



OULUN YLIOPISTO  
UNIVERSITY of OULU

OULUN YLIOPISTON KAUPPAKORKEAKOULU

**Jussi Jurkola**

**HALLINNON RIIPPUMATTOMUUS JA TULOKSENJÄRJESTELY SUOMALAISSA  
LISTAYHTIÖISSÄ**

Pro Gradu -tutkielma

Laskentatoimi

Joulukuu 2019

Yksikkö Laskentatoimen yksikkö			
Tekijä Jurkola Jussi		Työn valvoja Sahlström Petri, Professori	
Työn nimi Hallinnon riippumattomuus ja tuloksenjärjestely suomalaisissa listayhtiöissä			
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu	Aika Joulukuu 2019	Sivumäärä 84
Tiivistelmä			
<p>Tutkielman tavoitteena on arvioida hallinnon riippumattomuuden vaikutusta pörssi-yhtiöissä esiintyvään tuloksenjärjestelyyn. Lisäksi perehdytään hallinnointisuositukseen ja arvioidaan tuloksenjärjestelyyn vaikuttavia lainsäädännöllisiä ja kulttuuriperusteisia tekijöitä. Aiempien tutkimusten perusteella hallinnon riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn välillä esiintyy negatiivinen korrelaatio, jonka mukaan riippumattoman hallitusjäsenen nimittämisellä on tuloksenjärjestelyä pienentävä vaikutus.</p> <p>Hallinnointisuositusten mukaan pörssi-yhtiön hallitukseen tulisi nimittää riittävästi yhtiöstä riippumattomia jäseniä, jotta hyvien hallinnointitapojen mukaisen toiminnan edellytykset täyttyvät. Hallinnon riippumattomilla jäsenillä pyritään muun muassa parantamaan ulkopuolisten osakkeenomistajien asemaa ja suojelemaan yhtiötä väärinkäytöksiltä ja johdon henkilökohtaisten intressien mukaisilta toimilta.</p> <p>Hallinnon riippumattomuutta tarkastellaan hallitusten ja tarkastusvaliokuntien riippumattomien jäsenten osuutena kaikista jäsenistä. Tuloksenjärjestelyä mitataan kirjanpidon harkinnanvaraisilla erillä, jotka estimoidaan tilastollisesti. Aineisto koostuu Helsingin pörssin päälistan yhtiöiden julkaisemista tilinpäätöstiedoista ja hallinnointiselvityksistä vuosilta 2012-2016. Hallinnon riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn välistä yhteyttä tutkitaan tilastollisesti usean muuttujan regressioanalyysillä.</p> <p>Tutkimuksen tulokset osoittavat tilastollisesti merkitsevän yhteyden hallitusten ja tarkastusvaliokuntien riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn välillä Suomessa. Tulosten mukaan yhtiöstä riippumattoman hallitusjäsenen nimeämisellä on harkinnanvaraisia kirjanpidon jaksotuksia pienentävä vaikutus. Sen sijaan tarkastusvaliokunnan riippumattomuuden vaikutuksista saatiin odotuksiin nähden ristiriitaisia tuloksia. Tulokset ovat pääasiassa yhtenevät aiempiin tutkimustuloksiin nähden.</p> <p>Tutkimustulokset vahvistavat aiemman tutkimustiedon mukaisen käänteisen riippuvuuden hallituksen riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn välillä. Samalla yhdytään aiempiin tutkimuksiin, joissa kerrotaan tarkastusvaliokunnan ristiriitaisista vaikutuksista tuloksenjärjestelyyn.</p>			
Asiasanat harkinnanvaraiset erät, hallituksen riippumattomuus, tarkastusvaliokunnan riippumattomuus			
Muita tietoja			

# SISÄLLYS

<b>1</b>	<b>JOHDANTO</b>	<b>6</b>
1.1	JOHDATUS AIHEESEEN	6
1.2	AIEMPAA TUTKIMUSTA	8
1.3	TUTKIELMAN TAVOITE	14
1.4	TUTKIELMAN RAKENNE	15
<b>2</b>	<b>HALLINNOINTITEORiat</b>	<b>16</b>
2.1	AGENTTITEORIA	16
2.2	TALoudenHOITAJATEORIA	17
2.3	KRITIIKKIÄ TEORIOIDEN VÄLILLÄ	20
<b>3</b>	<b>HALLINNOINTI</b>	<b>22</b>
3.1	HALLINNON JÄRJESTÄMINEN	22
3.2	HALLINNOINTIKOODIT	23
3.3	HALLITUKSEN RIIPPUMATTOMUUS JA KOKO	24
3.4	TARKASTUSVALIOKUNNAN RIIPPUMATTOMUUS	26
<b>4</b>	<b>TULOKSENJÄRJESTELY</b>	<b>30</b>
4.1	KIRJANPIDOLLINEN TULOKSENJÄRJESTELY	30
4.2	HARKINNANVARAISTEN ERIEN JA TULOKSENJÄRJESTELYN TUNNISTAMINEN	32
4.3	KULTTUURISIDONNAISET TEKIJÄT TULOKSENJÄRJESTELYSSÄ	35
4.4	LAINSÄÄDÄNNÖN VAIKUTUS TULOKSENJÄRJESTELYYN	37
4.5	TULOKSENJÄRJESTELYN VAIKUTUS RAPORTOINNIN LAATUUN	42
4.6	RAPORTOINNIN LAATU JOHDON NÄKÖKULMASTA	44
<b>5</b>	<b>TUTKIMUSAINeISTO JA -MENETELMÄT</b>	<b>48</b>
5.1	TUTKIMUSHYPOTEESIT	48
5.2	TUTKIMUSMENETELMÄT	48
5.2.1	<i>Harkinnanvaraisten jaksotusten mittaaminen</i>	48
5.2.2	<i>Selittävät muuttujat</i>	50
5.2.3	<i>Kontrollimuuttujat</i>	51
5.2.4	<i>Regressioyhtälö</i>	52
5.3	AINeISTO	52
<b>6</b>	<b>TUTKIMUSTULOKSET</b>	<b>57</b>
6.1	KUVAAVAT TILASTOTIEDOT	58

6.2	REGRESSIOTULOKSET .....	63
<b>7</b>	<b>YHTEENVETO .....</b>	<b>74</b>
	<b>LÄHTEET .....</b>	<b>78</b>

## TAULUKOT

<b>Taulukko 1. Agentti- ja taloudenhoitajateorian vertailu .....</b>	<b>18</b>
<b>Taulukko 2. Riippumattomien jäsenten osuus .....</b>	<b>25</b>
<b>Taulukko 3. Valtioryhmittelyn tulokset Jonesin mallista .....</b>	<b>37</b>
<b>Taulukko 4. Tuloksenjärjestely eri oikeusjärjestelmissä .....</b>	<b>40</b>
<b>Taulukko 5. Jatkuvien muuttujien kuvailevat tilastotiedot .....</b>	<b>59</b>
<b>Taulukko 6. Binäärit muuttujat .....</b>	<b>60</b>
<b>Taulukko 7. Pearsonin korrelaatiokertoimet .....</b>	<b>61</b>
<b>Taulukko 8. Harkinnanvaraiset erät Winsorizing 10 % .....</b>	<b>62</b>
<b>Taulukko 9. Heteroskedastisuuden testaus .....</b>	<b>65</b>
<b>Taulukko 10. Yhdistetyn OLS -paneeliregression tulokset.....</b>	<b>67</b>
<b>Taulukko 11. Hausman-testien tulokset.....</b>	<b>68</b>
<b>Taulukko 12. Satunnaisten vaikutusten mallin regressiotulokset .....</b>	<b>69</b>
<b>Taulukko 13. EGLS-paneeliregression tulokset.....</b>	<b>71</b>

## KUVIOT

<b>Kuvio 1. Jaksotus- ja operatiivisperusteinen tuloksenjärjestely .....</b>	<b>42</b>
<b>Kuvio 2. Informaatiopuutteet hallituksen näkökulmasta .....</b>	<b>46</b>
<b>Kuvio 3. Hallinnon suorituskyvyn kannalta tärkeä informaatio .....</b>	<b>47</b>
<b>Kuvio 4. Harkinnanvaraiset erät ennen winsorizing-menetelmää .....</b>	<b>63</b>
<b>Kuvio 5. Harkinnanvaraiset erät 10 % winsorizing-menetelmällä .....</b>	<b>63</b>

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Johdatus aiheeseen

Julkisesti listattujen yritysten hallintomekanismit ovat kehittyneet merkittävästi viimeisen 20 vuoden aikana. Hallinnon rakenteiden eli hallitusten ja niiden valiokuntien muodostamisesta on tullut yhä säännellympää ja tavoitteellisempää. Kehittyneiden hallintomekanismien keskeisenä tavoitteena on yritysten omistajien sekä sidosryhmien etujen suojeleminen. IFRS:n (international financial reporting standards) ja U.S. GAAP:n (Generally Accepted Accounting Principles in the United States) jatkuvan kehittymisen seurauksena yritysten tilinpäätöskäytänteistä on tullut yhtenevämpiä ja vertailukelpoisempia. Nopean kehityksen taustalla ovat kenties vuosituhannen alun tapahtumat. Sysäyksenä hallinto- ja tilinpäätöstyön sääntelyn voimakkaalle kehitykselle voidaan nähdä 2000-luvun vaihteessa ja sen jälkeen esiin nousseet kirjanpitoskandaalit. Esimerkiksi Yhdysvaltalaisen Enronin (2001) ja WorldComin (2002) skandaalit sekä tuoreempana Intialaisen Satyamin (2009) väärinkäytös ovat aiheuttaneet osakkeenomistajille ja sidosryhmille miljardien edestä tappioita sekä ravisuttaneet luottamusta tilinpäätös- ja hallinnointikäytäntöihin. Edellä mainituista Enronin tapaus koski taseen ulkopuolisten velkojen piilottelua, kun taas WorldComin tapauksessa aktivoitiin kuluiksi luokiteltavia menoja taseeseen varoina. Molemmat tapauksista todettiin jälkepäin pääasiallisesti toimitusjohtajavetoisiksi toimiksi, joissa hallitus ei kyennyt tunnistamaan väärinkäytöksiä. Intialaisen Satyamin kirjanpitorikokset sen sijaan koskevat yrityksen perustajan ja silloisen hallituksen puheenjohtajan kirjanpitorikoksia, joissa yhtiö kirjasi keinotekoisia tuottoja yli puolentoista miljardin dollarin edestä. (Brickey 2003, Bhasin 2013.)

Tapauksista nousee esiin hallinnon osalta kaksi keskeistä teemaa. Ensimmäinen yritysten hallintomekanismit eivät ole olleet riittävän tehokkaita operatiivisen johdon monitorointityössä, mikä on mahdollistanut johdon toimet. Viimeisimmän 30 vuoden aikana nykymuotoonsa kehittyneet CG-ohjeet (Corporate Governance) perustuvat tällaisista ennakkotapauksista tunnistettuihin sekä tutkimuksissa esiin nousseisiin

ongelmakohtiin ja niiden ehkäisemiseen. Toiseksi, Satyamin tapauksessa korostuu niin sanottujen yhdistettyjen työtehtävien haasteet, joissa yhtiön liiketoiminnasta henkilökohtaisesti riippuvainen henkilö on vastuussa hallinnon järjestämisestä. Tällöin hallitus saattaa toimia omistajapohjan intressien sijaan omaa tai vain yhtiön etua tavoitellen. Tämän vuoksi hallituksen ja sen alaisten valiokuntien riippumattomuus koetaan yleisesti tärkeäksi.

Suomessa julkisesti listatuissa yhtiöissä Enronin tai Satyamin kaltaiset skandaalit ovat epätodennäköisiä. PIE-yhtiöillä (public interest entity) häikäilemättömin toimin tavoiteltava yhtiön suorituskyvyn tai taloudellisen aseman manipulointi sisältää hyötyihinsä nähden huomattavasti riskejä. Kattavaan lakipohjaan perustuva oikeusjärjestelmä, velkaraahan tukeutuvat rahoitusmarkkinat ja näitä tukeva sääntely ehkäisevät jo itsessään motiiveja mittavien väärinkäytösten harjoittamiselle julkisen edun yhtiöissä Suomessa. Sen sijaan laillisin keinoin tehtävää tuloksenjärjestelyä esiintyy mielipiteiden sekä tutkimusten valossa enemmän tai vähemmän jokaisessa yrityksessä.

Suuret skandaalit ovat koko rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta yksittäistapauksia ja kuvaavat kirjanpidollisten väärinkäytösten äärimmäisiä toimia. Tärkeämpänä näkökulmana voidaankin nähdä tilinpäätösstandardien sallimissa rajoissa tapahtuva laillinen tuloksenjärjestely. Osakkeenomistajien näkökulmasta on keskeistä tutkia motiiveja kirjanpitokäytäntöjen takana sekä niiden vaikutuksia omistaja-arvoon. Kuvastaako julkinen tilinpäätös yrityksen todellista tilaa? Käyttääkö johto kirjanpidollista harkintavaltaa omien tavoitteidensa saavuttamiseksi? Valvooko hallitus parhaan kykynsä mukaan omistaja-arvon maksimoimiseen tähtäävää toimintaa? Keskustelu laillisen tuloksenjärjestelyn roolista kirjanpidollisissa toimissa kumpuaa suoriteperusteisesta kirjaustavasta, jossa menot ja niitä vastaavat odotettavat tulot kirjataan tapahtumaperusteisesti. Suoriteperusteen tarkoitus on kuvastaa yrityksen konkreettista liiketoimintaa eikä sen maksuliiketoimintaa. Ilmiötä kutsutaan kirjanpidolliseksi menojen ja tulojen jaksottamiseksi, jonka tarkoitus on parantaa tilinpäätösinformaation laatua. Talousprosessin arkipäiväistä jaksotusta on esimerkiksi tuloslaskelmalla näkyvä myynnin ja sitä vastaavan taseen myyntisaamisen kirjaaminen, minkä avulla sijoittaja tai velkoja voi arvioida yrityksen kykyä muuttaa myynti kassavirraksi. Normaalisissa tilanteissa yrityksellä ei

ole harkintavaltaa näihin arkisiin jaksotuskirjauksiin. Yrityksen liiketoiminnassa on kuitenkin tapahtumia ja tilanteita, joissa suoriteperusteinen kirjaustapa vaatii yrityksen johdolta kirjanpidollista harkintavaltaa. Tällöin on mahdollista, että johto muokkaa kirjanpidon tulosta hyvän kirjanpitotavan sijaan muista lähtökohdista. Tällaisissa tilanteissa raportoituun tulokseen saattaa sisältyä tilinpäätösinformaation ajantasaisuutta heikentäviä kirjauksia. Tuloksen osaa, joka ei paranna tulostiedon informatiivisuutta, vaan pikemminkin johtaa tiedon hyödyntäjää harhaan, kutsutaan tuloksenjärjestelyksi. Tuloksenjärjestely voidaan edelleen nähdä osana tilinpäätösraportoinnin laatua, jolla pyritään arvioimaan kokonaisuutena, miten hyvin tai millä keinoin tilinpäätöksiä muodostetaan.

## **1.2 Aiempaa tutkimusta**

Aiempien tutkimusten perusteella riippumattomista jäsenistä koostuva hallitus laskee tuloksenjärjestelyn aktiivisuutta ja parantaa tulosraportoinnin laatua (Bedard, Chtourou ja Courteau 2004, Peasnell, Pope ja Young 2005, Alves 2014). Esimerkiksi Peasnell ym. (2000a, 2003 ja 2005) ovat tutkineet pitkäjänteisesti hallinnon ja johdon harjoittaman tuloksenjärjestelyn yhteyttä. He aloittavat aiheen tutkimuksen peilaamalla Cadburyn raportiksi (1992) nimetyn hallinnointisuosituksen julkaisemisen vaikutuksia tilinpäätösten sisältämään tuloksenjärjestelyyn Iso-Britanniassa (Peasnell ym. 2000a). Cadburyn raportissa korostetaan erityisesti yhtiön johdosta riippumattomien jäsenten, NED:ien (non-executive director), roolia osakkeenomistajien edunvalvojina ja toisaalta riippumattomien näkemysten esittäjinä suhteessa riippuvaisiin hallitusjäseniin (Cadbury report 1992). Peasnell ym. (2000a) mittaavat tuloksenjärjestelyä harkinnanvaraisilla positiivisilla jaksotuksilla tilanteessa, jossa järjestelemätön tulos ilman harkinnanvaraisia eriä alittaisi yhtiön tulostavoitteen. He mallintavat harkinnanvaraisia eriä yleisesti käytetystä Jonesin (1990) mallista muokatulla (Dechow & Sloan 1995) mallilla. Malleihin palataan tarkemmin myöhemmin. Peasnellin ym. tulosten mukaan raportoidun tuloksen nostamiseen tähtääviä tilinpäätösjaksoja on esiintynyt sekä ennen että jälkeen Cadburyn raportin julkaisemisen. Raporttia edeltävältä jaksolta (1990-1991) he eivät löydä yhteyttä jaksotusten järjestelyn ja hallituksen rakenteen välillä. Sen sijaan raportin jälkeisellä jaksolla (1994-1995) riippumattomat hallitusjäsenet vaikuttivat alentavasti tulosaikutteisiin jaksotuksiin. Perustettujen tarkastusvaliokuntien



vaikutusta tuloksenjärjestelyyn ei pystytä tutkimuksessa osoittamaan. (Peasnell ym. 2000a.)

Peasnell ym. (2005) erittelevät aiempaan tutkimukseensa (2000a) sekä muihin tutkimuksiin nähden merkittäviä tekijöitä hallinnon ja tuloksenjärjestelyn välillä. He pyrkivät selittämään, missä määrin hallituksen riippumattomat jäsenet pystyvät vaikuttamaan tulosvaikutteisiin harkinnanvaraisiin jaksotuseriin. Aineistona he käyttävät Iso-Britannian listayhtiöitä aikavälillä 1993-1996, eli vastaavaa Cadburyn raportin jälkeistä aikajännettä kuin aiemmassa tutkimuksessaan (2000a). Löydösten mukaan hallituksen riippumattomuus laskee suurten tulosta nostavien jaksotusten esiintymisen todennäköisyyttä ja määrää, kun aito tulos on negatiivinen tai alle tulostavoitteen. Aiemman tutkimuksensa (2000a) viitteiden mukaisesti riippumaton hallitus edesauttaa konservatiivisten tilinpäätöstopojen noudattamista erityisesti niin sanotuissa rajatilanteissa, joissa tulosjaksotuksilla voidaan aikaansaada suurin vaikutus. Peasnellin ym. (2005) mukaan riippumattomilla jäsenillä ei kuitenkaan ole vaikutusta tulosta laskevien jaksotusten hillitsemiseen, kun tulos on vahvasti positiivinen. Myöskään tarkastusvaliokuntien olemassaolon vaikutusta tuloksenjärjestelyyn ei pystytä osoittamaan. (Peasnell ym. 2005.)

Peasnellin ym. saamien tulosten ohella aihetta ovat 2010-luvulla tutkineet muun muassa Ghosh (2010), Ianniello (2015) ja Klein (2018), jotka kyseenalaistavat hallituksen riippumattomuuden ja tarkastusvaliokuntien olemassaolon tehokkuuden. Ghoshin löydösten mukaan hallinnon rakenteella, tässä tapauksessa riippumattomuudella, ei ole vaikutusta tuloksenjärjestelyyn. Ghoshin tulokset sen sijaan viittaavat hallituksen ja tarkastusvaliokunnan koolla, aktiivisuudella ja jäsenyyden kestolla olevan vaikutuksia tuloksenjärjestelyyn. Bronsonin ja Carcellon (2009) suorittamassa analyysissä puolestaan havaitaan tarkastusvaliokunnan olevan tehokas, kun valiokunta on jäsenistöltään täysin riippumaton. Ianniello tutkii tuloksenjärjestelyä Dechowin ja Sloanin (1995) menetelmien mukaisesti erottelemalla kokonaisjaksotuksista johdon harkinnanvaraisuutta sisältävän, jaksotusten epänormaalin osan. Tutkimuksessa ei onnistuta osoittamaan hallituksen riippumattomuuden vaikutusta tuloksenjärjestelyyn. Ianniellon mukaan harkinnanvaraisten erien tilastollisessa estimoinnissa esiintyy systemaattista mittausvirhettä. Systemaattinen virhe puolestaan näyttää tuloksenjärjestelyn

todellisuutta pienempinä. Hän viittaa saman haasteen esiintyvän aiheen muissakin tutkimuksissa. Läpikäymällä aiempia tutkimuksia, saman rajoitteen esittävät myös muun muassa Dechow (1996), Peasnell, Pope ja Young (2000b) sekä Lee ja Vetter (2015). Lisäksi McNicholsonin ja Stubbenin (2018: 227) mukaan satunnaisotannalla tehdyt tutkimukset kärsivät usein harkinnanvaraisten erien mittausvirheestä. Useista maininnoista päätellen jaksotusten määrittämistapa on keskeisessä roolissa arvioitaessa eri tutkimusten tuloksia.

