16 | Tecnotree Oyj (TEM) |
| 17 | Trainers' House Oyj (TRH) |
| 18 | Nokia Oyj (NOK) |

Nämä viisi yritystä
jätettiin kokonsa
vuoksi
esimerkkiyrityksen
luomisen
ulkopuolelle

LIITE 2. Kyselyn Case-yrityksien ICW ja ICE identtiset perustiedot

CASE-YRITYS

Teollisuuden ala: Teknologia

Sektori: Ohjelmat ja ohjelmointi

University of Vaasa

Yrityksen toiminnan kuvaus:

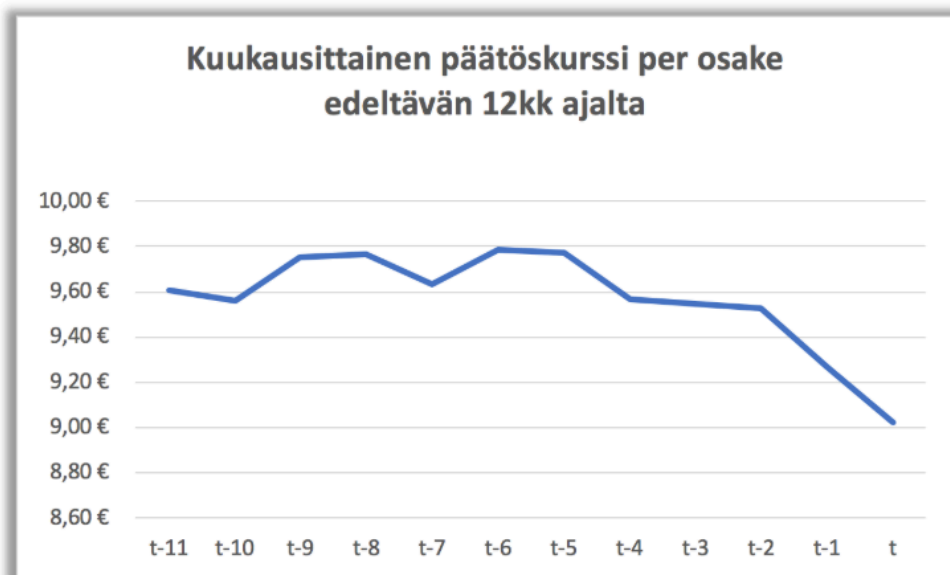
Olemme yksi maailman suurimmista toimijoista viestintä- ja tietoliikennealalla. Tarjoamme asiakkaillemme uusimpia tietoliikenne- ja viestintäratkaisuja, jotka kattavat sekä laitteiston että siihen liittyvät asennus- ja ylläpitopalvelut. Tarjoamme asiakkaillemme luotettavia taloushallinnon ohjelmia sekä korkealaatuisia tietoturvaratkaisuja mobiililaitteisiin ja tietokoneisiin. Lisäksi tarjoamme yritystoiminnan palveluita, kuten riskienhallinnan, liikkeenjohdon sekä myynnin ja markkinoinnin konsultointia ja koulutusta.

	2017	2016	2015
Taseen loppusumma (m€)	166,98	160,20	157,07
Liikevaihto (m€)	194,09	189,11	180,80
Liiketoiminnan rahavirta (m€)	15,44	9,97	15,38
Osakekohtainen tuotto (EPS)	0,11	0,18	0,25

Analyttikoiden ennuste yrityksen osakekohtaiselle tuotolle (EPS) joulukuussa 2018 päättyvälle tilikaudelle: 0,20

Analyttikoiden suositus osakkeelle:

Vahva osta	Osta	Neutraali	Myy	Vahva myy
------------	-------------	-----------	-----	-----------



Yrityksen osakkeen päätöskurssi tilinpäätöspäivänä on ollut 9,03€. Viimeisen 12 kuukauden aikana osakkeen korkein päätöskurssi on ollut 9,79€ ja matalin 9,03€.

Big Four -yhtiön tilintarkastajan lausunto:

Olemme tilintarkastaneet Case-yritys Oyj:n (y-tunnus 123456-7) tilinpäätöksen tilikaudelta 1.1.-31.12.2017. Tilinpäätös sisältää taseen, tuloslaskelman, rahoituslaskelman ja liitetiedot.

Lausuntonamme esitämme, että tilinpäätös antaa oikean ja riittävän kuvan yhtiön toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta Suomessa voimassa olevien tilinpäätöksen laatimista koskevien säännösten mukaisesti ja täyttää lakisääteiset vaatimukset.