Tutkimustulosten näkökulmasta hallinnon rakenteen ja tuloksenjärjestelyn yhteys on pystytty osoittamaan onnistuneemmin väärinkäytöstilanteissa verrattuna tilinpäätösstandardien puitteissa tehtävään lailliseen tuloksenjärjestelyyn (Peasnell ym. 2005: 1312). Dechow ja Sloan (1996) sekä Beasley (1996) keskittyvät tutkimaan hallinnon roolia kirjanpitorikoksia tehneissä yrityksissä verrattuna yrityksiin, joissa väärinkäytöksiä ei ole esiintynyt. Dechow ja Sloan tutkivat johdon motiiveja aggressiivisessa tuloksenjärjestelyssä sekä hallinnon rakenteiden vaikutusta väärinkäytöstilanteiden syntyyn. He onnistuvat osoittamaan yhtiöstä riippuvaisten hallitusjäsenien positiivisen riippuvuussuhteen rikostutkintaan johtaneiden väärinkäytösten esiintymisessä. Tulosten perusteella riippumattomien hallitusjäsenien osuuden kasvattaminen vähentää aggressiivista tuloksenjärjestelyä ja väärinkäytösten riskiä. Lisäksi he todistavat harkinnanvaraisten jaksotusten olevan tilastollisesti merkitsevä tekijä aggressiivisessa tuloksenjärjestelyssä. (Dechow & Sloan 1996: 18, 19.) Beasley (1996) tutkii Dechowin ja Sloanin tapaan hallinnon riippumattomuuden vaikutusta kirjanpidollisiin väärinkäytöksiin. Hän kuitenkin erittelee riippumattomuuden käsitettä Dechowia ja Sloania perusteellisemmin. Beasley tutkii riippumattomuuden vaikutusta jakamalla jäsenet riippuvaisuusasteen perusteella ulkopuolisiin ja riippumattomiin jäseniin. Ulkopuoliset hallitusjäsenet koostuvat heikosti riippuvaisista jäsenistä, esimerkiksi entisistä työntekijöistä sekä yhtiöstä täysin riippumattomista jäsenistä. Tutkimuksessaan Beasley olettaa sekä ulkopuolisten että riippumattomien hallitusjäsenien osuuden olevan matalampi väärinkäytöksiin syyllistyneissä yrityksissä. Hallituksen riippumattomuuden oletetaan myös alentavan riskiä väärinkäytöksille. Lisäksi Beasley arvioi, että tarkastusvaliokuntia on perustettu vähemmän väärinkäytösyrityksistä tuomituissa yrityksissä. Tutkimusaineistona on käytetty 75 väärinkäytöksistä tuomittua yritystä sekä 75 yritystä ilman esiintyneitä väärinkäytöksiä. Tulosten perusteella

kirjanpidollisista väärinkäytöksistä tuomituissa havainnoissa ulkopuolisten jäsenten osuus on useita kymmeniä prosentteja matalampi kuin vertailujoukossa ja ero on tilastollisesti merkitsevä. Myös täysin yhtiöstä riippumattomia hallitusjäseniä esiintyy keskimäärin vähemmän väärinkäyttöyrityksissä ja ero on tilastollisesti merkitsevä. Huomionarvoista on, että riippumattomuuden merkitys on tilastollisesti merkitsevä huolimatta riippumattomuuden asteesta. Tuloksesta voi tulkita, että hallitusjäsenen voimassaolevalla työsuhteella yhtiöön on negatiivisin vaikutus hallinnon monitorointitehokkuuteen. Tutkimuksessa ei saatu viitteitä tarkastusvaliokunnan olemassaolon merkityksestä vertailuryhmässä tai sen puutteesta väärinkäyttöyrityksissä. (Dechow & Sloan 1996, Beasley 1996.)

Suomessa tuloksenjärjestelyä on käsitelty useissa tutkimusjulkaisuissa viimeisen kolmenkymmenen vuoden aikana. Aiheiltaan kotimainen tutkimus on keskittynyt muun muassa tuloksenjärjestelyyn osingonjakotilanteessa (Kasanen, Kinnunen ja Niskanen 1996), tuloksenjärjestelyn toimialasidonnaisuuteen (Kallunki & Martikainen 1999), tuloksenjärjestelytiedon hyödyntämiseen suorituskyvyn ennustamisessa (Kallunki & Martikainen 2003) ja tuloksenjärjestelyyn listautumisten yhteydessä (Spohr 2004). Hallinnon riippumattomuuden vaikutuksista tuloksenjärjestelyyn ei kuitenkaan löydy suomalaista näyttöä. Muun muassa tilintarkastajan sukupuolen ja tuloksenjärjestelyn yhteydestä sen sijaan löytyy tutkimustuloksia (Niskanen, Karjalainen, Niskanen ja Karjalainen 2009). Syitä aiemman tutkimuspohjan puutteeseen voi olla monia. Esimerkiksi yleinen käsitys korkealaatuisista hallintojärjestelmistä tai tuloksenjärjestelyn läpinäkyvyydestä Suomessa voi laskea aiheen tutkimisen kiinnostavuutta. Kattavia riippumattomuustietoja ei myöskään ole saatavilla suoraan tietokannoista, mikä saattaa nostaa kynnyistä aiheen tutkimiselle. Lisäksi riippumattomuusaineiston koko Helsingin pörssin kattava saatavuus vaikuttaa CG-ohjeiden velvoittavuuden myötä parantuneen vasta 2010-luvulla.

Tilastollisen riippuvuussuhteen osoittaminen aineistoissa, joissa riippumattomuus on kauttaaltaan korkealla tasolla, on vaikeampaa kuin aineistoissa, joissa esiintyy runsaasti sekä riippuvaisia että riippumattomia hallituksia. Esimerkiksi isobritannialaisissa aineistoissa, joita Peasnell ym. (2005) esitteli, hallituskokoonpanojen riippumattomuuden vaihtelu on huomattavasti suurempaa.

Suomessa hallitukset ovat kauttaaltaan melko riippumattomia ja riippumattomuusasteen keskittyneisyys on suurta. Pieni hajonta sen sijaan edellyttää suurta havaintojoukkoa kiinnostavien tulosten johtamiseksi tilastollisista malleista.

Verrattuna muihin valtioihin, esimerkiksi Yhdysvaltoihin ja Iso-Britanniaan, on syytä huomioida suomalaisten tilinpäätöskäytäntöjen poikkeuksellinen historia (Kasanen ym. 1996, Kallunki & Martikainen 1999). Suomalaiset listayhtiöt ovat vuoteen 2005 asti voineet soveltaa FAS:ia (finnish accounting standards), eli Suomen kirjanpitolakia ja -asetuksia, julkaisemissaan tilinpäätöksissä. Kallunki ja Martikainen erittelevät FAS:n eroja suhteessa IAS:ään (International Accounting Standard). Heidän mukaansa FAS:n mukaisista tilinpäätöksistä voidaan suoraan määrittää harkinnanvaraiset jaksotukset ilman Jonesin (1990) tai Dechowin ja Sloanin (1995) tapaista tilastollista mallintamista. Kallungin ja Martikaisen tutkimuksessa viitataan FAS:n mukaisen operatiivisen tuloksen ja nettotuloksen erotukseen, mikä kuvastaa luotettavasti harkinnanvaraisia eriä. Sekä Kallunki että Kasanen kumppaneineen korostavat suomalaisen tilinpäätösjärjestelmän vero-orientoituneisuutta, minkä vuoksi suomalaisilla yrityksillä on käytössään runsaasti verojen optimoimiseen tähtääviä kirjanpidon työkaluja. Kallungin ym. mukaan suomalaisen järjestelmän on ulkomaisesta näkökulmasta kritisoitu sallivan johdolle liikaa harkinnanvaraisuutta tuloslaskennassa. Esimerkkeinä mainitaan muun muassa vapaa kirjaustapa suunnitelman mukaisten poistojen ja EVL:n (elinkeinoverolaki) sallimien maksimipoistojen välillä. Lisäksi erilaisten harkinnanvaraisten jäämien ja ennakoiden, esimerkiksi vapaaehtoisten varausten, hyödyntäminen on tutkimusten mukaan IAS:n sallimia rajoja vapaampaa. (Kallunki & Martikainen 2003.)

Kasanen ym. (1996) mainitsee suomalaisten yhtiöiden harjoittavan aktiivista tuloksenjärjestelyä optimoidakseen veronkanto- ja osingonmaksupolitiikkaansa. Nykyhetki suhteessa 1990-luvun tilanteeseen on mielenkiintoinen arvioitaessa suomalaisten listayhtiöiden kirjanpito- ja raportointikäytäntöjen muuttumista. Kaikki listayhtiöt ovat siirtyneet vuodesta 2005 alkaen FAS:n mukaisista tilinpäätöksistä IFRS-tilinpäätöksiin. Kallungin ja Martikaisen (1999) esittelemä harkinnanvaraisten tilierien tunnistusmenetelmä suosii juuri suomalaista tilinpäätöskäytäntöä. Menetelmän soveltaminen listayhtiöihin on kuitenkin vaikeutunut tai pikemminkin tullut mahdottomaksi vuodesta 2005 alkaen. IFRS:n mukaisessa tuloslaskelmassa

harkinnanvaraisten tilinpäätöskertymien tulosvaikutteisia muutoksia ei esitetä kuten FAS:ssa. On siis mielenkiintoista arvioida, miten harkinnanvaraisten tilierien tunnistaminen suomalaisessa aineistossa on muuttunut IFRS:ään siirtymisen jälkeen.

Niskanen ym. (2009) tutkivat tilintarkastajan sukupuolen vaikutusta tuloksenjärjestelyyn suomalaisissa listaamattomissa yhtiöissä. Suurin osa listaamattomista yhtiöistä Suomessa toimittaa yhä FAS:n mukaisen tilinpäätöksen, minkä perusteella Kallungin ja Martikaisen menettelyä olisi mahdollista hyödyntää listaamattomissa yhtiöissä. Niskasen ym. tutkimuksessa hyödynnetään kuitenkin Jonesin mallia sekä muunnettua Jonesin mallia. Tutkimuksessa ei onnistuta osoittamaan tilastollisesti merkitsevää yhteyttä harkinnanvaraisten jaksotusten ja tilintarkastajan sukupuolen välillä. On huomionarvoista arvioida, millaisia vaikutuksia käytetyllä jaksotusmallilla on tuloksenjärjestelyn tuloksiin ja pohtia onko suomalainen tuloksenjärjestely IFRS:n myötä vähentynyt vai sen mittaaminen vaikeutunut. IFRS-velvoitteen jälkeisiä suomalaista aineistoa hyödyntäviä tieteellisiä artikkeleita tuloksenjärjestelystä löytyy vain vähän, mikä viittaa mahdollisesti tuloksenjärjestelyn tutkimisen kiinnostavuuden laskeneen Suomessa. Aihe on joka tapauksessa erittäin ajankohtainen, sillä Suomen verojärjestelmä ja velkavetoiset rahoitusmarkkinat ylläpitävät samoja tuloksenjärjestelyn motiiveja kuin ennen vuotta 2005 – vain sovellettava tilinpäätöskäytäntö on muuttunut.

Aiemmissä tutkimuksissa riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn negatiivista riippuvuutta on ollut haasteellista todistaa tilastollisesti ilman tilannesidonnaista muuttujaa. Tilannesidonnaisuudet koskevat esimerkiksi aiemmin esiteltyjä sääntelyn muutoksia (Peasnell ym. 2005), väärinkäytöksiä (Beasley 1996) tai pörssilistautumisia (Spohr 2004). Tuloksenjärjestelyn voidaan siis päätellä olevan johdon näkökulmasta tavoitteellista toimintaa ja hallinnon riippumattomuudella voidaan ehkäistä johdon tuloksenjärjestelyn riskejä, kun tavoitteiden kynnsarvot ylittyvät. Hallitusten tulisi kyetä tunnistamaan edellä mainitut kynnsarvot ja niihin liittyvät tavoitteet.

Hallinnon riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn välisen korrelaation määrittämiseen ei ole olemassa aukotonta menetelmää. Aiempien tutkimusten mukaan tilastollisesti estimoitavat mallin aiheuttavat systemaattista mittausvirhettä

eikä mallit pysty luotettavasti erottelemaan kokonaisjaksotuksia harkinnanvaraiseen ja ei-harkinnanvaraiseen osaan (Dechow 1999, Kallunki & Martikainen 1999, Ianniello 2015). Toiseksi, hallinnon suorituskyvyn käsite on laaja ja koostuu lukuisista tekijöistä, mikä vaikeuttaa yksittäisen muuttujan, tässä tapauksessa riippumattomuuden, vaikutuksen määrittämistä. Hallinnon tehokkuutta kuvaavat, monen muuttujan vaikutuksia mallintavat tilastolliset analyysit ovat osoittautuneet monissa tutkimuksissa tehokkaaksi keinoksi mallintaa hallitusten suorituskykyä (muun muassa Dechow & Sloan 1996).

### 1.3 Tutkielman tavoite

Tämän tutkielman tavoitteena on tutkia listayhtiöiden hallinnon riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn välistä yhteyttä Suomessa. Työn tarkoituksena on soveltaa aiheen muissa tutkimuksissa käytettyjä tutkimusmenetelmiä ja johtaa niistä kansainvälisesti vertailukelpoisia tuloksia Suomessa tapahtuvasta tuloksenjärjestelystä ja hallinnointikäytänteistä. Lisäksi pyritään pohtimaan nykyisten hallintosuositusten asemaa Suomessa ja ulkomailla. Tutkielmassa keskitytään hallituksen ja sen jäsenistä koostuvan tarkastusvaliokunnan riippumattomuuteen. Aineisto koostuu Helsingin pörssin päälistan yhtiöiden julkaisemista tilinpäätöstiedoista ja hallinnointiselvityksistä vuosilta 2012-2016. Tuloksenjärjestelyä mitataan kirjanpidon harkinnanvaraisilla erillä, jotka lasketaan erikseen valitun tilastollisen mallin avulla. Hallinnon riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn tutkimisessa hyödynnetään Abdullahin, Nasarin ja Nasirin (2004) tutkimusasettelua, jonka arvioidaan soveltuvan käytettävään aineistoon hyvin. Abdullahin ym. harkinnanvaraisten erien laskentamenetelmä vastaa DeFondin ja Jambalvon (1994), Peasnellin, Popen ja Youngin (1998) sekä DeFondin ja Subramanyamin (1998) aiemmin käyttämiä menetelmiä.

Kuten aiemmista tutkimuksista havaittiin, hallinnon riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn välisestä yhteydestä on runsaasti tutkimusnäyttöä. CG-suositusten mukaan tulosraportoinnin luotettavuus paranee nimittämällä yhtiöön riippumattomia hallitusjäseniä (Hallinnointikoodi 2015, Financial Reporting Council 2018). Useissa tutkimuksissa on kuitenkin epäonnistuttu osoittamaan laajemmin systemaattisella satunnaisotannalla näiden muuttujien välistä korrelaatiota (esim.

Peasnell ym. 1998). Sen sijaan on onnistuttu osoittamaan, että aggressiivista tuloksenjärjestelyä harjoittavissa yrityksissä tai esimerkiksi väärinkäytöksiin syyllistyneissä yrityksissä hallituksen riippumattomuudella on tilastollisesti merkitsevä vaikutus ja muuttujien välillä on käänteinen yhteys (muun muassa Dechow & Sloan 1996, Peasnell ym. 1998). Aiemmat tutkimukset havainnollistavat erityisesti tilanteita, joissa hallinnon riippumattomuudella voidaan parantaa tilinpäätösraportoinnin laatua. Aiheen tutkiminen on siksi tieteellisesti mielenkiintoista ja sillä on suora kytkös yritysten toimintaperiaatteisiin ja hallinnointisuositusten kehitykseen.

Hallinnon suorituskyvyn on todettu koostuvan monista tekijöistä. Hallinnointitapaan voivat vaikuttaa muun muassa hallituksen riippumattomuus, sukupuolijakauma, hallituksen koko, kokousaktiivisuus ja hallitusjäsenyyden kesto. Tässä tutkielmassa keskitytään hallinnon riippumattomuuteen. Suomessa hallinnon riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn välistä yhteyttä ei ole myöskään vielä analysoitu tilastollisesti, minkä vuoksi aihetta on mielekästä tutkia – myös ilmiötä poissulkevasta näkökulmasta.

#### **1.4 Tutkielman rakenne**

Tutkielman toisessa luvussa esitellään yleisimpiä hallinnointiteorioita ja arvioidaan niiden merkitystä nykyisten hyviksi koettujen hallintotapojen kehittymiseen. Kolmannessa luvussa käsitellään suomalaisten hallintosuositusten keskeiset sisällöt sekä perehdytään hallituksen ja tarkastusvaliokunnan riippumattomuuteen tarkemmin. Neljännessä luvussa perehdytään tarkemmin kirjanpidollisiin eriin, tuloksenjärjestelyyn ja sen eri ilmenemismuotoihin. Tuloksenjärjestelyn tunnistamisen ohella vertaillaan tuloksenjärjestelyn valtio-, oikeus- ja kulttuurisidonnaisia tekijöitä eri markkinaympäristöissä. Lopuksi neljännessä luvussa pohditaan tuloksenjärjestelyn vaikutusta tilinpäätösraportoinnin laatuun sekä vertaillaan johdon ja hallinnon näkemyksiä raportoinnin laadusta. Viidennessä luvussa esitellään tutkimusaineisto ja valitut tutkimusmenetelmät. Kuudennessa luvussa käydään läpi tilastollisen analyysin tuloksia. Viimeisessä tekstiluvussa käydään läpi tutkielman johtopäätöksiä ja pohditaan työn rajoitteita ja mahdollisia jatkotutkimuksen aiheita.

## 2 HALLINNOINTITEORIAM

### 2.1 Agenttiteoria

Hallinnoinnin vaikutus yritysten omistaja-arvoon on tunnustettu jo vuosikymmenten ajan. Tutkimusten perusteella erityisesti hallituksen koolla ja rakenteella on vaikutus yhtiön suorituskykyyn (Fama & Jensen 1983, Daily & Dalton 1994).

Nykyisten hallinnointitapojen ymmärtämiseksi on syytä perehtyä hallintojärjestelmien kehittymiseen ja niiden vallitseviin teorioihin. Ensimmäisten joukossa hallinnoinnin syntymekanismeja käsitelivät Berle ja Means (1932) tutkiessaan New Yorkin alueen yrityksiä. He havaitsivat yhä voimistuvan omistuksen ja johdon eriytymisen talouskasvun seurauksena. Yritystoiminnan koon kasvaessa omistajat palkkaavat johtajia operatiiviseen työhön, jolloin päätöksenteon pohja kasvaa, mutta toiminnan kontrollointi vaikeutuu. Tällöin omistusasemissa ja palkkasuhteissa olevien henkilöiden päätöksentekomotiivit voivat eriytyä toisistaan. (Berle & Means 1932, Jensen & Meckling 1976, Fama & Jensen 1983.)

Omistuksen ja johdon suhdetta on 1900-luvun loppupuolelta alkaen tutkittu runsaasti. Berlen ja Meansin aloittamaa hallinnointitutkimuksen suuntaa kutsutaan agenttiteoriaksi (agency theory). Agenttiteorian esittelivät alun perin Jensen ja Meckling (1976). Jensen ja Meckling sekä Fama ja Jensen (1983) tutkivat agenttiteorian mukaisesti hallinnon roolia johdon työn monitoroinnissa. Jensen ja Meckling esittävät osakkeenomistajien ja palkatun johdon olevan hyödyn maksimoijia, joiden intressit eroavat luontaisesti toisistaan. Intressierojen olemassaolo sekä niiden yhteensovittaminen aiheuttavat osakkeenomistajille kustannuksia, eli agenttikuluja (agency costs). Faman ja Jensenin mukaan agenttiongelmassa (agency problem) on olennaista tunnistaa agenttikustannusten vaihtoehtoiskustannus. Omistus ja johto kannattaa eriyttää toisistaan tilanteessa, jossa omistuksen, hallinnon ja johdon aiheuttamat agenttikustannukset ovat matalammat kuin niiden yhdistäminen yhdeksi toimijaksi. Käytännössä pienissä yrityksissä omistajalle on tehokkaampaa toimia sekä riskinkantajana, monitoroijana että operatiivisena vastuullisena. Pienissä yrityksissä, joissa osakkeenomistaja toimii lisäksi yrittäjänä, on omistajalla riittävästi resursseja toimia tehokkaasti kaikissa



tehtävissä. Kuten Berle ja Means totesivat, yrityksen koon kasvaessa on kannattavampaa palkata operatiivinen johto tekemään päätöksiä omistajien edun mukaisesti ja hallinto valvomaan johdon työtä. Agenttiongelmia voidaan kontrolloida kahdesta näkökulmasta. Johdolle voidaan suunnata taloudellisia insentiivejä: esimerkiksi bonuksia, optiota tai etuuksia, joiden avulla päämiehen (osakkeenomistajat) ja agentin (johto) intressejä voidaan sovittaa yhteen (Eisenhardt 1989, Fama & Jensen, 1983). Tämän lisäksi johdon päätöksentekoa voidaan monitoroida yhtiön hallituksen toimesta. Fama ja Jensen nostavat hallituksen toimet tärkeimmäksi tekijäksi agenttiongelman käsittelyssä. Hallituksen jäsenet voivat monitoroida ja varmentaa johdon tekemiä keskeisiä päätöksiä. Hallitus voi lisäksi ohjata, palkita ja myös erottaa yhtiön johtajia. Näillä toimilla omistajien kantama riski ja tuotto-odotus suhteessa johdon omiin motiiveihin voidaan tehokkaimmin yhdistää. (Fama & Jensen 1983.)

## **2.2 Taloudenhoitajateoria**

Agenttiteorian kehittymistä edeltävästi ja vähän sen jälkeen aiheen tutkimuksessa syntyi vaihtoehtoinen johdon toimintakyvyn maksimointiin keskittyvä teoria. Taloudenhoitajateoriaksi (stewardship theory) muodostuneen tutkimuksen taustalla on pyrkimys koostaa mahdollisimman tehokas johto ja johdon suorituskykyä tukeva hallinto. Agenttiteoria ja taloudenhoitajateoria eroavat toisistaan eniten motivoinnin keinoissa (Glinkowska & Kaczmarek 2015). Taloudenhoitajateoria haastaa taloustieteeseen perustuvan agenttiteorian, jossa johdon päätöksenteon oletetaan sisältävän aina jossain määrin henkilökohtaisia tavoitteita ja paras keino johdon motivointiin on taloudelliset kannustimet. Taloudenhoitajateoriassa johdon omistajaedun mukaista motivointia ei nähdä yhtä ongelmallisena, vaan huomio keskitetään organisaatorakenteen optimointiin. Taloudenhoitajateoriassa korostuu toimitusjohtaja-puheenjohtaja-asetat (CEO duality) ja toiminnan saumattomuus. (Donaldson & Davis 1991) Organisaatiopsykologiaan ja sosiologiaan perustuvassa taloudenhoitajateoriassa kannustimet perustuvat luottamukseen ja vastuunantoon. Taloudenhoitajateoriaa onkin kuvailtu ”humaaniksi” vastakohtaksi agenttiteorialle (Glinkowska & Kaczmarek 2015).

Taulukossa yksi vertaillaan Grundein (2008) tutkimusta mukaillen agenttiteorian ja taloudenhoitajateorian eroavaisuuksia hallintoperusteiden kautta. Taulukosta nähdään, miten agenttiteoriassa korostetaan monitoroinnin tärkeyttä, riskien hallintaa ja luontaista epäluottamusta päämiehen ja agentin välillä. Taloudenhoitajateorian vastinpareissa hallintoperusteet on rakennettu sen sijaan yhteisen ymmärryksen ja luottamuksen ympärille.

**Taulukko 1: Agentti- ja taloudenhoitajateorian vertailu (mukaillen Grundei 2008: 143)**

Hallintoperuste	Agenttiteoria	Taloudenhoitajateoria
Teoreettinen perusta	Taloustiede	Organisaatiopsykologia ja sosiologia
Mittaustapa	Omistaja-arvo	Yrityksen intressit ja sidosryhmäarvo
Omistuksen ja johdon suhde	Konfliktin välttäminen	Yhteisymmärryksen saavuttaminen
Käyttäytymismalli	Yksilöllinen opportunisti	Ammattimaisuus
Johdon motivointi	Ulkosyntyinen	Sisäsyntyinen
Suhtautuminen epävarmuuteen ja johdon oman edun tavoitteluun	Epäluottamus Välttäminen	Luottamus Hyväksyntä

Nykypäivään verrattuna täytyy huomioida, että ennen vuosituhannen vaihdetta sekä toimitusjohtajana että hallituksen puheenjohtajana toimiminen ei ollut lainkaan poikkeuksellista eikä sitä välttämättä koettu haitalliseksikaan – päinvastoin. Tutkimusten mukaan Yhdysvalloissa toimitusjohtaja-puheenjohtaja-asema oli olemassa 80 % listayhtiöistä. Iso-Britanniassa vastaava luku oli 30 % ja Japanissa 11 %. (Dalton & Kesner 1987.) Daltonin ja Kesnerin mukaan riippumattomien hallitusjäsenten nimittämiseksi Iso-Britanniassa sekä Yhdysvalloissa on kuitenkin jo 80-luvulta alkaen ollut lisääntyvää painetta.

Johnson, Daily ja Ellstrand (1996) jakavat hallinnon velvollisuudet kolmeen osaan. Ensisijaisesti hallituksen tehtävä on monitoroida johdon työtä ja valvoa osakkeenomistajien etua. Toiseksi hallitus on velvoitettu neuvomaan toimitusjohtajaa ja tukemaan häntä. Kolmanneksi hallituksen vastuulla on hallinnoidan yrityksen resurssien käyttöä ja sen tehokkuutta. Johnsonin ym. löydösten mukaan hallituksen riippumattomuus vaikuttaa eniten hallituksen monitorointivelvollisuuksiin.

Donaldson ja Davis (1991) kyseenalaistavat agenttiteorian hallinnointiperusteet suhteessa taloudenhoitajateoriaan vertailemalla omistaja-arvon kasvua yhdysvaltalaisessa yritysaineistossa. Tutkimuksen menetelmät perustuvat toimitusjohtaja-puheenjohtaja-aseman esiintyvyyteen amerikkalaisissa listayhtiöissä. Agenttiteorian mukaisissa yhtiöissä hallituksen puheenjohtaja on yhtiöstä riippumaton jäsen ja vastaavasti taloudenhoitajateorian mukaisesti järjestetyissä yrityksissä hallituksen puheenjohtaja on myös yhtiön toimitusjohtaja. Tulosten mukaan puheenjohtaja-toimitusjohtaja-asemia sisältävät yhtiöt pystyvät aikaansaamaan osakkeenomistajille keskimäärin korkeampia tuottoja kuin yhtiöt, joissa hallituksen puheenjohtaja on yhtiöstä riippumaton henkilö. Omistaja-arvon kasvua mitataan tutkimuksessa oman pääoman tuottoprosentin (ROE) sekä sijoituksen arvonnousun ja osinkokertymän avulla. (Donaldson & Davis 1991.)

### 2.3 Kritiikkiä teorioiden välillä

Peilaten Kosnikin (1990) tutkimukseen, Donaldson ja Davis (1991) esittävät johtajien toimivan osakkeenomistajien edun mukaisesti, kun yhtiön toimintaedellytykset ovat hyvät ja organisaatorakenne on tehokas. Tällöin osakkeenomistajien ja johtajien intressit kohtaavat. Osapuolten intressit risteävät vasta, kun yrityksen toimintaedellytykset muuttuvat. Toimintaedellytysten muuttuminen voi ohjata johdon suojelemaan omaa etuaan. He viittaavat Kosnikin löydöksiin liittyen hallinnon ja johdon käyttäytymismalleihin aggressiivisessa yritysostotilanteessa. Kosnikin mukaan johdon osakeomistukset suhteessa kiinteään palkkaan sekä hallituksen riippumattomuusaste korreloivat positiivisesti yritysvaltauksen vastaisiin toimiin (greenmail decisions). Käytännössä löydös tarkoittaa optiokannustimilla varustetun johdon ja riippumattoman hallinnon suojelevan osakkeenomistajia valtausyryyksiltä tehokkaimmin (Kosnik 1990). Tulokset ovat agenttiteorian mukaiset, mutta osoittavat hallintomekanismien toimintaa ääritilanteissa eikä niinkään liiketoiminnan arkisissa päätöksissä. Donaldson ja Davis pohdiskelevatkin jonkinlaista mukautettua tilannetta, jossa taloudenhoitajateoria pätee normaalitilassa ja agenttiteorian intressiristiriidat korostuvat puolestaan konfliktitilanteiden hallinnoinnissa.

Arthur, Garvey, Swan ja Taylor (1993) kritisoivat Donaldsonin ja Davisin (1991) tutkimuksen teoriaa ja metodologiaa. Arthurin ym. mukaan Donaldson ja Davis mallintavat agenttiteoriaa liian yksinkertaistetusti ja käyttävät epätarkkoja mittaustapoja. Kritiikin mukaan Donaldsonin ja Davisin ajattelussa johto pyrkii kaikkiin keinoin maksimoimaan omistaja-arvon vain lyhyellä aikavälillä, mikä voi johtaa muun muassa epäedulliseen pääomarakenteeseen pitkällä aikavälillä. He korostavat juurikin pääomarakenteen hallinnan merkitystä yrityksen osakkeenomistajien, velkojien ja johtajien pitkäaikaisen arvon rakentamisessa. Artikkelissa varoitetaan taloudenhoitajateorian omaksumisesta 90-luvun alkupuolella julkaistuihin ensimmäisiin hallinnointisuosituksiin. (Arthur ym. 1993.)

Voidaan siis sanoa, että hyvät hallintotavat eivät ole itseisarvoja, vaan pikemminkin parhaiksi havaittuja ratkaisuja ihmisten välisiin intressiristiriitoihin yritystoiminnassa. Donaldsonin ja Davisin (1991) tutkimuksen kaltainen

tutkimusasettelu kiteyttää varsin hyvin myös tämän tutkielman pulmallisuuden. Donaldson ja Davis mittaavat hallinnon ja johdon suorituskykyä oman pääoman sijoituksen arvon nousuna. Mitä parempaa tulosta yhtiön johto kykenee näyttämään, sitä paremmin hallintomekanismin nähdään toimivan. Johdolla on täten yhtenäinen motiivi harjoittaa harkintavaltaansa raportoituun tulokseen, jolloin tuloksenjärjestely ja sen harkinnanvaraiset keinot nousevat esiin. Hallituksen tehtävä on siis johdon tukemisen lisäksi varmistaa, ettei tilinpäätökseen sisälly johdon omien tavoitteiden mukaista tulosmanipulointia. Tuloksenjärjestelyn taustalla on lähtökohtaisesti jokin tulostavoite, jota kohti kirjanpidollisilla erillä pyritään lähentymään.

### 3 HALLINNOINTI

#### 3.1 Hallinnon järjestäminen

Hallinnoinnilla on tutkimuksissa todettu olevan merkittävä positiivinen vaikutus tilinpäätösraportoinnin laatuun ja rahoitusmarkkinoiden tehokkuuteen (Brockett & Rezaee 2012). Hallinnon asianmukaisella järjestämisellä yritykset pystyvät ehkäisemään agenttiongelman aiheuttamia riskejä johdon toiminnassa ja tukemaan yhtiön operatiivista toimintaa (Klein 2016: 2). Hyvä hallintotapa parantaa lisäksi yritysten läpinäkyvyyttä sekä avoimuutta (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015).

OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) (2004) on listannut hallinnointisuositustensa lähtökohdat seuraavasti:

1. Perusta tehokkaan hallinnon mahdollistamiselle
2. Osakkeenomistajien oikeudet
3. Osakkeenomistajien tasa-arvoinen kohtelu
4. Sidosryhmien oikeuksien huomioiminen
5. Raportointi ja läpinäkyvyys
6. Hallituksen velvollisuudet

Perusteista käy ilmi, että hallinnon järjestämisellä nähdään olevan merkittävä vaikutus yritysten sijoittajansuojaan, yrityksen suorituskykyyn ja mahdollisuuksiin arvioida suorituskykyä saatavissa olevilla tiedoilla. Tämän tutkielman osalta keskitytään erityisesti hallituksen velvollisuuksiin ja hallinnon järjestämiseen.

Arvopaperimarkkinayhdistyksen tuoreimmassa 2015 julkaisemassa hallinnointikoodissa on kuvattu suomalaisten pörssiyritysten hallitusten velvollisuuksia. Hallituksen tehtävä on järjestää asianmukainen hallinto. Tähän sisältyen hallituksen tehtävä on nimittää ja tarvittaessa irtisanoa yhtiön toimitusjohtaja. Lisäksi hallituksen tehtävä on hyväksyä strategiset tavoitteet ja riskienhallintaperiaatteet. Hallitus on myös vastuussa yrityksen arvojen määrittämisestä ja niiden jalkauttamisesta. Kuten myös OECD:n perusteissa, hallituksen on määrä valvoa riippumattomana tahona tasavertaisesti yrityksen

kaikkien osakkeenomistajien etua. Lisäksi Arvopaperimarkkinayhdistys korostaa suomalaisten pörssiyhtiöiden hallitusten koostuvan pääosin yhtiöstä riippumattomista jäsenistä. (Hallinnointikoodi 2015.)

Arvopaperimarkkinayhdistyksen julkaisemien suositusten mukaisesti hallituksen jäsenet voidaan jakaa yhtiöstä tai yhtiön merkittävästä osakkeenomistajasta riippumattomiin ja riippuvaisiin jäseniin. Yhtiön johdossa toimiva tai vastikään toiminut hallituksen jäsen on keskiössä arvioitaessa hallituksen riippumattomuutta, mutta myös suorituskykyä. Hallituksen muodostamisella pyritään vahvistamaan osakkeenomistajien hallintoa suhteessa yrityksen operatiivisen johtoon. Kyse on agenttiongelma. Pearce ja Zahra (1991) toteavat, että yli 85 % Fortunen 500 menestyksekkäimmän yhtiön hallituksissa hallituksen puheenjohtaja on ollut myös yhtiön toimitusjohtaja vuosina 1983-1986. Vaikka hallituksen suorituskyvyn voidaan riippuvaisuuskytköksen avulla osoittaa keskimäärin nousevan, vaarantuu hallituksen tehtävistä kenties keskeisin osa-alue eli hyvän ja asianmukaisen hallintotavan järjestäminen. (Pearce & Zahra 1991.)

### **3.2 Hallinnointikoodit**

Suomessa hyvän hallintotavan ohjeistuksista vastaa Arvopaperimarkkinayhdistys Ry, joka aika ajoin julkaisee ajantasaiset suosituksensa. Hallinnointisuosituksen ideana on täydentää lainsäädännön velvoitteita suosituksilla ja täten edesauttaa hyvien hallinnointiperiaatteiden omaksumista pörssiyhtiöissä (Hallinnointikoodi 2015).

Hallinnointikoodien merkitys on 1990- ja 2000-luvuilta alkaen korostunut ja niiden soveltaminen yleistynyt. CG-selvitysten sisällöt yhtiöiden vuosiraporteissa ovat lähentyneet toisiaan ja normeista poikkeaminen on huomionarvoisempaa kuin niiden noudattaminen. CG-suositusten noudattaminen on kuitenkin yhä suositukseen perustuvaa. Alun perin Cadburyn sopimuksesta (1992) alkunsa saanut Comply or explain –periaate (noudata tai selitä) on tiukentunut. CG-koodit ovat lisäksi nykyään pitkälti vertailukelpoisia. Esimerkiksi tässä tutkimuksessa käytettävän vertailututkimuksen CG-perusteet ovat Malesiasta, mutta hallinnoinnin perusteet vastaavat lähes täysin toisiaan. Vertailukelpoisuudesta huolimatta hallinto-ohjeet

ovat maakohtaisia ja rakentuvat kunkin markkinaympäristön, lainsäädännön sekä poliittisten ja kulttuuristen piirteiden ympärille.

Ensimmäinen suomalainen ohjeistus asianmukaisesta ja kansainvälistä tapaa mukailevasta hallintotavasta annettiin vuonna 1997 keskuskauppakamarin toimesta. Suosituksena toimivan koodin tavoitteena oli antaa sijoittajille selkeämpi kuva yritysten hallinnoinnista. (CgFinland 2017.) Nykyinen 2006 perustettu Arvopaperimarkkinayhdistys Ry laatii suomalaisen hallinnointikäytännön ohjekoodin, jota kotimaiset listayhtiöt soveltavat hallinto- ja ohjausjärjestelmissään. Kaikkien pörssin päälistan yhtiöiden tulisi soveltaa koodia täysimääräisesti. First North -yhtiöt ovat sen sijaan vapautettuja tietyissä, kuten riippumattomuutta koskevissa, raportointiohjeissa. Tuoreimmassa 2015 voimaantulleessa koodissa on riippumattomuuden osalta keskeistä muutokset määritelmiin merkittävästä osakkeenomistajasta. Lisäksi arvioitaessa jäsenen riippumattomuutta yhtiöstä, alennettiin hallitusjäsenen toimimisaikaa 12 vuodesta nykyiseen kymmeneen vuoteen. (Hallinnointikoodi 2015.)

### **3.3 Hallituksen riippumattomuus ja koko**

Hallitus julkaisee riippumattomuusarvioinnin hallitusjäsenten toimittamien selvitysten perusteella. Riippumattomien jäsenten valitsemisen uskotaan olevan tehokkain keino taata riittävä sijoittajansuoja ja kontrolloida toimitusjohtajan operatiivista valtaa (Baysinger & Butler 1985). Hallituksen perustehtävä on ohjata ja kontrolloida yhtiön toimitusjohtajaa osakkeenomistajien edun mukaisesti. Suomessa intressiristiriitojen välttämiseksi hallitusten jäsenenemmistön (> 50 %) tulee olla riippumaton yhtiöstä ja tämän lisäksi hallituksessa tulisi olla ainakin kaksi yhtiön merkittävästä osakkeenomistajasta riippumatonta jäsentä. (Hallinnointikoodi 2015.) Muun muassa SpencerStuart-konsultointitalo tilastoi nettisivuillaan maakohtaisia hallinnointikäytänteitä. Taulukon kaksi maakohtaisessa vertailussa nähdään, että Sveitsissä ja Yhdysvalloissa hallitukset ovat jäsenistöltään riippumattomimpia. Yhdysvalloissa hallinnointikoodi suosittelee yleistä viidenkymmenen prosentin käytäntöä korkeampaa 2/3 riippumatonta jäsenenemmistöä, mikä osaltaan nostaa yhdysvaltalaisien hallitusten riippumattomuutta. Suomessa arviolta 80 % hallituksen jäsenistä on tilastoinnin mukaan riippumattomia. Suomen osalta on mielenkiintoista



huomata, että Suomessa hallitukset ovat keskimääräisesti pienimpiä, noin 8,2 jäsentä. Suomalaisen hallinnointikoodin mukaisesti ”hallituksen tehtävien ja tehokkaan toiminnan kannalta on tärkeää, että hallitus koostuu riittävän monesta jäsenestä ja että jäsenillä on riittävä ja monipuolinen osaaminen sekä toisiaan täydentävä kokemus ja toimialatuntemus” (Hallinnointikoodi 2015). Suomalainen suositus perustaa näkemyksensä riittävän asiantuntemuksen ja monipuolisen kokemuksen varmistamiseen, mikä tekee optimaalisen hallituksen koosta hyvin tapauskohtaisen. Aiemmissä tutkimuksissa hallituksen koon ja yhtiön suorituskyvyn välillä on havaittu käänteinen riippuvuussuhde (Guest 2009, Mak & Kusnadi 2005, Eisenberg, Sundgren ja Wells 1998). Suomalaisten hallitusten pientä kokoa selittää mahdollisesti kooltaan pienemmät pörssiyhtiöt. Toisaalta Eisenbergin ym. mukaan suurissa hallituksissa on mahdollisesti enemmän ulkopuolisia jäseniä. Suomen osalta Eisenbergin ym. havainto on kuitenkin ristiriitainen, koska suomalaiset hallitukset ovat pieniä, mutta koostuvat pitkälti riippumattomista jäsenistä. Sen sijaan esimerkiksi Brasiliassa hallitukset ovat pieniä ja riippumattomia jäseniä on keskimäärin vain alle puolet kaikista jäsenistä.

**Taulukko 2. Riippumattomien jäsenten osuus (mukaillen spencerstuart.com)**

Maa	Riippumattomia jäseniä	Hallituksen koko	Jäsenten ikä	Keskimääräinen jäsenyyden pituus
Sveitsi	87 %	9,4	60	6,3
Yhdysvallat	85 %	10,7	63	8
Hollanti	85 %	9,6	60	4,8
Norja	85 %	8,6	56	5,2
Kanada	81 %	11	62	7,3
Suomi	80 %	8,2	58	4,9
Tanska	77 %	9,8	59	5,1
Ranska	68 %	13,6	59	5,5
Ruotsi	68 %	10,2	59	5,4
Iso-Britannia	63 %	10,3	60	4,4
Saksa	62 %	16	59	5,7
Italia	54 %	11,4	57	4,7
Espanja	44 %	11	ei tiedossa	6,4
Brasilia	39 %	8,4	57	ei tiedossa

Taulukossa kaksi havaittua ristiriitaisuutta selittää mahdollisesti suomalaisten pörssiyhtiöiden merkittävä institutionaalinen omistuspohja. Instituutio-omistajien

sidosryhmillä on suuri etäisyys operatiiviseen päätöksentekoon. Institutionaaliset sijoittajat suosivat tämän vuoksi yhtiöstä riippumattomien hallitusjäsenien nimittämistä johdon monitoroinnin tehostamiseksi ja omien etujensa varmistamiseksi (Shleifer & Vishny 1986). Suomalaisten pörssiyhtiöiden korkeaan riippumattomien jäsenien osuuteen on historiallisesti vaikuttanut instituutio-omistusten tai niin sanottujen block holdings –omistusten (keskittynyt ulkopuolinen osakeomistus) vahva asema (Jakobson & Korkeamäki 2014). Jakobsonin ja Korkeamäen kirjoittaman valtioneuvoston raportin mukaan institutionaaliset omistajat käyttävät eniten valtaa pörssiyritysten hallitusten nimityksissä Suomessa. Lisäksi valtio-omistusten historiallisesti suuri osuus on yhä merkittävä taustavaikuttaja monen pörssiyhtiön hallinnoinnissa. (Jakobson & Korkeamäki 2014: 10.) Iso-Britanniassa ja Yhdysvalloissa pörssiyritysten määräysvalta on sen sijaan perustunut yritysjohdon ohjauksessa olevaan hajaomistukseen. Angloamerikkalaista omistamisen mallia on omaksuttu viime vuosina osaksi eurooppalaista käytäntöä, minkä voidaan nähdä tehostavan CG-suositusten periaatteiden mukaista omistusten tasa-arvoista kohtelua. Samaan aikaan Suomessa eläkerahastojen ja vakuutusyhtiöiden asema merkittävänä omistajina on kuitenkin vahvistunut. (Jakobson & Korkeamäki 2014.)