LIITE 3. Case-yrityksien ICW ja ICE tilintarkastajan antamat sisäisen valvonnan lausunnot

Case-yritys ICW

Big Four -yhtiön tilintarkastajan lausunto:

Olemme tilintarkastaneet Case-yritys Oyj:n (y-tunnus 123456-7) tilinpäätöksen tilikaudelta 1.1.-31.12.2017. Tilinpäätös sisältää taseen, tuloslaskelman, rahoituslaskelman ja liitetiedot.

Lausuntonamme esitämme, että tilinpäätös antaa oikean ja riittävän kuvan yhtiön toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta Suomessa voimassa olevien tilinpäätöksen laatimista koskevien säännösten mukaisesti ja täyttää lakisääteiset vaatimukset.

Muu informaatio:

Lisäksi tilintarkastustoimeksiannon erityisehtojen mukaisesti esitämme, ettei yrityksen sisäisessä valvonnassa ollut taloudellisen raportoinnin osalta huomautettavaa, todeten, että yritys on onnistunut järjestämään ja ylläpitämään tehokasta sisäistä valvontaa.

Case-yritys ICE

Big Four -yhtiön tilintarkastajan lausunto:

Olemme tilintarkastaneet Case-yritys Oyj:n (y-tunnus 123456-7) tilinpäätöksen tilikaudelta 1.1.-31.12.2017. Tilinpäätös sisältää taseen, tuloslaskelman, rahoituslaskelman ja liitetiedot.

Lausuntonamme esitämme, että tilinpäätös antaa oikean ja riittävän kuvan yhtiön toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta Suomessa voimassa olevien tilinpäätöksen laatimista koskevien säännösten mukaisesti ja täyttää lakisääteiset vaatimukset.

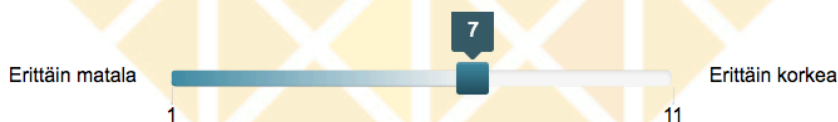
Muu informaatio:

Lisäksi tilintarkastustoimeksiannon erityisehtojen mukaisesti esitämme, ettei yrityksen sisäisessä valvonnassa ollut taloudellisen raportoinnin osalta huomautettavaa, todeten, että yritys on onnistunut järjestämään ja ylläpitämään tehokasta sisäistä valvontaa.

LIITE 4. Kysymykset 1-3 ja 4(Case-yritys ICW ja ICE)

Kysymykset 1-3

Arvioi case-yrityksen riskisyyttä sijoituskohteena edellä annettujen tietojen perusteella.
(Asteikolla 1-11, 1=erittäin matala riski, 6=neutraali, 11=erittäin korkea riski) *



Millä todennäköisyydellä sijoittaisit yllä esitetyn yrityksen osakkeisiin vähintään 10% 1 000 euron pääomasta? (0%-100%) *

28 %

Oletetaan, että omistat yllä esitetyn yrityksen osakkeita 1 000 euron edestä.

Millä todennäköisyydellä pitäisit sijoituksesi yrityksessä vähintään seuraavan vuoden ajan? (0%-100%) *

3 %

Seuraava

Kysymys 4:

Miten paljon seuraavien tekijöiden sisältämät tiedot voivat vaikuttaa mielipiteeseesi yrityksen riskisyydestä?
(Asteikolla 1-11, 1=erittäin matala riski, 6=neutraali, 11=erittäin korkea riski) *

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Yrityksen toimiala	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Yrityksen kuvaus	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Taloudelliset tiedot	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Analyttikoiden suositukset	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Historialliset osakekurssit	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Tilintarkastajana Big Four -yritys	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Tilintarkastajan antama tilintarkastuslausunto	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Tilintarkastajan lausunto sisäisestä valvonnasta	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Seuraava

LIITE 5. Vastaajien perustiedot (Case-yritys ICW ja ICE)

Ikä *

18-20 vuotta

21-25 vuotta

26-30 vuotta

31-40 vuotta

41-50 vuotta

51-60 vuotta

Yli 60 vuotta

Laskentatoimen tai rahoituksen alan työkokemuksesi vuosina *

Ei kokemusta

Alle 1 vuotta

1-5 vuotta

6-10 vuotta

Yli 10 vuotta

Oletko toiminut viimeisen 5 vuoden aikana missään seuraavista ammateista? (Voit valita yhden tai useamman vastausvaihtoehdon) *

Kirjanpitäjä

Talouspäällikkö

Controller

Tilintarkastaja

Salkunhoitaja

Sijoitusneuvoja

Muu ammatti, jossa olen työskennellyt tiivistä tilinpäätösinformaation kanssa. Mikä?