Healyn, Huttonin, ja Palepun (1999) mukaan raportoinnin määrän kasvu ja institutionaalinen omistus korreloivat positiivisesti. Tutkimuksen mukaan raportoinnin määrän kasvu houkuttelee lisää institutionaalisia sijoituksia eikä toisinpäin. Yhteys on sisäsyntyinen, koska sijoituksia tehneet instituutiot myös jatkossa panostavat raportoinnin laadun kehittämiseen. Lisäksi johdon päätöksenteon sisältämän harkinnanvaraisuuden on havaittu pienentyvän, kun institutionaalinen omistus kasvaa. (Ajinkya, Bhojraj ja Sengupta 2004: 346, 371.) Löydösten pohjalta voi perustellusti arvioida, että institutionaaliset omistukset lähtökohtaisesti parantavat agenttiteorian mukaista hyvää hallinnointitapaa.

### **3.4 Tarkastusvaliokunnan riippumattomuus**

Amerikkalainen Blue Ribbon –komitea antoi ensimmäisenä laajaa huomiota saaneen tarkastusvaliokuntien hallinnointisuosituksen vuonna 1999 (Smith 2006). Tätä ennen muun muassa New Yorkin pörssi NYSE (New York Stock Exchange) julkaisi Treadwayn raportin, jossa käsiteltiin pörssiyhtiöiden tilinpäätösraportointia

valvovien komiteoiden tarpeellisuutta. Blue Ribbon –komitean ohjeistuksessa tarkennettiin tarkastusvaliokunnan jäsenten riippumattomuutta, valiokunnan rakennetta sekä vaikuttamistapoja. Lisäksi suosituksessa ohjeistetaan, että kaikkien tarkastusvaliokunnan jäsenten tulisi olla yhtiöstä riippumattomia. Blue Ribbon –komitean suositus on vaikuttanut merkittävästi tarkastusvaliokuntia koskeviin hallinnointisuositukseen. Esimerkiksi jo vuoteen 2001 mennessä useimmat Yhdysvaltojen listayhtiöt noudattivat Blue Ribbon –komitean suosituksia tarkastusvaliokunnista lähes täysimääräisesti. (Klein 2018.)

Blue Ribbon –ohjeistuksen lisäksi Yhdysvalloissa 2002 voimaan tullut Sarbanes-Oxley –asetus aiheutti pörssiyhtiöille lakivelvoitteen tilintarkastusvaliokunnan muodostamiselle ja sen hallinnoimiselle. Molempien keskeisenä teemana on tilintarkastuskomitean riippumattomuuden korostaminen ja valiokunnan tehokkuuden parantaminen. Vuonna 2003 Securities and Exchange Commission (SEC) lisäsi pörssin säännöksiin, että yhtiö poistetaan julkisesta kaupankäynnistä, jos se ei toimeenpane ohjeistettua riippumattomuusasetusta.

Suomessa vuoden 1997 hallinnointikoodin ohjeistus tarkastusvaliokuntien muodostamisesta on selvästi vapaamuotoisempi kuin Blue Ribbon –suosituksessa, Sarbanes Oxley –asetuksessa tai tämänhetkisessä hallinnointikoodissa. Vuoden 1997 suositus ohjeistaa hallituksia nimittämään tarkastusvaliokuntaan mahdollisuuksien mukaan jäseniä, jotka eivät ole yhtiön palveluksessa. Nykyisessä 2015 ilmestyneessä suosituksessa tarkastusvaliokunnan kaikkien jäsenten on oltava riippumattomia ja vähintään yhden jäsenen on oltava riippumaton myös merkittävästä osakkeenomistajasta. (Hallinnointikoodi 2015.)

Tarkastusvaliokunnan päätehtävä on valvoa tilinpäätösraportoinnin laatua ja laillisuutta (Mallin 2007). Tilintarkastuskomitean jäsenet valvovat yhteistoimin yrityksen raportointia, kirjanpitoa ja tilintarkastusprosessia yhdessä tilintarkastajan kanssa (Aldamen ym. 2012). Ainakin yhdellä tarkastusvaliokunnan jäsenellä tulisi olla aiempaa asiantuntemusta kirjanpidosta ja tilinpäätöstyöskentelystä (Smith 2006). Olennainen osa tuloksenjärjestelyn valvontaa on osavuositarkastusten ja vuotuisen tilinpäätöksen läpikäynti ennen tulosjulkistuksia. Tulosjulkistuksiin liittyvällä monitoroinnilla nähdään olevan merkittävästi

raportoinnin laatua parantava vaikutus. (Aldamen ym. 2012, An ym. 2014, KPMG Wideri 1995.)

Kuten aiempia tutkimustuloksia esiteltäessä todettiin, tarkastusvaliokuntien tehokkuudesta ja optimaalisesta rakenteesta on vaihtelevia tuloksia. Yleisesti tarkastusvaliokunta nähdään raportoinnin laatua parantavana hallinnon elimenä (Bronson & Carcello 2009, Ghosh 2010). Kuitenkin muun muassa Cohen, Krishnamoorthy, ja Wright (2007) arvioivat tarkastusvaliokunnan roolin olevan lähinnä nimellinen. Spiran (2003) mukaan ohjeistukset tarkastusvaliokunnan tehtävistä ovat liian yleismaailmallisia ollakseen vaikuttavia. Epätarkkuus tarkastusvaliokunnan konkreettisissa toimissa nähdään puolestaan heikentävän valiokunnan kykyä perehtyä syvällisesti yrityksen talousprosessiin ja sen mahdollisiin väärinkäytöksiin (Spira: 180, 186).

Aldamen, Duncan, Kelly, McNamara ja Nagel (2012) esittävät vastaavia havaintoja kuin hallituksen riippumattomuuden vaikutuksia arvioitaessa. Tutkimuksen mukaan suuri osa tarkastusvaliokuntia koskevista tutkimuksista, joissa tarkastusvaliokunnan vaikutuksia tuloksenjärjestelyyn ei ole pystytty osoittamaan, käsittelevät normaaleja markkinaympäristöjä. Aldamen ym. mukaan normaalien markkinaolojen, toisin sanoen tasaisen markkinakehityksen, tutkiminen on saattanut heikentää aiempia tutkimustuloksia. He korostavat ulkopuolisten shokkien, esimerkiksi kansainvälisen finanssikriisin, merkitystä tarkastusvaliokunnan toimien näkyvyydessä. Tutkimustulosten perusteella optimaalisesti koostetulla tarkastusvaliokunnan toiminnalla on positiivinen vaikutus tilinpäätösraportoinnin laatuun, kun yritys kohtaa ulkopuolisia shokkeja. Tulosten mukaan yrityksen suorituskyky reagoi negatiivisesti tarkastusvaliokunnan jäsenmäärään. Pienikokoisten tarkastusvaliokuntien korostamisen lisäksi hallitusjäsenyyden kesto ja laskentatoimen asiantuntemus vaikuttavat positiivisesti yrityksen suorituskykyyn. (Aldamen ym. 2012: 996.)

Suomen hallinnointikoodin mukaan tarkastusvaliokunnan perustamatta jättämistä ei kohdella koodista poikkeamisena. Tulkintaa perustellaan yritysten omalla harkinnanvaraisuudella, jonka mukaan tarkastusvaliokunta voidaan perustaa tai jättää perustamatta yhtiön liiketoiminnan koon, hallituksen koon tai esimerkiksi

liiketoiminnan kehitysvaiheen perusteella. Tarkastusvaliokunnan absoluuttisen jäsenmäärän sijaan suositus korostaa riittävän asiantuntemuksen ja pätevyyden varmistamista. (Hallinnointikoodi 2015.)

## 4 TULOKSENJÄRJESTELY

### 4.1 Kirjanpidollinen tuloksenjärjestely

Yrityksen tuotot muodostuvat kassavirrasta ja kirjanpidollisista eristä. Kassavirta kuvastaa yritykseen maksettuja ja yrityksen maksamia rahaeriä, eli lähinnä myyntiä ja myynnin aikaansaamisesta aiheutuneita kuluja. Kirjanpidollisia eriä kutsutaan tuottojen ei-rahamääräisiksi komponenteiksi (Silhan & Cahan 2014). Kirjanpidolliset erät kuvastavat vain kirjanpidossa käsiteltäviä tuottoja ja menoja, joilla ei ole vaikutusta yrityksen aitoon kassavirtaan. Raportoitu tulos on yhdistelmä tuottojen rahamääräisistä ja kirjanpidollisista eristä. Tiivistäen: raportoitu tulos vastaa yrityksen kassavirtaa korjattuna kirjanpidollisilla erillä. Kassavirtaan vaikuttavat puolestaan yrityksen liiketoiminnan, investointien ja rahoituksen osat, joiden nettomuutokset kokonaisuutena muodostavat yrityksen vapaan kassavirran (Inaam & Khamoussi 2016).

Tuloksenjärjestely voidaan jakaa kassavirran ja ei-kassaperusteisten erien avulla kirjanpidolliseen tulossuunnitteluun (AM, accrual management) ja liiketoiminnalliseen tulossuunnitteluun (RM, real activities manipulation) (Dechow & Skinner 2000). Kassavaikutteisia (RM) tuloksen järjestelykeinoja ovat muun muassa tavoitteellinen myyntikirjausten viivyttäminen tai ostojen ajoittaminen. Tässä tutkielmassa keskitytään vain ei-kassaperusteiseen tuloksenjärjestelyyn (AM) niiden tunnistamisen vaikeuden vuoksi (Abdullah ym. 2004). Vaikeudella tarkoitetaan lähinnä kirjanpidollisten erien tunnistamisen ja niiden arvostamisen haasteellisuutta. Tunnistamisen haasteellisuuden vuoksi ei-kassaperusteisen tuloksenjärjestelyn käyttö on houkuttelevampaa suhteessa helpommin tunnistettavaan kassavaikutteiseen tuloksenjärjestelyyn (Abdullah ym. 2004). Ei-kassaperusteinen tuloksenjärjestely kuvastaa tilinpäätösnormien, kuten IFRS:s tai GAAP:n, puitteissa tehtävää tulojen ja menojen jaksottamista ilman kassavaikutusta (Dechow & Skinner 2000). Financial Reporting Standards Board (FASB) muotoilee siirtyvien erien käytön seuraavasti: kirjanpidollisilla jaksotuksilla pyritään merkitsemään yrityksen kassavaikutteiset liiketapahtumat tapahtumahetken eikä rahan liikkeen mukaan (FASB 1985). Jaksotuksilla ei muuteta liiketapahtumien ajankohtaa, vaan kohdistetaan ne kirjanpidossa oikeille ajanjaksoille. Kirjanpidollisten erien tarkoituksena on siis

korjata tulosraportoinnin informaatiota vastaamaan yrityksen liiketoiminnan todellista tilaa. Tätä kirjaustapaa voidaan kutsua yleisesti kirjanpitolain tunnistamaksi suoriteperusteiseksi kirjanpitotavaksi, jota seuraavat lainaukset kuvastavat:

Kirjanpitovelvollisen on merkittävä kirjanpitoonsa liiketapahtumina menot, tulot, rahoitustapahtumat sekä niiden oikaisu- ja siirtoerät (Kirjanpitolaki, 2 luku, 1 §).

Tilikauden tulot kirjataan tuotoiksi tuloslaskelmaan. Tuotoista vähennetään kuluina ne menot, joista ei todennäköisesti enää kerry niitä vastaavaa tuloa, samoin kuin menetykset. Muut menot saadaan aktivoida sen mukaan kuin jäljempänä tässä luvussa säädetään. (Kirjanpitolaki, 5 luku, 1 §.)

Suoriteperusteinen kirjanpito parantaa maksuperusteiseen kirjanpitoon nähden tilinpäätösten laatua ja informaatioarvoa. Suoriteperusteinen kirjanpitolata tasoittaa myös tulosvaihteluita ja parantaa tuloksen kestävyyttä pitkällä aikavälillä. (Dechow & Skinner 2000.) Jaksottamiseen liittyy poikkeavuutta tulosjulkistusten yhteydessä. Kurssireaktioihin liittyvä jaksotusanomalia selittää harkinnanvaraisten erien käytön ja tuloksen pysyvyyden välistä riippuvuutta (Sloan 1996: 314.) Sloanin mukaan suuri kokonaisjaksotusten osuus tuotoista heikentää tuloksen pysyvyyttä ja näin ollen laskee tulosraportoinnin laatua. Tällöin raportoitu tulos ja kassavirta eroavat toisistaan enemmän kuin tilanteessa, jossa tulo- ja menojaksotuksia on vähän.

Tuloksenjärjestelyn informaatioarvon arvioimisessa on tärkeää määrittää raportoinnin laatua parantava jaksotusten osa. Tällöin voidaan tunnistaa tuloksen manipulointiksi kirjatut ja tilinpäätöksen laatua heikentävät erät. (Dechow & Skinner 2000.) Jaksotusten tulosheilahteluja tasoittava vaikutus on sijoittajien ja sidosryhmien kannalta hyödyllistä tunnistaa hahmottamaan liiketoiminnan tilaa ja korjaamaan muun muassa satunnaisten erien vaikutusta. Toisaalta IFRS:n ja GAAP:n puitteissa tulosta pimittävä tai naamioiva raportointi on tulosmanipuloinniksi luokiteltavaa. Aitoa tulosta naamioiva tuloksenjärjestely johtaa sijoittajaa harhaan. (Dechow & Skinner 2000, Sloan 1996.) Kirjanpidollisten erien kirjauksille on tarjolla joukko laillisia menetelmiä kuten menojen ja tulojen jaksottaminen, poistomenetelmien vaihtaminen tai arvonalennusten tekeminen. Nämä kaikki

työkalut ovat laillisia, kun ne lain ja sovellettavan tilinpäätösnormin puitteissa ovat perusteltuja ja parantavat tilinpäätöksen laatua.

#### **4.2 Harkinnanvaraisten erien ja tuloksenjärjestelyn tunnistaminen**

Jaksotuksiin keskittyvä tutkimus perustuu malleihin, joiden avulla pyritään tunnistamaan yleensä joko kokonaisjaksotukset tai edelleen kokonaisjaksotusten harkinnanvarainen osa (Dechow & Sloan 1995: 194). Koska yrityksillä on liiketoiminnan muutoksista johtuen vaihteluita kassavirroissaan, tilinpäätösstandardit ohjaavat yrityksiä jaksottamaan tulonsa ja menonsa niitä vastaaville ajanjaksoille. Tällaisia kassavirtoja korjaavia jaksotuksia ovat esimerkiksi työnantajamaksujen jäämien muutokset, varaston muutokset ja myyntisaamiset. Näitä liiketoiminnan arkisia jaksotuksia kirjanpidossa kutsutaan ei-harkinnanvaraisiksi eriksi (nondiscretionary accruals). (Healy 1985.)

Jaksotukset voidaan laskea raportoidun tuloksen ja kassavirran erotuksena (Healy 1985). Jos raportoitu tulos ja kassavirta ovat yhtä suuret, ei yritys ole muodostanut siirtyviä eriä. Jaksotuksia, joiden soveltaminen edellyttää johdolta standardien lisäksi omaa harkintavaltaa, kutsutaan harkinnanvaraisiksi eriksi. Harkinnanvaraiset erät ovat kirjanpidollisia kirjauksia. Käytännössä harkinnanvaraiset kirjaukset ovat Suomessa esimerkiksi kirjanpitolain, kirjanpitoasetuksen tai IFRS-standardien pohjalta vapaaehtoisia tai niiden koon ja ajoituksen määrittäminen perustuu johdon harkintaan. Konkreettisia harkinnanvaraisia eriä voivat olla muun muassa erilaiset vapaaehtoiset varaukset, johdon bonuskertymät tai taseen vastaavien arvonalennukset.

Tuloksen keinotekoisessa säätelyssä johto peilaa tuloskauden kassavirtoja sekä ei-harkinnanvaraisia eriä tulostavoitteisiinsa, ja mahdollisuuksien rajoissa säätelee raportoitua tulosta harkinnanvaraisilla erillä (Healy 1985). Vaikka harkinnanvaraiset erät ovat sinänsä tilinpäätöksen laillisia työkaluja, sisältyy tavoitteelliseen tuloksenjärjestelyyn riskejä. Tuloksen manipuloiminen heikentää tilinpäätöksen tai osavuosikatsauksen luotettavuutta ja vääristää liiketoiminnan todellista tilaa (Dechow & Skinner 2000).



Harkinnanvaraisten erien tunnistamiseen on kehitetty tilinpäätösperusteisia malleja, joista tunnetuimpia ovat Healyn malli (1985), De Angelon malli (1986), Jonesin malli (1991) ja muunneltu Jonesin malli (1994). Healyn mallissa tuloksenjärjestelyä oletetaan tapahtuvan jokaisella tarkasteluperiodilla ja mallissa yksinkertaisuudessaan mitataan kokonaisjaksotusten osuutta kokonaisvaroista ajanjaksolla  $t$ . Mallia on kritisoitu puutteelliseksi, sillä Healy olettaa kaikki jaksotukset harkinnanvaraisiksi eikä tunnista ei-harkinnanvaraisia eriä. Tästä johtuen mallin luotettavuus kärsii käyttöpääoman muutosten aiheuttamista jaksotusmuutoksista, jotka muutoin luokiteltaisiin ei-harkinnanvaraisiksi eriksi. Healy Model on seuraava:

$$EDA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{it-1}},$$

jossa  $EDA_{it}$  tarkoittaa harkinnanvaraisia eriä,  $TA$  kokonaisjaksotuksia ja  $A$  kokonaispääomaa.

De Angelon malli olettaa ei-harkinnanvaraisten noudattavan satunnaiskulkua (random walk), jolloin edellisen vuoden jaksotuksista ei voida johtaa arviota tulevien vuosien jaksotuksista. Vakaassa tilassa olevan yrityksen ei-harkinnanvaraiset erät vuonna  $t$  oletetaan edelliseen vuoteen  $t-1$  verraten yhtä suuriksi. Täten vuoden  $t-1$  jaksotusten poikkeama vuoteen  $t$  nähden luokitellaan harkinnanvaraiseksi. Koska yritysten ei-harkinnanvaraiset erät ovat tosiasiassa korrelaatiosuhteessa sen liiketoiminnan aktiivisuuteen, De Angelon mallin satunnaiskulkua ei voida täysin soveltaa harkinnanvaraisten jaksotusten mittaamiseen. Tästä johtuen Friedlan (1994) jalosti de Angelo -mallia niin, että ei-harkinnanvaraisten erien arviot sisältävät liiketoiminta-aktiivisuuden aiheuttamat muutokset. De Angelon malli on seuraava:

$$EDA_{it} = (TA_{it} - TA_{it-1})/A_{it-1},$$

jossa  $EDA_{it}$  tarkoittaa harkinnanvaraisia eriä,  $TA$  kokonaisjaksotuksia ja  $A$  kokonaispääomaa.

Jonesin malli perustuu regressiopohjaiseen ei-harkinnanvaraisten erien ennustamiseen, jossa pysyviin ja vaihtuviin vastaaviin kohdistuvat ei-harkinnanvaraiset jaksotuserät huomioidaan. Mallissa estimoidaan kaksiportaisesti ensin kokonaisjaksotusten

regressioyhtälö, josta saadaan yhtälön ei-harkinnanvarainen komponentti. Tämän jälkeen voidaan laskea harkinnanvaraisten erien osuus kokonaisjaksotuksien regressiosta saaduilla korrelaatioarvoilla korjattuna poistoilla sekä käyttöpääomajaksotuksilla. Jonesin alkuperäinen malli on aikasarjapohjainen, jossa yrityksen tilinpäätöstietoja estimoidaan mahdollisimman pitkälle aikasarjana. Jonesin malli on seuraavanlainen:

$$\frac{TA_{it}}{A_{ip-1}} = \alpha_i(A_{ip-1}) + \beta_{1i} \left( \frac{\Delta REV_{ip}}{A_{ip-1}} \right) + \beta_{2i} \left( \frac{PPE_{ip}}{A_{ip-1}} \right) + \varepsilon_{ip},$$

jossa  $TA$  tarkoittaa kokonaisjaksotuksia,  $\Delta REV$  tuottojen muutosta,  $PPE$  pysyvien vastaavien arvoa,  $A$  kokonaispääomaa ja  $p$  tarkasteluvuotta  $t$  edeltävää vuotta.

Harkinnanvaraiset erät lasketaan seuraavalla kaavalla hyödyntäen aiemmin estimoidun yhtälön  $\beta$ -estimaatteja:

$$EDA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} - \left[ \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left( \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) \right]$$

Jonesin malli (1991) on yksi käytetyimmistä tilinpäätösraportoinnin laatua mittaavista malleista. Jones-mallin on väitetty sisältävän myös epätarkkuutta. Muun muassa Pae (2005) korostaa, että Jonesin malli ei tunnista kassavirtojen ja jaksotusten assosiaatiota riittävän hyvin. Jonesin mallissa (1991) ei-harkinnanvaraiset jaksotukset oletetaan määräytyvän suhteessa liikevaihdon muutokseen ja sen muutos oletetaan olevan riippumaton muuttuja, toisin sanoen se ei korreloi muiden muuttujien kanssa. Tällöin myynnin operatiivisen tuloksenjärjestelyn osa (REM) vääristää jaksotusten harkinnanvaraista osaa näyttämällä tuloksenjärjestelyn todellista pienempänä. Lisäksi Jonesin mallin kritisoidaan kärsivän selviytymisharhasta (survivorship bias) eli taipumuksesta otannan vinoutumiseen. Jonesin mallissa tutkittavalla yrityksellä täytyy olla pitkä tilinpäätöshistoria ja aukottomat tiedot pysyvien ja vaihtuvien vastaavien raportoiduista eristä ja niiden muutoksista. Tästä syystä malli suosii etenkin suuria yrityksiä ja sitä kautta saattaa näyttää harkinnanvaraisten erien käyttöä tosiasiallista

heikommin (Brian Lee ja Vetter 2015). Jonesin malli on kuitenkin yksi käytetyimmistä ja tutkituimmista regressiopohjaisista ennustumalleista.

DeFond ja Jiambalvo (1994) myöhemmin johtivat Jonesin mallista poikkileikkausmallin (Modified Jones Model), jossa mallia sovelletaan aika-toimiala-perusteisesti tietylle ajanhetkelle eikä pitemmälle ajanjaksolle. Tämän lisäksi muunnellussa Jonesin mallissa sisällytetään operatiivisten saamisten ja velkojen jaksotukset harkinnanvaraisiin eriin.

Poikkileikkaustutkimuksena tuloksenjärjestelyä mallintavaa muunneltua Jonesin mallia on sovellettu useissa aiheen tutkimuksissa. Malli erottelee tehokkaasti ei-harkinnanvaraisten ja harkinnanvaraisten erien osat ja tunnistaa tase-erittäin niiden vaikutukset. (Dechow & Sloan 1995, Young 1999.) Poikkileikkaustutkimuksena tuloksenjärjestelyä mallintavaa muunneltua Jonesin mallia on sovellettu useissa aiheen tutkimuksissa. Malli erottelee tehokkaasti ei-harkinnanvaraisten ja harkinnanvaraisten erien osat ja tunnistaa tase-erittäin niiden vaikutukset. (Dechow & Sloan 1995, Young 1999) Muunnellussa Jonesin mallissa harkinnanvaraisten erien estimaatit lasketaan yritys- ja toimialakohtaisesti. McNicholsonin ja Stubbenin (2018: 239) mukaan toimialaryhmien keskiarvot kuitenkin vaikuttavat yksittäisten yritysten saamiin harkinnanvaraisten erien estimaatteihin. Tässä tutkielmassa ei pyritä erottelemaan toimialoittain tapahtuvaa tuloksenjärjestelyä vaan yrityskohtaisesti koko aineistossa esiintyvää tuloksenjärjestelyä. Siksi muunneltu Jonesin malli ei sellaisenaan ole luontevin malli tässä tutkimuksessa.

### **4.3 Kulttuurisidonnaiset tekijät tuloksenjärjestelyssä**

Harkinnanvaraisten jaksotusten määrää ja käytön aktiivisuutta mittaavissa malleissa tulee huomioida maiden väliset kulttuurilliset ja lainsäädännölliset erot. Jaksotusten käyttöä selittävillä kulttuuritekijöillä, vallitsevalla lainsäädännöllä, rahoitusmarkkinoilla ja esimerkiksi koulutuksella on vaikutus kirjanpito- ja tilinpäätösjärjestelmien toimivuuteen (Grey 1988:14, Leuz, Nanda ja Wysocki 2003). Hofstede (1983) luokittelee eri työympäristöjä kuvaileviksi kulttuuritekijöiksi individualismin, valtaetäisyyden, riskin karttamisen, maskuliinisuuden ja

pitkäjänteisyyden. Tilinpäätöstyön ominaispiirteitä sen sijaan ovat ammattimaisuus, yhdenmukaisuus, konservatiivisuus ja salassapito (S. J. Gray 1988).

Uudemmassa artikkelissaan Gray, Kang, Zhiwei ja Qinlianq (2015) hahmottavat kulttuurin selittävää voimaa tuloksenjärjestelyssä vertailemalla kulttuuritekijöitä Jonesin mallilla estimoitaviin harkinnanvaraisiin jaksotuksiin. Grayn malliin (1988) perustuva tilastollinen analyysi osoittaa, että individualististen maiden talouspäälliköt ja muut kirjapitoon osallistuvat johtajat ovat aggressiivisempia harkinnanvaraisten erien käytön suhteen kuin riskiä karttavissa konservatiivisemmissä maissa. Konservatiivisuudella viitataan kirjanpidollisten käytäntöjen ja säännösten tarkkaan noudattamiseen. Grayn ym. tutkimuksessa yksilökeskeisyyden ja tuloksenjärjestelyn positiivinen korrelaatio on vahvimmin osoitettavissa verrattuna muihin kulttuurillisiin tekijöihin. Individualismi on kytköksissä päätöksenteon joustavuuteen, riskin suosimiseen ja optimismiin. Näitä ominaisuuksia laimentava tai kiihdyttävä tekijä on julkisten instituutioiden, lähinnä oikeus- ja tilinpäätösjärjestelmien, läpinäkyvyys. (Gray ym. 2015.)

He, Ng, Zaiats ja Zhang (2017) tutkivat kulttuuritekijöiden vaikutusta tilinpäätösraportointiin tunnetun Jonesin mallin avulla. Tutkimuksen valtiolliset erot on jaoteltu Hofsteden (1983) määrittämiin kulttuuritekijöihin: riskin karttamiseen, individualismiin ja valtaetäisyyteen. Ensimmäinen ryhmä muodostuu länsimaisten kulttuurien kehittyneistä valtioista. Toisessa ryhmässä on Kaukoidän kulttuureihin kuuluvia Aasian valtiota ja lisäksi arabi- ja afrikkalaiskulttuurien kehittyviä valtioita. Kolmannessa ja viimeisessä joukossa on kehittyneitä latinalaisamerikkalaisia valtioita. Ensimmäisessä ryhmässä on korkein individualismin taso ja pienin valtaetäisyys. Toisessa ryhmässä on sen sijaan suurin valtaetäisyys ja matalin riskin karttamisen taso. Kolmannen ryhmän yksilökeskeisyys ja valtaetäisyys saavat vertailussa ryhmäjoukon mediaaniarvot. Jonesin mallin soveltamisella onnistutaan esittämään tilastollisesti merkitsevä yhteys kaikkien kolmen maakohtaisen ryhmän kulttuurisidonnaisuuksien ja harkinnanvaraisen tuloksenjärjestelyn välille. Taulukossa kolme näkyy kolmen ryhmän harkinnanvaraisten erien estimointien tulokset. Luvuista nähdään, että ryhmässä kaksi, joka koostuu Aasian valtioista sekä muista vähemmän kehittyneistä maista, esiintyy eniten harkinnanvaraisia eriä. Sen sijaan ryhmässä yksi, eli kehittyneissä Anglo-, Nordic- ja Germanic-kulttuureissa

tavataan vähiten harkinnanvaraisten erien käyttöä. Kehittyneissä latinalaisamerikkalaisissa valtioissa esiintyy ryhmään yksi verrattuna lähes tuplasti enemmän harkinnanvaraisia eriä. Maakohtaisissa estimoinneissa Jonesin malli saa Suomen osalta arvon 0,052 (He ym. 2017).

**Taulukko 3: Valtioryhmittelyn tulokset Jonesin mallista (He ym. 2017)**

	Ryhmä 1	Ryhmä 2	Ryhmä 3
DA	0,054	0,135	0,097

DA = Jonesin mallilla estimoitu harkinnanvaraisten erien suure

Hen ym. (2017) tulokset ovat yhdenmukaisia Grayn (1988, 2015) julkaisemien artikkelien kanssa kulttuuritekijöiden ja harkinnanvaraisten erien vaikutuksista tuloksenjärjestelyyn. Hen ym. ryhmäjaottelussa eniten harkinnanvaraisia jaksotuksia esiintyi Kaukoidän kulttuureissa, joissa riskin karttaminen on vähäistä ja valtaetäisyys sosioekonomisten luokkien välillä suurta. Tällöin johtajilla ja tilinpäätöksen muodostajilla on enemmän liikkumavaraa ja valtaa harkinnanvaraisille jaksotuspäätöksille. Suomi lukeutuu Hen ym. ja Grayn soveltaman Hofsteden luokittelun mukaan Nordic kulttuuriin, jossa yksilökeskeisyyttä korostetaan ja valtaetäisyys on pieni. Lisäksi Nordic-kulttuurissa tilinpäätösraportoinnin ammattimaisuus on korkea ja optimismi suuri. Julkisten instituutioiden ajama tiedon läpinäkyvyys on tuloksissa keskeinen tekijä. Tästä päätellen Hen ym. tulokset tukevat ajatusta, että Suomessa tuloksenjärjestelyn aggressiivisuus ja kokonaiskäyttö olisi maltillista.

#### **4.4 Lainsäädännön vaikutus tuloksenjärjestelyyn**

Lainsäädännöllä on vaikutus yritysten tilinpäätöskäyttämiseen ja raportoinnin laatuun. Oikeusjärjestelmien kahtiajako toteutuu Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa yleisesti sovelletun anglo-saksisen oikeuden (common law) ja Manner-Euroopassa kehittyneen roomanis-germaanisen oikeuden välillä (code law) (Ball Kothari ja

Robin 2000). Common law –järjestelmä on code law –oikeuteen nähden markkinalähtöisempi ja suoraviivaisempi. Common law –oikeudessa päätöksenteko pohjaa aiemmin annettuihin oikeusistuimen päätöksiin, kun code law-järjestelmässä sovelletaan laaja-alaisesti säädettyä lakipohjaa. Code-law –oikeudessa valtioinstituutiot, kuten veroviranomainen ja oikeuslaitos, ohjaavat yritysten talousprosesseja common law –oikeutta enemmän. (Ball ym. 2000, Nikkinen & Sahlström 2004.)

Rahoitusmarkkinoiden toiminta eri valtioissa jakautuu vastaavaan tapaan oikeusjärjestelmien perusteella. Oikeusjärjestelmän mukainen jako ei ole homogeeninen, mutta soveltuu hyvin tilinpäätös- ja kirjanpitosäännösten maakohtaiseen arviointiin (Ball, Kothari ja Robin 2000: 3, 4). Markkinalähtöisillä ja yksityisiin pääomasijoituksiin perustuvilla rahoitusmarkkinoilla on useimmiten common law-oikeus, jonka periaatteisiin kuuluu korkea sijoittajansuoja (Nikkinen & Sahlström 2004: 40). Tällaisessa rahoitusympäristössä tilinpäätöstieto on useimmiten laadukkaampaa ja ajantasaisempaa (Ball ym. 2000: 47). Pankkiorientoituneessa rahoitusjärjestelmässä, kuten Saksassa, Ranskassa ja Pohjoismaissa, yrityksen tilinpäätökset on muodostettu veroviranomaisen ja rahoituslaitosten eikä niinkään luonnollisten henkilöiden tarpeita huomioiden. Code law -oikeus suosii suurosakkeenomistajia ja velkojia, kun taas common-law –oikeudessa pienomistajan suoja on parempi (Nikkinen & Sahlström 2004: 40, 43). Ball ym. nostavat keskeisimmäksi oikeusjärjestelmien eroksi tilinpäätösraportoinnin ajantasaisuuden. Common law –järjestelmässä raportointiperusteet syntyvät tärkeiksi koetuista raportointivaateista, jotka yritysten tulee täyttää riittävän sijoittajansuojan ja informatiivisuuden takaamiseksi. Common law -järjestelmissä tilinpäätösraportointi on tämän vuoksi keskimäärin laadukkaampaa ja ajantasaisempaa kuin code law -järjestelmissä. Yhdysvaltojen ja Iso-Britannian tilinpäätösraportoinnin laadukkuutta ja ajantasaisuutta tukevat muun muassa Basu (1997), Leuzin (2003) sekä Nandan ja Wysockin (2003) löydökset. Basu esittää kirjanpidonkonservatismiin johtavan tappioiden herkempään raportointiin suhteessa voittoihin, jolloin huonot uutiset esitetään hyviä nopeammin. Leuz ym. ennustavat tuloksenjärjestelyä esiintyvän vähemmän maissa, joissa on tehokkaat rahoitusmarkkinat, jakautunut omistuspohja, laaja sijoittajansuoja ja riittävä sääntely. Leuz ym. esittävät common law -järjestelmissä esiintyvän code law –maita vähemmän harkinnanvaraisia

järjestelyeriä. Tämä heijastuu jaksotusten laatuun: vaikka Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa kokonaisjaksotusten määrä on korkeampi kuin code law -valtioissa, harkinnanvaraista tuloksenjärjestelyä esiintyy vähemmän (Leuz ym. 2003: 514 taulukko 2). Manner-Euroopassa ja Japanissa jaksotusten määrä on matalampi, mutta tuloksenjärjestelyä esiintyy enemmän. Tätä selittää code law -maiden tilinpäätösten pääasiallinen kohderyhmä eli institutionaaliset velkojat ja veroviranomainen. Näille sidosryhmille tärkeintä on käsitys yrityksen kassavirtojen tilasta eli veronkanto- ja velanmaksukyvyistä. Raportoidun tuloksen informatiivisella laadulla ei ole code law -järjestelmissä vastaavaa painoarvoa kuin common law-oikeutta soveltavilla markkinoilla. (Ball & Shivakumar 2006, Francis ym. 2016, Leuz ym. 2003, Nikkinen & Sahlström 2004.)

Taulukossa neljä nähdään tuloksenjärjestelyn ilmentymistä eri oikeusjärjestelmissä ja eri valtioissa. Taulukon valtioista Iso-Britannia, Yhdysvallat sekä Malesia ovat common law -valtioita ja muut puolestaan code law -valtioita. Leuzin ym. määrittämässä arvoissa tuloksenjärjestely kuvaa eri tuloksenjärjestelymittareiden yhteisvaikutusta. Tuloksenjärjestelyä on mitattu tulosta pienentävän tuloksenjärjestelyn avulla. (Leuz ym. 2003: 513) Taulukoidut arvot eivät ole absoluuttisia, vaan valtiokohtaisia eroja korostavia indeksoituja vertailuarvoja. Tulosten mukaan perinteisissä germaanis-romaanisissa oikeusjärjestelmissä, kuten Saksassa, Japanissa ja Ranskassa, esiintyy eniten tuloksenjärjestelyä. Näissä valtioissa muun muassa sijoittajien oikeuksia ja raportoinnin tasoa kuvaavat arvot ovat common law -valtioita matalammalla tasolla.

Ballin, Kotharin ja Robinin (2000) mainitsema oikeusjärjestelmien päällekkäisyys vaikuttaa aiheuttavan heterogeenisyyttä ryhmien välillä. Taulukossa ainoastaan Saksa korostuu tyypillisenä code law -valtiona, jossa sijoittajien oikeudet ovat matalat, sääntelyn taso on korkea, rahoitusmarkkinat perustuvat pankkilaitosten luotonantoon, omistus on keskittynyttä ja raportoinnin taso on verraten matalaa. Oikeusjärjestelmien erot on havaittavissa taulukossa, mutta sekä code law – että myös common law –valtioissa esiintyy niiden tyypilliseen luokitteluun nähden risteäviä tuloksia. Esimerkiksi Skandinavian valtioissa raportoinnin taso on korkeampi kuin Yhdysvalloissa ja puolestaan Japanissa sijoittajien oikeudet ovat hyvällä tasolla, vaikka raportoinnin taso on matala. Suomi nousee Malesian kanssa

mielenkiintoisena havaintona taulukosta. Suomessa esiintyy tutkimuksen mukaan noin kaksi kertaa enemmän tuloksenjärjestelyä kuin Ruotsissa ja Norjassa. Muiden tekijöiden osalta Skandinavian valtiot vastaavat toisiaan. Eroavaisuuteen vaikuttaa mahdollisesti aiemmin käsitellyt Kallungin ja Martikaisen (1999) havainnot voimakkaasta vero-optimointiin tähtäävästä tuloksenjärjestelystä Suomessa. Ensimmäisessä luvussa esitelty verosuunnittelun kulttuuri ja FAS:n erityispiirteet kirjanpidollisten erien kirjauksissa ilmenevät mahdollisesti suurempana tuloksenjärjestelynä suhteessa muihin Pohjoismaihin. Kasanen ym. (1996) mukaan raportoinnin vahva sidos verotukseen ja velkamarkkinoihin motivoivat suomalaisia yrityksiä tuloksenjärjestelyyn: tuloksen etumerkistä riippuen joko verotusarvon pienentämiseksi tai tappion välttämiseksi (Kasanen ym.: 304). Vertailututkimuksena käytettävässä Abdullahin ym. analyysissä (2004) hyödynnetään malesialaista aineistoa. Malesia luokitellaan common law –valtioksi. Tulosten mukaan Malesiassa esiintyy runsaasti tuloksenjärjestelyä, vaikka sekä sijoittajien oikeudet että yksityisten pääomamarkkinoiden asema ovat korkealla. Korkeaa tuloksenjärjestelyä selittää mahdollisesti keskittynyt omistus sekä Abdullahin ym. mukaisesti vahvan perheomistajuuden kulttuuri pörssiyrityksissä (Abdullah ym.: 23).

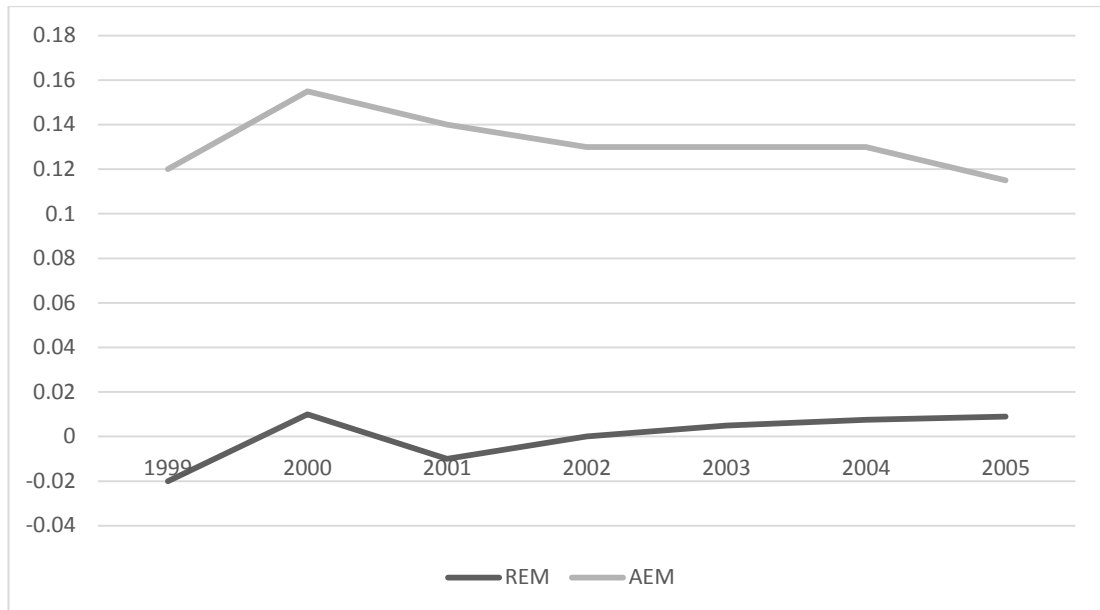
**Taulukko 4: Tuloksenjärjestely eri oikeusjärjestelmissä (mukailen Leuz ym. 2003)**

	Tuloksen- järjestely	Sijoittajien oikeudet	Säätelyn taso	Yksityisten pääomamarkkinoiden asema	Omistuksen keskittyminen	Raportoinnin taso
Suomi	12	3	10	13,7	0,34	77
Saksa	21,5	1	9,1	5	0,5	62
Ranska	13,5	3	8,7	9,3	0,24	69
Japani	20,5	4	9,2	16,8	0,13	65
Iso- Britannia	7	5	9,2	25	0,15	78
USA	2	5	9,5	23,3	0,12	71
Malesia	14,8	4	7,7	25,3	0,52	76
Ruotsi	6,8	3	10	16,7	0,28	83
Norja	5,8	4	10	20,3	0,31	74



Raportoinnin laatua voidaan arvioida kertyneiden tilinpäätössiirtojen, eli jaksotusten, määrän avulla. (Amir, Kama ja Levi 2011.) Kokonaisjaksotusten määrää voidaan hyödyntää arvioitaessa raportoitujen tuottojen kestävyyttä ja informatiivisuutta. Tuottojen ominaisuudet kuvastavat puolestaan tuloksen laatua. Vallitseva käsitys on, että code law -järjestelmissä kokonaisjaksotusten taso on matalampi kuin pääomasijoittajien etua ajavissa common law -järjestelmissä. Käsitystä tukevat muun muassa Leuz ym. (2003), Nikkinen & Sahlström (2004) ja Oz ja Yelkenci (2018). Code law –valtioissa johto voi käyttää enemmän harkintavaltaa tulosraportoinnissa kuin common law -maissa (Oz & Yelkenci 2018). Ozia ja Yelkencia mukailevat muun muassa Ballin, Kotharin ja Robinin löydökset, joiden mukaan code law –maissa institutionaaliset sidosryhmät ovat vähemmän kiinnostuneita raportoidun tuloksen ajantasaisuudesta. Jaksotusten perimmäinen tarkoitus on parantaa raportoinnin ajantasaisuutta. Common law -maissa osakkeenomistajille suunnatun tulosraportoinnin rooli on tärkeä ja tilinpäätöksiltä vaaditaan ajallista tarkkuutta ja oikeellisuutta. Tällöin suoriteperusteiselle jaksotusten käytölle on vahva kysyntä.