En ole

Oletko tehnyt suorita osakesijoituksia yksityishenkilönä viimeisen 5 vuoden aikana? *

Olen

En ole

Milloin olet sijoittanut ensimmäisen kerran osakkeisiin yksityishenkilönä? *

Alle vuosi sitten

1-5 vuotta sitten

6-10 vuotta sitten

Yli 10 vuotta sitten

Kuinka usein teet keskimäärin osakekauppoja yksityishenkilönä?

Alle kerran kuukaudessa

1-2 kertaa kuukaudessa

3-4 kertaa kuukaudessa

Pidätkö itseäsi ammatillisena sijoittajana? *

Kyllä

En

Mikäli haluat osallistua elokuvalippujen arvontaan, lisääthän vielä yhteystietosi alle. (Elokuvaliput voidaan toimittaa joko sähköpostitse tai postitse)

Etu nimi	<input type="text"/>
Sukunimi	<input type="text"/>
Sähköposti	<input type="text"/>
Osoite	<input type="text"/>
Postinumero	<input type="text"/>
Postitömpälikke	<input type="text"/>

Läheidi

LIITE 6. Saatekirje (lähetetty 29.9.2018 ja 1.10.2018)

Arvoisa vastaanottaja,

Opiskelen Vaasan yliopiston kauppatieteellisessä tiedekunnassa laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelmassa ja teen tutkintoni pro gradu -tutkielmaa yksityisten sijoittajien sijoituspäätöksiin vaikuttavista tekijöistä. Tutkimuksen empiirisen osan toteuttamiseksi tarvitsen vielä Teidän apuanne.

[Tästä linkistä](#) pääset suoraan internetselaimelle avautuvaan kaksiosaiseen kyselyyn, jonka ensimmäisessä osassa on tarkoituksena vastata kyselyssä esitetyn case-yrityksen pohjalta kolmeen kysymykseen yrityksen kiinnostavuudesta sijoituskohteena. Kyselyn toisessa osiossa esitetään vielä yleisemmin kysymyksiä siitä, minkälaisille tiedoille Te annatte eniten painoarvoa pohtiessanne sopivaa sijoituskohdetta.

Kyselyyn vastaaminen vie noin 10 minuuttia ajastanne ja on tutkimuksen toteutumislle sekä onnistumiselle erittäin tärkeää. Toivon siis kovasti, että käyttäisitte tämän hetken ajastanne kyselyyn vastaamiseen.

Vastaukset ovat anonyymejä ja näitä on tarkoitus tutkia ainoastaan tilastollisin menetelmin tässä pro gradu -tutkielmassa. Kyselyn lopussa Teillä on halutessanne mahdollisuus osallistua elokuvalippujen arvontaan antamalla joko sähköpostinne tai osoitteenne. Arvonta suoritetaan vastanneiden kesken marraskuun 2018 alussa. Kaikkia vastauksia käsitellään erittäin luottamuksellisesti eikä vastauksia yhdistetä henkilötietoihin.

Toivon, että vastaisitte kyselyyn mahdollisimman pian, kuitenkin viimeistään perjantaihin 5.10. mennessä.

Kiitos kovasti vastauksistanne jo etukäteen!

Ystävällisin terveisin

Camilla Nilsson-Ollandt

camilla.nilsson-ollandt@student.uwasa.fi

+358 50 401 XXXX

LIITE 7. Facebook julkaisut (Sijoituskerho- ja Osakesijoittaminen -ryhmiin)

23.9.2018

Moikka kaikki!

Teen Vaasan yliopistossa graduani varten kyselyn yksityisten sijoittajien sijoituspäätöksiin vaikuttavista tekijöistä. Kyselyyn vastaaminen kestää n.10min; kaikki vastaukset ovat anonyymejä ja niitä on tarkoitus tutkia tilastollisin menetelmin ainoastaan tässä tutkielmassa. Jokainen vastaus on erittäin tärkeä tutkimuksen onnistumisen kannalta, joten toivoisin kovasti, että löytäisitte ajan kyselyyn vastaamiselle! 😊

Linkki kyselyyn: <https://tpmr.com/i/59093>

P.S. Kyselyn lopussa teillä on mahdollisuus osallistua leffalippujen arvontaan 🎬👏

30.9.2018

Moikka kaikki! 😊

Kiitos kovasti aktiivisesta osallistumisesta tutkimukseni kyselyyn! 🙌

Tarkoitukseni on ryhtyä analysoimaan kyselyn vastauksia ensiviikon loppupuolella, joten mikäli et ole vielä ehtinyt käydä vastaamassa kyselyyn, toivoisin kovasti, että tekisit niin mahdollisimman pian, kuitenkin viimeistään perjantaihin 5.10. mennessä. Näin saan varmistettua mahdollisimman kattavan otoksen tutkimustulosten arviointia varten! 😊