Suoriteperusteista kirjanpitomenettelyä tukeva lainsäädäntö pyrkii varmistamaan, että jaksotuseriä kirjataan tilinpäätöstiedon parantamiseksi eikä johdon henkilökohtaisten pyrkimysten saavuttamiseksi. Esimerkiksi ennen Sarbanes Oxley –lain ja muun sääntelyn lisääntymistä 2000-luvun alussa on selvää, että johdon tulossuunnittelu oli helpompaa kuin nykypäivänä. Cohenin, Deyn ja Lysin (2008) tutkimuksessa operatiivisen tulosjärjestelyn havaittiin lisääntyneen Sarbanes Oxley –lain tultua voimaan 2002. Kuvio yksi ilmentää operatiivis- ja jaksotusperusteisen tuloksenjärjestelyn kehitystä ennen ja jälkeen Sarbanes Oxley –lain voimaantulon Yhdysvalloissa vuosina 1999-2005. Kuvaajasta nähdään, että sekä REM:n (standardoitujen odottamattomien liiketoiminnan kassavirtojen, tuotannon kulujen ja mainonnan) että AEM:n (Modified Jones –mallilla lasketut harkinnanvaraiset jaksotukset) kasvuvauhdit kirjanpitoskandaalien aikana 1999-2001 ovat vastaavat, mutta Sarbanes Oxley –lain voimaantullessa operatiivinen tuloksenjärjestely on lähtenyt hienoiseen nousuun. Harkinnanvaraiset tilierät ovat sen sijaan laskeneet tarkasteluvälillä 2000-2005.



**Kuvio 1: Jaksotus- ja operatiivisperusteinen tuloksenjärjestely (Cohen ym. 2008)**

#### 4.5 Tuloksenjärjestelyn vaikutus raportoinnin laatuun

Hallinnon riippumattomuudella ja esiintyvällä tuloksenjärjestelyllä on vaikutus sidosryhmien ja hallinnon väliseen luottamukseen. Raportoinnin laatu (earnings quality) kuvastaa hallinnon kykyä raportoida yrityksen taloudellisesta asemasta ja suorituskyvystä. Raportoinnin laatu vastaa sidosryhmien käsitystä raportoidun tiedon tasosta. (Dichev, Graham, Harvey ja Rajgopal 2013.)

Dichev ym. (2013) käsittelevät tutkimuksessaan havainnollistavasti tilinpäätös- ja kirjanpitoikäntöjen kehitystä ja niiden vaikutuksia tulosraportoinnin laatuun. He haastattelevat tutkimuksessaan talousjohtajia raportoinnin laatuun vaikuttavista eri tekijöistä ja niiden merkityksestä haastateltavien henkilöiden työnantajayrityksissä. Tulosraportoinnin laatua voidaan arvioida useista näkökulmista. Laadun eri osia voidaan arvioida seuraavilla tekijöillä (mukaillen Dichev ym. 2013: 11):

- a) Raportoidut tuotot ovat kestäviä ja ennustettavia.
- b) Raportoitujen tuottojen vuosivaihtelu on tasaista.
- c) Tilinpäätöksessä esiintyy vain vähän kertaluontoisia eriä ja erät on kirjattu hyvän kirjanpitoivan mukaisesti.

- d) Raportoidut tuotot perustuvat yrityksen kassavirtoihin.
- e) Kokonaisjaksotusten vuosivaihtelu on pientä ja ne kytkeytyvät suoriteperusteisiin tulo- ja menokirjauksiin.

Kirjanpidollista tuloksenjärjestelyä voidaan harjoittaa kaikkien yllä mainittujen tekijöiden ehdoilla: joko raportoinnin laatua parantavasti tai sitä heikentävästi. Raportoinnin tekijät ovat myös riippuvaisia toisistaan: esimerkiksi kertaluontoisten erien kirjaaminen lisää tuottojen vuosivaihtelua ja heikentää niiden ennustettavuutta (Dichev ym. 2013: 11). Jaksotusten kirjaukset tarkoittavat käytännössä erilaisten oletusten ja estimaattien määrittämistä sallittujen kirjanpitokäytäntöjen rajoissa (Dechow & Dichev 2002). Jos jaksotuskirjausten oletukset tai arvostaminen on tehty virheellisin perustein, tulee johdon korjata jaksotusten muutokset oikeellisiksi. Käytännössä esimerkiksi myyntisaamisten kuranntiuden tai takuuvarauksen todennäköisyyden arviointi voivat aiheuttaa virhettä tilinpäätökseen. Tällöin jaksotusten heikkolaatuiset kirjaukset, riippumatta niiden tarkoituksenmukaisuudesta tai luonnollisesta virheestä, aiheuttavat raportoinnin laadun heikkenemistä. Heikkolaatuiset jaksotukset ja estimaatit puolestaan aiheuttavat kassavirtojen ja raportoitujen tuottojen välillä tunnistamatonta virhettä (noise). (Dechow & Dichev 2002.) Tunnistamaton virhe yrityksen tuotoissa, jota ei voida kohdistaa liiketoiminnan menoihin ja tuloihin, voidaan motiiveista riippuen lukea tuloksenjärjestelyksi. Dechow ja Dichev eivät arvioi jaksotusten ”tarkoituksenmukaista” osaa, vaan tutkivat jaksotuseriä tilinpäätösraportoinnin laadun yleisellä tasolla.

Arvioiden mukaan noin 20 % yrityksistä hyödyntää tuloksenjärjestelykeinoja esittääkseen todellisesta liiketoiminnan tuloksesta eriävän nettotuloksen. Arviolta 10 % näistä yrityksistä järjesteleä tulosta myös osakekohtaisella tasolla. (Dichev ym. 2013: 30.) Dichevin ym. tutkimuksessa havaittiin kassavirran ja raportoidun tuloksen erotuksen kasvaneen, mikä tarkoittaa kokonaisjaksotusten määrän kasvua. Yhdysvaltalaisia talousjohtajia haastateltaessa havaittiin, että raportoidun tuloksen ajantasaisuus ja kestävyys on lisäksi heikentynyt, mikä tarkoittaa raportoinnin laadun heikkenemistä. Kyselyn vastaajat kokivat, että tilinpäätösstandardit sallivat jonkin verran harkinnanvaraisuutta kirjauspäätöksissä. Noin puolet vastaajista kokivat standardien salliman liikkumavaran liian pieneksi ja noin viidennes vastaajista

kokivat tuloksenjärjestelyn harkinnanvaraisuuden liialliseksi. Harkinnanvaraisuutta koettiin olevan liian vähän erityisesti korkean kasvun yhtiöissä, korkeasti tulospalkattuja johtajia sisältävissä yrityksissä ja vain vähän vientiä harjoittavissa yrityksissä. (Dichev ym. 2013.)

Dichevin, Grahamin, Harvey'n ja Rajgopalin (2016) jatkotutkimuksessa todetaan, että vähän yli puolet haastatelluista 375 talousjohtajasta kokevat, että hallituksen jäsenillä ja yrityksen sisäisellä monitoroinnilla on merkittävä vaikutus tilinpäätösraportoinnin laatuun. Sen sijaan pienempi osa, vain noin kaksi viidesosaa, vastaajista kokevat, että tarkastusvaliokunnan toimilla on merkittävä vaikutus tulosraportoinnin laatuun. Tärkeimmiksi tekijöiksi todetaan kuitenkin yrityksen liiketoimintamalli, tilinpäätöskäytännöt sekä yrityksen toimiala. Puolet raportoinnin laadusta kyselyn mukaan koostuu yrityksen ulkopuolisista tekijöistä, joihin johto tai hallinto eivät pysty vaikuttamaan. Tarkastusvaliokunnan verrattain matalaa merkittävyyttä kuvattiin valiokunnan vaikutusmahdollisuuksien rajallisuudella. Tarkastusvaliokunnan työ keskittyy haastateltujen talousjohtajien mukaan toimitusjohtajan ja talousjohtajan insentiivien kohdistamiseen ja suurien väärinkäytösten ehkäisemiseen. Löydöksissä todetaan, ettei tarkastusvaliokuntien kyvykkyydet useinkaan riitä raportoinnin yksityiskohtaisempien erien tutkimiseen. Löydös selittää hyvin tuloksenjärjestelyn tunnistamisen vaikeutta huomioiden, että tilinpäätöstyön harkinnanvaraisuus kohdistuu yleisesti erityisluontoisiin jaksotuksiin, joiden oikeellisuutta on vaikea arvioida operatiivisen toiminnan ulkopuolelta. Tehokkaaksi keinoksi tarkastusvaliokunnan työn tehostamisessa mainitaan riippumattomasti toimivat sisäiset tarkastajat, jotka raportoivat tarkastusvaliokunnalle. Sisäisen tarkastajan työtä edistää niin ikään hyvä johtamiskulttuuri, tarkoin määritellyt tarkastustoimenpiteet sekä ulkoisen tilintarkastajan riittävä tuki. (Dichev ym. 2016)

#### **4.6 Raportoinnin laatu johdon näkökulmasta**

Hallinnon suorittamaan johdon monitorointiin liittyvä tutkimus on keskittynyt suurelta osin toimitusjohtajan ja hallinnon väliseen suhteeseen. Uhde, Klarner ja Tuschke (2017) nostavat esiin talousjohtajan merkityksen operatiivisen johdon monitoroinnissa. He korostavat talousjohtajan nousseen toimitusjohtajan jälkeen

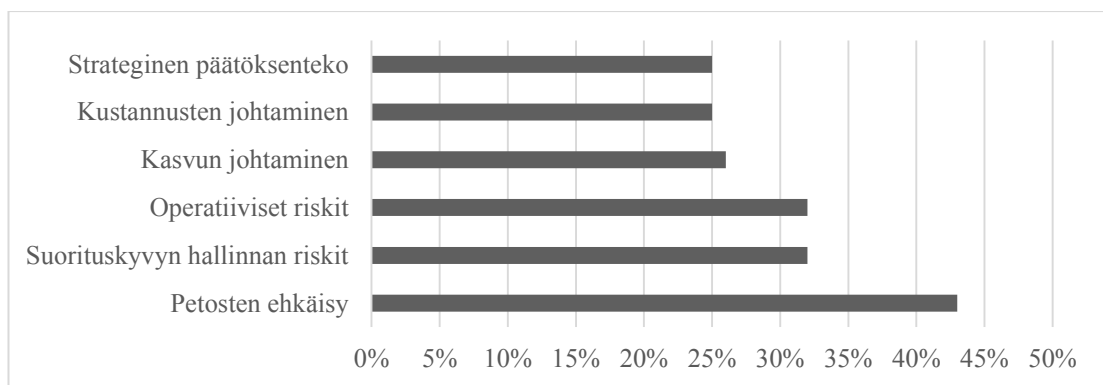
vaikutusvaltaisimmaksi johtajaksi tilinpäätösraportoinnin toimeenpanijana ja osakkeenomistajille välittyvän tiedon välittäjänä. Talousjohtajat toimivat yhä enemmän johdon strategisina kumppaneina. Lisäksi havaittiin, että naispuoliset talousjohtajat ovat varovaisempia velkavivun käytössä ja konservatiivisempia yritysjärjestelytilanteissa verrattuna miespuolisiin talousjohtajiin. Tämä ilmenee myös matalampina kokonaisjaksotuksina yrityksissä, joissa on naispuolinen talousjohtaja. (Uhde ym. 2017.) Naranjo-Gil, Maas ja Hartmann (2009) toteavat nuorten ja urallaan kokemattomien talousjohtajien olevan keskimäärin aggressiivisempia ja tulosorientoituneempia kokeneempiin talousjohtajiin nähden. Liiketoiminnallisista lähtökohdista tehdyt kirjauspäätökset sisältävät konservatiivista tilinpitoa yleisemmin harkinnanvaraisuutta. (Chava & Purnanandam 2010, Geiger & North 2006, Naranjo-Gil ym. 2009.) Strategisista lähtökohdista tehdyt kirjaukset sisältävät usein konservatiivista raportointitapaa enemmän pitkän aikavälin estimaatteja ja kertaluontoisia eriä, jotka heikentävät tulosraportoinnin informatiivisuutta osakkeenomistajien näkökulmasta (Dichev ym. 2013).

Tehtäväsisältöjen näkökulmasta talousjohtajilla on operatiivisia insenttiivejä erityisesti tulosvaihtelun tasoittamiseen ja velkajärjestelyjen hallintaan liittyen. Toimitusjohtajien sisäisiksi insenttiiveiksi tunnistettiin sen sijaan etenkin kassavirran ja pääomarakenteen hallinta. (Chava & Purnanandam 2010.)

Talousjohtajilla on henkilökohtaisiin palkkioihin perustuvia kannustimia, jotka saattavat houkuttaa kirjaamaan tulosta kasvattavia jaksotuksia. Muita insenttiivejä ovat esimerkiksi osakemarkkinoiden odotuksiin vastaaminen ja velkakovenanttien ehtojen noudattaminen. (Healy & Wahlen 1999.) Geigerin ja Northin (2006) tutkimuksen mukaan vasta palkatut talousjohtajat kirjaavat vähemmän harkinnanvaraisia jaksotuksia kuin edeltäjänsä. Ilmiöllä on myös vaikutuksia raportoituun tulokseen. Geigerin ja Northin tutkimuksessa ei löydetty yhtä selittävää syytä uusien talousjohtajien konservatiivisuudelle, mutta mahdollisesti uusi talousjohtaja on paremmin sekä tilinpäätösstandardien että hallinnon ohjattavissa.

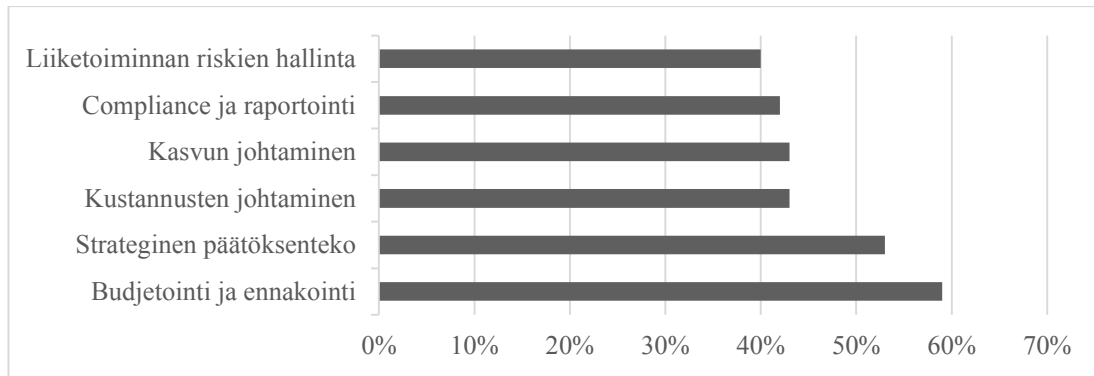
Yhdysvaltaisen CFO Researchin 2016 talousjohtajille teettämän kyselytutkimuksen mukaan hallitukset kokevat ristiriitoja sidosryhmien asettamien vaatimusten ja hallitusten jäsenten kokemien vaikutusmahdollisuuksien välillä. Hallitukset väittävät,

että operatiivisen johdon tuloraportointiin liittyvistä toimista saatavilla olevaa tietoa ei ole riittävästi. (Schmidt 2017.) Schmidtin artikkelin mukaan etenkin talousjohtajat jättävät omista riskinhallinnallisista syistään välittämättä kaikkea tietoa yhtiön hallitukselle. Kuviossa kaksi näkyy kyselytutkimuksessa hallitusten jäsenille kohdistettuja kysymyksiä. Kyselyssä mitattiin talousprosessin aihealueita, joihin liittyen talousjohtajat eivät jaa riittävästi tietoa hallitukselle. Petosten ehkäisyssä 43 % vastaajista ilmoitti saavansa liian vähän tietoja. Toiseksi 32 % vastaajista ilmoitti saavansa liian vähän tietoja suorituskyvyn riskien hallintaan ja liiketoiminnan operatiivisiin riskeihin liittyen.



**Kuvio 2: Informaatiopuutteet hallituksen näkökulmasta (Schmidt 2017)**

Kuviossa kolme näkyy hallinnon suorituskyvyn kannalta tärkeitä aiheita, joista talousjohtajan tulisi antaa hallitukselle riittävät tiedot. Tärkeimmäksi osa-alueeksi koetaan budjetointiin ja talouden ennakointiin liittyvät asiat. Toiseksi tärkeimpänä hallitusten jäsenet haluavat olla ajan tasalla strategisesta päätöksenteosta. Huomionarvoista on, että vain 40 % vastaajista koki liiketoimintaan liittyvän riskienhallinnan yhdeksi tärkeimmistä osa-alueista.



**Kuvio 3: Hallinnon suorituskyvyn kannalta tärkeä informaatio (Schmidt 2017)**

Dichev ym. (2013) kuvasivat talusjohtajien kokevan raportoidun tuloinformaation merkityksen tärkeimmäksi sijoittajille ja velkojille. Holley puolestaan (2017) korostaa artikkelissaan talusjohtajan korostunutta tarvetta tukea hallituksen työtä yrityksen omistaja-arvon kasvattamisessa.

Noin 94 % hallitusten jäsenistä kokivat tärkeäksi tiiviin yhteistyön talusjohtajan kanssa. Artikkelin mukaan talusjohtajat toimivat yhä enemmän hallituksen strategisena kumppanina. Määräystenmukainen toiminta (compliance) ja raportointi on vasta viidentenä hallinnon talusjohtajalta saatavien aiheiden tärkeysjärjestyksessä. Tärkeimpänä koetut budjetointi ja ennakointi liittyvät liiketoiminnan suorituskyvyn johtamiseen eikä niinkään johdon monitorointiin petosten ehkäisemiseksi. Tulos on hämmentävä, koska operatiivisen johdon toimien monitorointi on agenttiteorian mukaisesti hallinnon ensisijainen tehtävä (Fama & Jensen, 2017). Kyselyn tulokset viittaavatkin enemmän taloudenhoitajateoriaan kuin agenttiteoriaan. Ilmiötä selittää mahdollisesti hallituksen ja talusjohtajan suhteen muuttuminen valvonnasta kumppanuuteen.

## 5 TUTKIMUSAINEISTO JA -MENETELMÄT

### 5.1 Tutkimushypoteesit

Aikaisempien tutkimusten erittelyn perusteella tutkimuskysymyksestä voidaan muodostaa kaksi nollahypoteesia Abdullahin ym. (2004) mukaisesti:

$H_{01}$  = Hallituksen riippumattomuusasteen ja harkinnanvaraisten erien kautta tapahtuvan tuloksenjärjestelyn välillä ei ole tilastollisesti merkitsevää riippuvuutta.

$H_{02}$  = Tarkastusvaliokunnan riippumattomuusasteen ja harkinnanvaraisten erien kautta tapahtuvan tuloksenjärjestelyn välillä ei ole tilastollisesti merkitsevää riippuvuutta.

### 5.2 Tutkimusmenetelmät

Tutkielman tavoitteena on tutkia suomalaisten listayhtiöiden hallinnon riippumattomuuden ja harkinnanvaraisen tuloksenjärjestelyn välistä yhteyttä. Tutkielmassa hyödynnän Abdullahin ym. (2004) tutkimusmenetelmiä. Abdullahin ym. artikkeli valittiin vertailututkimukseksi yhtenevän tutkimusasetteluun ja tähän tutkielmaan hyvin soveltuvien laskentamenetelmien vuoksi. Tässä tutkielmassa selitettävää muuttujaa – tuloksenjärjestelyä - mitataan harkinnanvaraisilla tilinpäätösjaksotuksilla. Esiintyvää tuloksenjärjestelyä peilataan tämän jälkeen yritys-vuosi –perusteisesti hallitusten sekä tarkastusvaliokuntien riippumattomuuteen lineaarisella regressiomallilla. Analyysi toteutetaan usean muuttujan paneeliregressiona.

#### 5.2.1 Harkinnanvaraisten jaksotusten mittaaminen

Jaksotusten käsittely alkaa käyttöpääoman hallintaan kohdistuvien kokonaisjaksotusten laskemisella tilinpäätöksestä, minkä jälkeen jaksotusten



odottamatonta, harkinnanvaraista osaa voidaan mallintaa halutulla tavalla (Dechow & Sloan 1995). Periaate on tunnistaa jaksotusten poikkeava osa, jota ei kyetä kohdistamaan yrityksen tavanomaisille operatiivisten kulujen ja tuottojen siirtoerille. Tässä tutkimuksessa kokonaisjaksotukset määritetään Abdullahin ym. tapaan Dechowin ja Sloanin (1995) kehittämän metodiikan avulla. Kokonaisjaksotuksia mitataan ei-rahamääräisen käyttöpääoman muutoksena ennen veroja ja vähennettynä pääoman poistoilla (Jones 1991, Dechow & Sloan, Abdullah ym. 2004). Tarkemmin avattuna menetelmä tarkoittaa lyhytaikaisten varojen ja kassavarojen erotuksen muutosta vähennettynä lyhytaikaisten velkojen ja alle vuoden sisällä erääntyvien velkaerien erotuksen muutoksella. Abdullahin ym. menetelmä, joka mukailee De Fondin ja Jiambalvon (1994), Beneishin (1998), Defondin ja Subramanyamin (1998) sekä Popen ja Youngin (2000) laskentamenetelmiä, poikkeaa Jonesin (1991) metodologiasta poislukemalla poistojen vaikutuksen kokonaisjaksotusten laskennassa. Muun muassa Pope ja Young korostavat poistojen olevan jäykkä ja varsin läpinäkyvä jaksotusten osa. Kokonaisjaksotukset lasketaan seuraavasti (Abdullah ym. 2004):

$$WCA = \Delta(CA - CASH) - \Delta(CL - CBORR),$$

jossa WCA tarkoittaa käyttöpääomajaksotuksia, CA lyhytaikaisia varoja, CASH kassavaroja ja niihin verrattavia eriä, CL lyhytaikaisia velkoja ja CBORR alle vuoden sisällä erääntyviä lyhyt- ja pitkäaikaisia velkaeriä.