Linkki kyselyyn: <https://tpmr.com/i/59093>

Kiitos paljon avustanne! 😊

LIITE 8. Populaatioiden normaalijakautuneisuus

Kaikki vastaajat – Case-yritys ICW ja ICE**Case Processing Summary**

ESIMERKKIYRITYS	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
K1 YRITYS ICW	121	100.0%	0	0.0%	121	100.0%
YRITYS ICE	125	100.0%	0	0.0%	125	100.0%
K2 YRITYS ICW	121	100.0%	0	0.0%	121	100.0%
YRITYS ICE	125	100.0%	0	0.0%	125	100.0%
K3 YRITYS ICW	121	100.0%	0	0.0%	121	100.0%
YRITYS ICE	125	100.0%	0	0.0%	125	100.0%

Descriptives				
ESIMERKKIYRITYS		Statistic	Std. Error	
K1: Yritys ICW	Skewness	-.814	.220	
	Kurtosis	.812	.437	
Yritys ICE	Skewness	-.301	.217	
	Kurtosis	-.270	.430	
K2: Yritys ICW	Skewness	1.550	.220	
	Kurtosis	1.432	.437	
Yritys ICE	Skewness	.954	.217	
	Kurtosis	-.234	.430	
K3: Yritys ICW	Skewness	.150	.220	
	Kurtosis	-1.347	.437	
Yritys ICE	Skewness	-.656	.217	
	Kurtosis	-1.066	.430	

Sijoituskokemuksen mukaan – Case-yritys ICW ja ICE**Case Processing Summary**

Sijoituskokemus	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
K1: Yritys ICW alle 6v. sij.	55	100.0%	0	0.0%	55	100.0%
Yritys ICW yli 6v. sij.	66	100.0%	0	0.0%	66	100.0%
Yritys ICE alle 6v. sij.	62	100.0%	0	0.0%	62	100.0%
Yritys ICE yli 6v. sij.	63	100.0%	0	0.0%	63	100.0%
K2: Yritys ICW alle 6v. sij.	55	100.0%	0	0.0%	55	100.0%
Yritys ICW yli 6v. sij.	66	100.0%	0	0.0%	66	100.0%
Yritys ICE alle 6v. sij.	62	100.0%	0	0.0%	62	100.0%
Yritys ICE yli 6v. sij.	63	100.0%	0	0.0%	63	100.0%
K3: Yritys ICW alle 6v. sij.	55	100.0%	0	0.0%	55	100.0%
Yritys ICW yli 6v. sij.	66	100.0%	0	0.0%	66	100.0%
Yritys ICE alle 6v. sij.	62	100.0%	0	0.0%	62	100.0%
Yritys ICE yli 6v. sij.	63	100.0%	0	0.0%	63	100.0%

Descriptives			
Case-yrittys & sijoituskokemus		Statistic	Std. Error
K1:	Skewness	-.624	.322
	Yrittys ICW alle 6 vuoden sijoituskokemus	Kurtosis	.334
	Skewness	-.925	.295
	Yrittys ICW yli 6 vuoden sijoituskokemus	Kurtosis	1.552
	Skewness	-.370	.304
	Yrittys ICE alle 6 vuoden sijoituskokemus	Kurtosis	-.139
	Skewness	-.313	.302
	Yrittys ICE yli 6 vuoden sijoituskokemus	Kurtosis	-.332
K2:	Skewness	1.003	.322
	Yrittys ICW alle 6 vuoden sijoituskokemus	Kurtosis	-.412
	Skewness	2.335	.295
	Yrittys ICW yli 6 vuoden sijoituskokemus	Kurtosis	5.791
	Skewness	.773	.304
	Yrittys ICE alle 6 vuoden sijoituskokemus	Kurtosis	-.355
	Skewness	1.233	.302
	Yrittys ICE yli 6 vuoden sijoituskokemus	Kurtosis	.249
K3:	Skewness	-.192	.322
	Yrittys ICW alle 6 vuoden sijoituskokemus	Kurtosis	-1.279
	Skewness	.455	.295
	Yrittys ICW yli 6 vuoden sijoituskokemus	Kurtosis	-1.128
	Skewness	-1.073	.304
	Yrittys ICE alle 6 vuoden sijoituskokemus	Kurtosis	-.067
	Skewness	-.307	.302
	Yrittys ICE yli 6 vuoden sijoituskokemus	Kurtosis	-1.515