Harkinnanvaraiset erät erotellaan kokonaisjaksotuksista Jonesin (1991) kehittämän kaksivaiheisen regressiomallin avulla. Yhtälöstä estimoidaan ensin poikkileikkauksellisesti käyttöpääomaperusteisten kokonaisjaksotusten riippuvuuskerroin  $\beta$ . Tämän jälkeen suoritetaan vastaava regressio, josta saadaan käyttöpääomajaksotusten ei-harkinnanvarainen osa NDACC (non-discretionary accruals) ja NDACC:n jäännösarvona jaksotusten harkinnanvarainen osa DACC (discretionary accruals).

DACC:n ja NDACC:n komponentit estimoidaan ensimmäisessä regressiossa seuraavasti (Abdullah ym. 2004):

$$(1) \frac{WCA_{it}}{TA_{it-1}} = b_{0t} + \frac{\beta_{1t}\Delta REV_{it}}{TA_{it-1}} + \varepsilon_{it},$$

jossa  $TA$  tarkoittaa kokonaisvaroja,  $REV$  liikevaihtoa,  $i$  yritystä ja  $t$  tarkasteluvuotta.

Mallin toisessa vaiheessa estimoidaan 1.regression riippuvuuskerrointa hyödyntäen  $DACC$ , joka saadaan  $WCA$ :n ja  $NDACC$ :n erotuksena (Abdullah ym. 2004):

$$(2) DACC_{it} = \frac{WCA_{it}}{TA_{it-1}} - NDACC_{it} = \frac{WCA_{it}}{TA_{it-1}} - (b_{0t} \frac{\beta_{1t}\Delta REV_{it}}{TA_{it-1}}),$$

jossa  $b_{0t}$  ja  $\beta_{1t}$  ovat 1.regressiossa estimoidut yritys-vuosi-perusteiset riippuvuuskertoimet.

### 5.2.2 Selittävät muuttujat

Hallituksen riippumattomuutta kuvaa yritys-vuosi-perusteisesti jatkuva muuttuja  $BDIND$ , joka lasketaan yhtiöstä riippumattomien hallitusjäsenten osuutena kaikista hallituksen jäsenistä. Muuttuja saa arvoja nollan ja yhden välillä.

Tarkastusvaliokunnan riippumattomuutta  $ACIND$ :ia mitataan  $BDIND$ :n kaltaisesti yhtiöstä riippumattomien jäsenten osuutena kaikista tarkastusvaliokunnan jäsenistä. Muuttuja saa arvoja nollan ja yhden välillä.

Jatkotarkastelussa muodostettiin Abdullahin ym. (2004) tapaan  $ACIND2$ -muuttuja, jonka avulla tutkitaan täysin riippumattomien tarkastusvaliokuntien vaikutusta.  $ACIND2$  on dummy-muuttuja ja saa arvon 1, jos tarkastusvaliokunta on täysin riippumaton ja arvon 0, jos tarkastusvaliokunnassa on yksi tai useampi riippuvainen jäsen. Abdullahin ym. lisäksi muun muassa Bronson ja Carcello (2009) testasivat, onko täysin riippumattomilla tarkastusvaliokunnilla paremmat edellytykset vähentää harkinnanvaraisten tilierien käyttöä.

Lisäksi testattiin tarkastusvaliokunnan ja hallituksen riippumattomuuden yhteisvaikutusta  $BDIND*ACIND$ -muuttujalla, jossa  $ACIND:n$  ja  $BDIND:n$  yritys-vuosi-havaintojen arvot kerrotaan keskenään ja sijoitetaan regressioyhtälöön.

### 5.2.3 Kontrollimuuttujat

Hypoteesien testaamiseen valittujen muuttujien tilastollisen yhteyden vahvistamiseksi, regressioyhtälöön valitaan riippuvuutta todennäköisesti tukevia kontrollimuuttujia. Ensimmäinen binääri dummy-muuttuja  $LRGDIR$  määritetään kuvaamaan riippuvuutta merkittävästä osakkeenomistajasta.  $LRGDIR$  saa arvon yksi, jos hallitus sisältää yhden tai useamman merkittävästä osakkeenomistajasta riippuvaisen henkilön ja vastaavasti nolla, jos kaikki hallituksen jäsenet ovat riippumattomia merkittävästä osakkeenomistajasta. Abdullah ym. (2004) määrittelevät vastaavan dummy-muuttujan. Riippuvuustiedot merkittävistä osakkeenomistajista riippuvaisista hallitusjäsenistä on saatavilla kaikista analyysiin valituista yrityksistä.

Regressioanalyysin pitävyyttä kontrolloiviksi vakiomuuttujiksi valitaan myös nettovelkaantumisaste  $GRG$  (gearing ratio) sekä tappiomuuttuja  $LOSS\_TERM$ . Korkea velkaantuneisuus voidaan yleisesti yhdistää nousseisiin tuloksenjärjestelyn motiiveihin esimerkiksi velkakovariantteihin liittyvän paineen vuoksi (Pope, Gore ja Singh 2001). Gearing ratio on jatkuva muuttuja, jolla pyritään hahmottamaan yrityksen velkaantuneisuuden vaikutusta harkinnanvaraisten tilierien kirjaamisessa. Gearing-tunnusluku määritetään korollisten velkojen ja oman pääoman suhteena. Tappiomuuttujalla pyritään sen sijaan kontrolloimaan tuloksenjärjestelyn esiintyvyyttä tappiollisissa yrityksissä, joissa on todettu esiintyvän keskimääräistä enemmän tulosta nostattavia tuloksenjärjestelyeriä (Peasnell ym. 2000a). Tappiomuuttuja on dummy-muuttuja ja saa arvon yksi, kun yrityksen nettotulos on positiivinen ja vastaavasti nolla, kun yritys tekee tappiota. Thomson Reuters – tietokannasta puuttui raportoitu nettotulos 38 yritys-vuosi-havainnosta. Näiden havaintojen nettotulos kerättiin erikseen yritysten tilinpäätöksistä. Caverion Oyj:n nettotulosta ei yritysjärjestelyn vuoksi ollut saatavilla vuosien 2012 ja 2013 osalta. Näille vuosille käytettiin yrityksen nettotuloksen keskiarvoa vuosilta 2014-2016. Dummy-muuttujan näkökulmasta absoluuttisella tuloksella ei ole merkitystä, koska

tappion tai voiton määrää ei huomioida tämän tutkielman tilastollisessa tarkastelussa. Abdullahin ym. (2004) tutkimuksessa ei esiinny vastaavaa tappiomuuttujaa, vaan he suorittavat erilliset regressiot tuloksen suunnan perusteella. Abdullahin ym. tutkimukseen nähden tässä tutkimuksessa jätettiin lisäksi pois agenttikustannuksia, hallituksen jäsenen dominoivaa luonnetta, tilintarkastuksen laatua, omistuksen keskittyneisyyttä ja yrityksen kokoa koskevat kontrollimuuttujat. Kokoa kuvastavalla muuttujalla Abdullah ym. pyrkivät mittaamaan poliittisten kustannusten vaikutusta yritykselle.

#### 5.2.4 Regressioyhtälö

Harkinnanvaraisten erien käytön ja hallinnon riippuvuuden välistä riippuvuutta Suomessa mitataan Abdullahin ym. (2004) tutkimuksesta sovelletulla regressiokaavalla:

$$DACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BDIND_{it} + \beta_2 ACIND_{it} + \beta_3 LGDIR_{it} + \beta_4 GRG_{it} + \beta_5 LOSS\_TERM_{it} + \varepsilon_{it}$$

### 5.3 Aineisto

Tutkimusaineistona käytetään Helsingin pörssin yritysten tilinpäätöstietoja ja vuosikertomuksien hallintaselvityksiä viiden vuoden aikavälillä 2012-2016. Tilinpäätöstiedot on kerätty Thomson Reutersin tietokannasta. Abdullah ym. (2004) suorittavat tutkimuksensa poikkileikkausregressiona yhdelle tarkasteluvuodelle (vuosi 1998) 350 havainnolla Kuala Lumpurin pörssin listayhtiöistä. Tässä tutkimuksessa poiketaan Abdullahin ym. tutkimusasettelusta Helsingin pörssistä koottavan havaintoaineiston koon rajallisuuden vuoksi. Poikittaistutkimuksen sijaan tutkimus suoritetaan paneelitutkimuksena, jolloin havaintojen määrä voidaan maksimoida.

Tutkielmassa käytettävä paneeliaineisto on tasapainottamaton, koska jokaisesta yritys-vuosi-havainnosta ei saatu tarvittavia tilinpäätösarvoja ja toiseksi

riippumattomuustietoja ei saatu kerättyä kaikille yritys-vuosi-havainnoille. Paneelidatan aikaväli rajoitetaan viiteen vuoteen (2012-2016) riippumattomuusdatan tiedonkeruun edellyttämän työmäärän hallitsemiseksi. Toimialaluokittelua ei sovelleta tähän tutkimukseen, koska toimialat Helsingin pörssissä eivät jakaudu tasaisesti eikä luokittelua koeta tarpeelliseksi tutkimuskysymyksen kannalta.

Yritysten hallitusten riippumattomuustiedot kerättiin manuaalisesti pörssiyritysten vuosikertomuksista sekä erikseen julkaistuista hallinto- ja ohjausjärjestelmäselvityksistä. Jaksotuksen mittaamisessa käytettävä malli edellyttää eheät tilinpäätösluvut koskien tuloslaskelman ja taseen eriä. Puutteet johtuen toimialojen eriävistä raportointitavoista, toiminnan aloittaminen tai lopettaminen aikajakson aikana karsivat havaintojen lukumäärää. Riippumattomuustietojen saatavuutta rajoittivat pörssin eriävät raportointivaateet. Hallintonselvitysten julkaiseminen on tullut kattavammaksi aikaperiodin loppupuolella verrattuna aikasarjan ensimmäisinä vuosina toimitettujen selvitysten lukumäärään nähden. Tätä saattaa selittää voimaan tullut uusi hallinnointikoodi 2015, joka vaikuttaa edistyneen etenkin pienikokoisten listayhtiöiden CG-raportointia. Pörssin päälistan ulkopuoliset First North -yhtiöt eivät ole velvoitettuja toimittamaan hallinnointiselvityksiä. Aineistossa havaittiin useampia yrityksiä, jotka olivat siirtyneet pörssin päälistalle First North -listalta tutkimusjakson aikana.

Jokainen yritys-vuosi-havainto täyttää seuraavat kriteerit: (1) soveltuvat tilinpäätöserät jaksotusten ja kontrollimuuttujien määrittämistä varten, (2) selvitys yhtiöstä riippuvaisista hallituksen jäsenistä, (3) selvitys yhtiöstä riippuvaisista tarkastusvaliokunnan jäsenistä, jos tarkastusvaliokunta on perustettu, (4) selvitys yhtiön merkittävästä osakkeenomistajasta riippuvaisista hallituksen jäsenistä, (5) tammi-joulukuu-perusteinen tilikausi.

### 5.3.1 Aineiston tilastolliset ominaisuudet

Paneeliaineistossa yhdistyy poikkileikkaus- ja aikasarja-aineiston ominaisuudet, jossa useiden eri yksilöiden arvojen kehitystä seurataan useissa eri aikapisteissä. Tutkimuksessa esiintyy 80 poikkileikkaushavaintoa viidessä eri aikapisteessä.

Aineisto muistuttaa siis enemmän poikkileikkaustutkimusta kuin aikasarjatutkimusta: poikkileikkauksia on runsaasti ja aikasarja on lyhyt.

Hsiao (2012: 3) mainitsee paneeliaineistoissa esiintyvän keskimäärin vähemmän selittävien muuttujien välistä kollineaarisuutta suhteessa perinteisiin poikkileikkaus- ja aikasarjamalleihin, kun havaintoaineisto on pieni. Paneeliregressiossa pystytään siis huomioimaan tutkittavien yritysten yksilöllisten erojen vaikutuksia sekä saman yrityksen sisällä eri vuosina että eri yritysten välillä samana ajankohtana. Tällöin havaintojen heterogeenisyyttä pystytään kontrolloimaan paremmin kuin esimerkiksi pelkässä poikittaistutkimuksessa (Hsiao 2012: 10). Yritysten erilaiset ominaisuudet, esimerkiksi korkea velkaantuneisuus tai tappiollinen liiketoiminta, voivat aiheuttaa havaintojen saamien muuttujien arvojen hajontaa lineaariseksi oletetulla regressiosuoralla. Tällöin aineiston tutkiminen regression avulla saattaa sisältää heteroskedastisuutta, eli estimoinnin virhetermien (residuals) varianssit eroavat merkittävästi toisistaan. Jos puolestaan yksittäisten yritysten saamat arvot vuonna  $t_0$  vaikuttavat merkittävästi muuttujan arvoon vuonna  $t_1$ , saattaa aineiston analyysi kärsiä autokorrelaatiosta.

Paneeliaineisto edellyttää erityistä perehtymistä regressiomallin valintaan, koska estimoinnin ominaisuuksia täytyy arvioida sekä poikkileikkaus- että aikasarja-perusteisesti. Yleisesti paneeliaineistojen estimointia pystytään vahvistamaan tehokkaasti kontrollimuuttujilla, jolloin aikasarjojen yksilökohtaiset eroavaisuudet eivät aiheuta paneeliregressioon merkittävää estimointivirhettä (Vuko & Čular 2014: 88). Kontrollimuuttujilla, tässä tutkimuksessa velkaantuneisuudella sekä tappiomuuttujalla, pyritään eliminoimaan regressioyhtälön mahdollista puuttuvan muuttujan harhaa (OVB).

Yhdistetty pienimmän neliösumman paneeliregressio (pooled ordinary least squares regression) on yleisesti käytetty paneeliaineistojen estimointitapa ja myös tämän tutkimuksen lähtökohtainen malli. OLS:ssä eliminoidaan havaintojen yksilökohtaiset erot ja aineisto voidaan olettaa homogeeniseksi.

Mahdollisen puuttuvan harhan kontrolloimiseksi tunnetaan kaksi mallia: kiinteiden vaikutusten malli sekä satunnaisvaikutusten malli (Schmidheiny & Basel 2011: 1).

Kiinteiden vaikutusten mallissa yksilön eri ajankohdissa saamien tutkittavien muuttujien keskiarvot vakioidaan, jolloin puuttuvan muuttujan harhaa ei pääse syntymään. Vastaavasti satunnaisvaikutusten mallissa ryhmien keskiarvoja ei vakioida, vaan ainoastaan niiden regressiokertoimet asetetaan kiinteiksi. Mallin valinnassa suositaan lähtökohtaisesti satunnaisvaikutusten mallia, koska se antaa yleisimmin parempia tuloksia (Clark & Lintzer 2012: 29). Jos kuitenkin aineiston todetaan kärsivän pahasti OVB:stä, tulisi käyttää kiinteiden vaikutusten mallia. Mallien istuvuutta voidaan tutkia Hausmanin testiksi kutsutulla menetelmällä ja valita aineistoon paremmin soveltuva malli. Clark ja Lintzer viittaavat Hausmanin olevan kuitenkin tehoton useissa aineistoissa. He suosittelevat satunnaisvaikutusten mallissa esiintyvän maltillisen harhan hyväksymistä, jos mallilla saavutetaan parempia tuloksia regressioanalyysissä.

Lee ja Vetter (2015) mainitsevat, että harkinnanvaraisten erien estimoinnissa käytetään yleisesti poikkileikkausaineistoja. Useita yrityksiä yhdellä ajanjaksolla tutkittaessa aineistoon saadaan kerättyä helposti riittävä määrä havaintoja verrattuna aikasarjatutkimuksiin. Pae (2005) sen sijaan kuvaa aikasarjaperusteisen regressiomallin soveltuvan poikkileikkausestimointia paremmin aineistolle, jossa yritysten lukumäärä on pieni tai toimialakirjo on suuri ja siten jaksotuserien vertailukelpoisuus heikko. Aikasarjaregressiossa vuosihavaintoja yritystä kohden tulisi olla ainakin kymmenen, jotta harkinnanvaraisten erien määrittämiseksi suoritettavan regressioanalyysin tulos olisi riittävän luotettava (Dechow, Sloan ja Sweeney 1995). Dechow ym. suorittavat Jonesin mallista johdetun paneeliaineistolle sopivan yhdistetyn regression, jonka mukaan harkinnanvaraiset erät estimoidaan. Abdullah ym. (2004) sen sijaan estimoivat harkinnanvaraiset erät myös Jonesin mallia mukailevasti, mutta poikkileikkausregressiolla yhdelle vuodelle. Tässä tutkielmassa harkinnanvaraisia eriä mallinnetaan Abdullahin ym. mukaan erillisillä poikkileikkausregressioilla kullekin tarkasteluvuodelle. Täten pysytään vertailututkimuksen mukaisissa menetelmissä ja lisäksi poikittaisella estimoinnilla pystytään mahdollisesti hallitsemaan paremmin harkinnanvaraisiin eriin sisältyvää harhaa verrattuna paneeliestimointiin. Koska aikaperiodeja on tässä tutkimuksessa vain viisi suhteessa Dechowin ym. 41 vuoden aikaperiodiin, on poikkileikkausregressio luonteva suorittaa vuosittain erillisillä regressioilla.

Havaintoyritysten hallitusten riippumattomuutta koskevien muuttujien tiedot kerättiin käsin yritysten nettisivuilla julkaistuista hallintaselvityksistä. Aineistossa käytetyt yritysten julkaisemat riippumattomuusselvitykset vastaavat Arvopaperimarkkinayhdistys Ry:n hallinnointikoodia. Arvopaperimarkkinayhdistys Ry muodostaa koodinsa kansainvälisten hallinnointisuositusten perusteella (Cg Finland). Täten muuttujien määrittämiseen kerätyt tiedot soveltuvat kansainväliseen vertailuun ja ovat Abdullahin ym. (2004) tutkimukseen nähden yhteneviä kolmannessa luvussa esiteltyihin yhtiöstä ja merkittävästä osakkeenomistajasta koskeviin riippumattomuussuosituksiin nähden. Tosin Abdullahin ym. tutkimuksesta poiketen Suomessa hallituksen jäsen katsotaan riippuvaiseksi merkittävästä osakkeenomistajasta (LRGDIR) suoran tai välillisen omistusosuuden tai äänivallan ylittäessä kymmenen prosenttia. Abdullahin ym. tutkimuksessa vastaava raja on viisi prosenttia. Suuremman omistusosuuden sallimisella ei ole merkittävää vaikutusta tuloksiin, koska riippuvuutta merkittävästä osakkeenomistajasta käsitellään Abdullahin ym. tapaan dummy-muuttujana.



## 6 TUTKIMUSTULOKSET

Tässä luvussa esitellään tilastollisen analyysin tuloksia. Aluksi esitellään aineiston kuvaavia tilastollisia ominaisuuksia. Aineiston havaintoja tarkastellaan vuosi-yritys-perusteisesti paneelitutkimuksena. Tutkimukseen valikoitui 120 Helsingin pörssin päälistan yhtiötä aikaväliltä 2012-2016. Aineistosta poistettiin kaikki rahoitus- ja finanssialan yritykset, kuten myös Peasnellin ym. (1998) ja Abdullahin ym. (2004) tutkimuksessa.

Tasapainottamaton paneelidata osoittautui havaintojen määrän maksimoinnin näkökulmasta soveltuvaksi. Yritys-vuosi-havaintoja Helsingin pörssistä saatiin yhteensä 535 kappaletta hallitusten riippumattomuutta koskevaan analyysiin. Tarkastusvaliokuntien ja tuloksenjärjestelyn analysoinnissa käytettiin 315 yritys-vuosi-havaintoja. Havaintojen määrää suhteessa hallitusten tutkimiseen vähensi perustettujen valiokuntien puuttuminen yrityksistä. Hallitukset ja tarkastusvaliokunnan estimointi yhdessä osoittautui soveltuvan tutkimukseen paremmin kuin selittävien muuttujien tarkastelu erikseen. Tämän vuoksi regressioihin valikoitui 315 yritys-vuosi-havaintoa eli vain havainnot, joissa tarkastusvaliokunta on perustettu. Kuvaavia tilastotietoja sen sijaan tarkastellaan koko aineistolle.

Alle viiden vuoden aikajaksolta olevat yritys-vuosi-havainnot johtuivat pääasiassa listautumisesta pörssin päälistalle tai sieltä vetäytymisestä kesken tarkastelujakson. Päälistan yhtiöistä lähtökohtaisesti kaikki raportoivat hallintoselvityksessään hallituksen riippumattomuustiedot sekä tarkastusvaliokunnan riippumattomuustiedot, mikäli tarkastusvaliokunta on perustettu. Havaintojen karsiutumista aiheutti myös vuosikohtaisten tilinpäätösarvojen puuttuminen, mikä vaaditaan harkinnanvaraisten jaksotusten määrittämiseen. Esimerkiksi sulautumisten, jakautumisten sekä listautumisten vuoksi tilinpäätöstietoja ei ole välttämättä saatavissa tai ne eivät ole vertailukelpoisia. Aineiston koko pyrittiin pitämään mahdollisimman suurena luontevan regressioanalyysin suorittamiseksi. Tämän vuoksi aineistoon valittiin kaikki yritys-vuosi-havainnot vuosilta 2012-2016, vaikka kaikista yrityksestä ei saatu havaintoa koko viiden vuoden jaksolle.

## 6.1 Kuvaavat tilastotiedot

Taulukossa viisi esitellään kaikkien aineistossa käytettyjen muuttujien kuvaavia tilastotietoja. Harkinnanvaraisia eriä kuvaavan DACC:n keskiarvo on 0,002, mikä tarkoittaa aineistossa esiintyvä keskimäärin enemmän tulosta nostavaa tuloksenjärjestelyä. Tulos on kuitenkin lähellä nollaa, mikä tarkoittaa tuloksenjärjestelyä esiintyvän keskiarvolla mitattuna vähän. DACC:n keskiarvo ja mediaani ovat lähes vastaavat. Harkinnanvaraisten erien esiintyvyyttä testataan lisäksi yhden muuttujan t-testillä. Kahden riippumattoman muuttujan t-testiä ei ollut luontevaa suorittaa, koska riippumattomuutta kuvaavien muuttujien arvot eivät puolestaan ole normaalijakautuneet. Harkinnanvaraisten erien t-testin p-arvo on 0.488, joten nollahypoteesi hyväksytään 5% riskitasolla. Tulos viittaa harkinnanvaraisten erien olevan aineistossa lähellä nollaa eikä DACC arvot eroa tilastollisesti merkitsevästi nolasta.

Abdullahin ym. malesialaisessa aineistossa DACC:n keskiarvo on 0,008 ja Peasnellin ym. (1998) aineistossa 0,002. Keskiarvoista voi päätellä suomalaisen tilinpäätöstävän vastaavan enemmän iso-britannialaista aineistoa kuin aasialaista aineistoa. Tulos on yhtenevä aiemmin esiteltyihin eri valtioiden kulttuuri- ja lainsäädäntötekijöihin nähden. Harkinnanvaraisten erien minimi- (-0,439) ja maksimiarvon (0,502) vaihteluväli on 0,944 ja vaihtelee siis tulosta pienentävien sekä tulosta kasvattavien maksimijaksotusten välillä. Abdullahin ym. tuloksiin nähden Suomessa esiintyy huomattavasti vähemmän harkinnanvaraista tuloksenjärjestelyä (min -.73, max 2.58). Puolestaan Peasnellin ym. aineistossa minimiarvo on -0,223 ja maksimiarvo 0,232. Huomioiden suomalaisen ja englantilaisen aineiston harkinnanvaraisten erien keskiarvojen vastaavuus, suomalaisessa aineistossa aggressiivista tuloksenjärjestelyä eli DACC:n ääriarvoja esiintyy enemmän. Havaintoja ei vielä tässä vaiheessa luokitella ulkopuolisiksi havainnoiksi, kun verrataan Abdullahin ym. minimi- ja maksimiarvoja. DACC:n jakauman tarkastelulla voidaan myöhemmin määrittää ääriarvojen roolia aineistossa.

Hallitusten yhtiöstä riippumattomia jäseniä on aineistossa keskimäärin 87,1 % ja tarkastusvaliokuntien jäsenten riippumattomuuden keskiarvo on vastaavasti 97,2 %. Suomalaisen pörssi-yhtiöiden hallitukset ovat erittäin riippumattomia ja

riippumattomien jäsenten viidenkymmenen prosentin minimivaatimuksen alitus on aineistossa poikkeuksellista. Tarkastusvaliokuntiin valitaan lähtökohtaisesti CG-ohjeistuksen mukaisesti vain yhtiöstä riippumattomia hallituksen jäseniä. Tulosten mukaan tarkastusvaliokuntien riippumattomuus on myös hyvän hallintotavan mukainen. BDIND:n ja ACIND:n mediaani on tasan yksi, mikä tarkoittaa, että suurin osa hallituksista ja tarkastusvaliokunnista koostuu vain yhtiöstä riippumattomista jäsenistä.

Harkinnanvaraisten erien, eli selitettävän muuttujan arvojen, tulee olla riittävän normaalijakautuneita, jotta lineaaristen regressiomallien soveltaminen olisi luontevaa. Vinouden (skewness) osalta harkinnanvaraisten erien jakauma vaikuttaa suhteellisen normaalisti jakautuneelta (DACC 0.558). Harkinnanvaraisten erien jakauma kärsii kuitenkin pahasti huipukkuudesta, mikä viittaa aineiston sisältävän mahdollisesti paljon ulkopuolisia havaintoja. Tutkimuksen selittävät muuttujat ovat heikosti normaalijakautuneet ja kärsivät sekä vinoudesta että huipukkuudesta.

**Taulukko 5: Jatkuvien muuttujien kuvailevat tilastotiedot**

	DACC	BDIND	ACIND	GRG
Keskiarvo	0.0022	0.8708	0.9720	0.4065
Mediaani	0.0019	1.0000	1.0000	0.3249
Maksimi	0.5022	1.0000	1.0000	21.5455
Minimi	-0.4398	0.1250	0.5000	-11.7642
Keskihajonta	0.0745	0.1975	0.0947	1.5935
Vinous	0.5582	-1.8140	-3.3452	3.7958
Huipukkuus	12.6095	6.0495	13.2863	75.3253
Havainnot	535	535	315	535

Taulukossa kuusi on esitetty binäärien muuttujien tulosten jakaumia. Tarkastusvaliokuntien perustamisaktiivisuuden havainnollistamiseksi ACIND:sta on muodostettu dummy-muuttuja, joka näkyy ”Tarkastusvaliokunta”-nimellä. Dummy saa arvon 1, kun yritys-vuosi-havainto sisältää perustetun tarkastusvaliokunnan ja puolestaan arvon 0, kun kyseinen yritys ei ole perustanut tarkasteluvuonna tarkastusvaliokuntaa. Huomionarvoista on tarkastusvaliokuntien perustamisfrekvenssi. Paneeliaineistossa tarkastusvaliokuntia on perustettu noin 57

prosentissa yritys-vuosi-havainnoista. Tarkastusvaliokuntien nimittämättä jättäminen vähensi havaintojen määrää regressioissa.

Vajaassa 70 prosentissa hallituksista esiintyy ainakin yksi merkittävästä osakkeenomistajasta riippuvainen hallitusjäsen. Abdullahin ym. vastaavissa tuloksissa luku on 67,5 %. Suomalaisten listayhtiöiden hallituksissa on siis tyypillistä, että hallitukseen nimetään jäseniä, joilla on sidos yhtiön merkittävään osakkeenomistajaan. Merkittävän osakeomistuksen raja suomalaisessa CG-ohjeistuksessa on 10 %. Muun muassa Jakobson ja Korkeamäki (2014) toteavat instituutio-omistajien ja muiden suuromistajien pyrkivän nimeämään hallitukseen omien intressiensä mukaisia jäseniä. Tämä saattaa selittää yhtiön merkittävästä osakkeenomistajasta riippuvaisten hallitusjäsenten korkeaa esiintyvyyttä yrityksessä.

Tuloksen negatiivisuutta tai positiivisuutta kuvaavan tekemuuttujan LOSSTERM:n mukaan tappiollisen nettotuloksen on raportoinut noin 30 % aineiston yrityksistä välillä 2012-2016. Osakemarkkinoiden kehitykseen verraten Helsingin pörssin OMX-indeksin kehitys on ollut varsin tasaista vuodesta 2011 alkaen vuoteen 2016 asti (Nasdaq Nordic). Vuoden 2008 finanssikriisiin verrattuna havaintoperiodilla ei ole tunnistettavissa vastaavaa shokkia, joka olisi laskenut merkittävästi kaikkien aineiston yritysten tuloksia tai vaikuttanut yritysten tuloksenjärjestelyn motiiveihin ulkoisesti. Tämän vuoksi valitun aikavälin voidaan päätellä soveltuvan hyvin harkinnanvaraisen tuloksenjärjestelyn ja hallinnon riippumattomuuden satunnaistarkasteluun.

**Taulukko 6: Binäärit muuttujat**

	Tekemuuttuja	Frekvenssi	%-osuus
LRGDIR	0	138	24,1
	1	397	69,3
LOSS TERM	0	137	23,9
	1	398	69,5
Tarkastusvaliokunta	ei perustettu 0	211	36,8
	perustettu 1	324	56,5

Taulukossa seitsemän esitellään muuttujien välisiä Pearsonin korrelaatiokertoimia, jotka kuvastavat aineiston muuttujien välisiä korrelaatioita. Korrelaatiomatriisista nähdään, että ainoa keskivahva muuttujien välinen korrelaatio (0,59) on hallitusten riippumattomuuden ja tarkastusvaliokuntien riippumattomuuden, eli selittävien muuttujien, välillä. Keskivahva positiivinen korrelaatio on odotettavissa, sillä riippumattomat hallitukset muodostavat niin ikään myös riippumattoman tarkastusvaliokunnan ja päinvastoin. Lisäksi tarkastusvaliokunta koostuu automaattisesti myös hallitukseen kuuluvista jäsenistä. Korrelaatio ei kuitenkaan ole todennäköisesti niin merkittävä, että se aiheuttaisi tuloksia häiritsevää multikollinearisuutta paneeliaineistossa. Muiden muuttujien välillä ei havaita selvää keskinäiskorrelaatiota.

Tarkastusvaliokunnan riippumattomuuden ja harkinnanvaraisten erien välinen korrelaatio on suunnaltaan positiivinen. Korrelaatio on hyvin pientä, mutta sen suunta on ristiriidassa odotuksiin nähden. Odotusten mukaan riippumattomista tarkastusvaliokunnista koostuvissa yhtiössä esiintyy myös vähemmän harkinnanvaraisia erinä.

**Taulukko 7: Pearsonin korrelaatiokertoimet**

	DACC	BDIND	ACIND	LRGDIR	GRG	LOSS_TERM
DACC	1,000	-0.055	0.029	0.006	-0.145	0.043
BDIND		1,000	0.587	-0.181	0.024	-0.036
ACIND			1,000	-0.135	-0.012	-0.088
LRGDIR				1,000	-0.020	-0.011
GRG					1,000	-0.085
LOSS_TERM						1,000

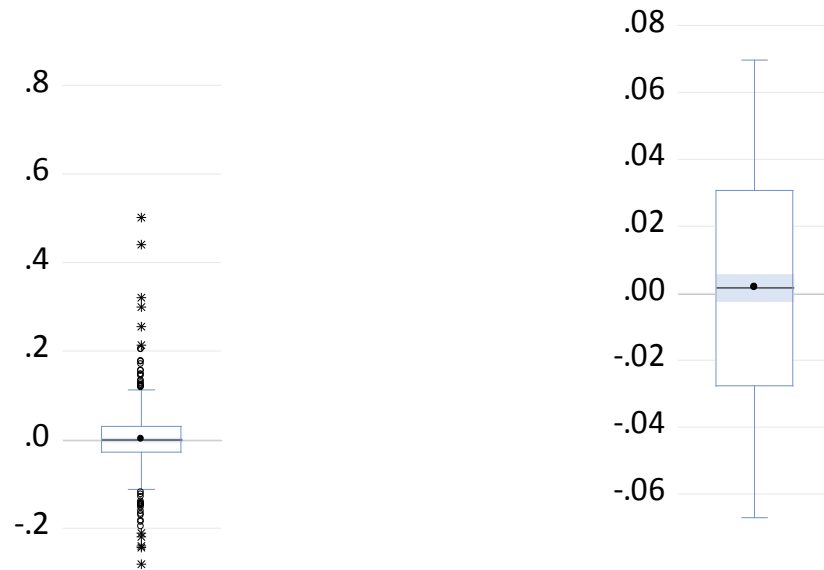
Tutkimuksen kannalta on olennaista tunnistaa heikot korrelaatiokertoimet selitettävän muuttujan ja selittävien muuttujien välillä. Selitettävän muuttujan heikko korrelaatio selittäviin muuttujiin nähden viittaa, että aineistossa on mahdollisesti ulkopuolisia äärihavaintoja. Selitettävän muuttujan mahdollisista ulkopuolisista

havainnoista viestivät myös DACC:n korkeat huipukkuus- ja vinousarvot.. Tämän vuoksi harkinnanvaraisten erien ulkopuoliset arvot pyritään poistamaan typistämällä 1 % DACC:n ääriarvoja muuttujan jakauman molemmista päistä. Yhden prosentin typistyksen jälkeen aineiston havainnoista karsiutuu yhteensä kymmenen havaintoa ja muuttujan saamat arvot kohenevat selvästi. Huipukkuus on kuitenkin yhä 4,85, minkä vuoksi muuttujan ääriarvoja typistetään uudelleen 5 %:lla. Aineiston koko typistyi 473 havaintoon, mutta samalla huipukkuus laski jatkotutkimusten kannalta siedettävälle tasolle (2,73). Vinouden puolesta DACC on lähes täydellisesti normaalijakautunut. Huomioiden, että havaintojen lukumäärä laski typistämisen jälkeen 62 havainnolla eikä huipukkuus ole vielääkään ihanteellinen, käytetään typistämisen sijaan winsorizing-menetelmää kymmenellä prosentilla. Tämä tarkoittaa, että muuttujan molempien ääripäiden arvot asetetaan jakauman yhdeksännen desiilin mukaisesti. Tällöin aineiston havaintomäärää ei tarvitse karsia ja aineiston ominaisuuksia kuvaavat arvot paranevat. Taulukosta kahdeksan nähdään, että harkinnanvaraisten erien huipukkuus on nyt 2,08 ja vinous -0,04. Tutkielman selitettävä muuttuja soveltuu nyt tilastolliseen jatkotarkasteluun paneeliregressioanalyysinä käyttäen.

**Taulukko 8: Harkinnanvaraiset erät winsorizing 10 %**

	Keskiarvo	Mediaani	Max	Min	Keskihajonta	Vinous	Huipukkuus
DACC	0.002	0.002	0.070	-0.067	0.042	-0.038	2.078

Kuvaajissa neljä ja viisi on havainnollistettu harkinnanvaraisten erien jakaumaa laatikkojanan avulla ennen ja jälkeen winsorizing-menetelmän suorittamista.



**Kuviot 4 ja 5: Harkinnanvaraiset erät ennen winsorizing-menetelmää (vasen kuvio) ja harkinnanvaraiset erät 10 % winsorizing-menetelmällä (oikea kuvio)**

## 6.2 Regressiotulokset

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää Helsingin pörssin listayritysten hallinnon riippumattomuuden ja harkinnanvaraisten tilierien kautta tapahtuvan tuloksenjärjestelyn välistä riippuvuutta. Tilastollinen analyysi suoritetaan hyödyntäen Abdullahin ym. (2004) tutkimusmenetelmiä. Tutkimukselle asetetuilla kahdella nollahypoteesilla väitetään, ettei hallituksen tai tarkastusvaliokunnan riippumattomuudella ole tilastollisesti merkitsevää yhteyttä harkinnanvaraisten jaksotuserien vaihteluihin.

Aineistolle suoritetaan kolme erillistä regressioanalyysiä asetettujen hypoteesien mukaisesti ja Abdullahin ym. tutkimukseen nähden vastaavasti. Ensimmäisessä regressiossa testataan hallituksen (BDIND) ja tarkastusvaliokunnan (ACIND) välistä riippuvuutta tuloksenjärjestelyn harkinnanvaraisiin eriin (DACC). Ensimmäinen malli on tutkimuksen ensisijainen regressioyhtälö, jolla arvioidaan tutkimushypoteeseja. Toisessa ja kolmannessa mallissa pyritään lähinnä hahmottamaan selittävien muuttujien erityisominaisuuksia. Toiseksi muodostetaan regressio, jossa tarkastusvaliokunnan vaikutusta testataan ACIND:sta johdetulla

ACIND2 tekemuuttujalla. ACIND2 saa arvon 1, jos tarkastusvaliokunta koostuu vain riippumattomista jäsenistä ja puolestaan arvon 0, jos tarkastusvaliokunta sisältää yhden tai useamman yhtiöstä riippumattoman jäsenen. Kolmannessa regressioanalyysissä pyritään hahmottamaan hallituksen ja tarkastusvaliokunnan riippumattomuuden keskinäisvaikutusta tuloksenjärjestelyyn kertomalla BDIND:n ja ACIND:n arvot keskenään.

$$1. \text{ malli: } \quad DACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BDIND_{it} + \beta_2 ACIND_{it} + \beta_3 LGDIR_{it} + \beta_4 GRG_{it} + \beta_5 LOSS\_TERM_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$2. \text{ malli: } \quad DACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BDIND_{it} + \beta_2 ACIND2_{it} + \beta_3 LGDIR_{it} + \beta_4 GRG_{it} + \beta_5 LOSS\_TERM_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$3. \text{ malli: } \quad DACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BDIND_{it} + \beta_2 ACIND_{it} + \beta_1 BDIND_{it} * \beta_2 ACIND_{it} + \beta_3 LGDIR_{it} + \beta_4 GRG_{it} + \beta_5 LOSS\_TERM_{it} + \varepsilon_{it}$$

Abdullahin ym. (2004) poikkileikkauksellisissa regressioissa esiintyvä heteroskedastisuus korjattiin jokaisessa estimoinnissa. Vukon ja Čularin (2014) mukaan paneeliaineistoissa esiintyy hyvin usein heteroskedastisuutta, mikä haastaa perinteisen yhdistetyn paneeliregression käytön toimivuuden. Paneeliaineistossa esiintyvä heteroskedastisuus tarkoittaa virhetermien varianssien eroja yksikköjen välillä. Tässä tutkimuksessa mahdollista heteroskedastisuutta voi esiintyä eri yritysten välillä poikkileikkauksena sekä samojen yritysten välillä aikasarjana (cluster effect) (Vuko & Čular 2014: 88).

Heteroskedastisuutta testattiin Breuch-Paganin testillä kullekin yhdistetylle paneeliregressiolle. Paneeliaineiston heteroskedastisuutta voidaan testata Lagrangen kerrointestin avulla, joka antaa Breuch-Pagan -testin arvot ja niiden tilastollisen merkitsevyyden. Breuch-Paganin testissä pyritään tunnistamaan, ovatko



regressioiden virhetermien varianssit riippuvaisia regressioyhtälön itsenäisistä muuttujista. Testissä muodostetaan nollahypoteesit, joiden perusteella aineiston voidaan todeta olevan joko homo- tai heteroskedastinen.

Breuch-Pagan -testin nollahypoteesi:

$H_0 =$  Paneeliregressiossa ei esiinny heteroskedastisuutta

$H_1 =$  Paneeliregressiossa esiintyy heteroskedastisuutta

Heteroskedastisuutta testataan normaalilla yhdistetyllä OLS estimoinnilla. Taulukosta yhdeksän nähdään Breuch-Pagan –testien tulokset kaikista kolmesta regressioyhtälöstä. Jokaisen mallin Breuch-Pagan -testin nollahypoteesi hylätään ( $p$ -arvo  $> 0,05$ ), mikä tarkoittaa, että mallien virhetermien varianssit eivät ole vakiota ja näin ollen mallit sisältävät heteroskedastisuutta. Tulokset osoittavat heteroskedastisuutta esiintyvän sekä poikkileikkauksellisesti että aikasarjana.

**Taulukko 9: Heteroskedastisuuden testaus**

		1. malli		
	Poikkileikkaus	Aikasarja	Molemmat	
Breusch-Pagan	0.064 (0.801)	0.084 (0.772)	0.148 (0.701)	
		2.malli		
	Poikkileikkaus	Aikasarja	Molemmat	
Breusch-Pagan	0.086 (0.770)	0.036 (0.850)	0.122 (0.727)	
		3.malli		
	Poikkileikkaus	Aikasarja	Molemmat	
Breusch-Pagan	0.195 (0.659)	0.091 (0.763)	0.286 (0.593)	

Aineistossa esiintyvän heteroskedastisuuden vuoksi voidaan todeta, että yhdistetyn OLS –regression tulokset kärsivät heteroskedastisuudesta. Lisäksi voidaan arvioida, että myös satunnaisten vaikutusten malli saattaa kärsiä heteroskedastisuudesta. Satunnaisten vaikutusten malli rajoittaa residuaalien vaihtelua saman yrityksen saamien eri arvojen välillä, mutta sallii eri yritysten saamien virhetermien vaihtelun poikittaisesti. Pienemmän neliösumman menetelmässä (OLS, ordinary least squares) oletetaan, että virhetermit ovat peräisin homogeenisestä aineistosta, jolloin niiden varianssi on vakio. Aineistossa, jossa regression virhetermien hajonta vaihtelee paljon, OLS-estimointi usein heikentää tai vastaavasti yliarvioi regression tuloksia (Petersen 2009: 435). Petersenin mukaan etenkin yritysten taloustietoja käsittelevässä paneelitutkimuksessa esiintyy havaitsemattomien tekijöiden (unobserved firm effect) vuoksi virhetermien heteroskedastista hajontaa. Ilmiö tarkoittaa samaa kuin puuttuvan muuttujan harha.

Yritysdataa sisältävän aineiston paneeliestimointia voidaan OLS:n sijaan havainnollistaa rajoitetun pienimmän neliösumman menetelmän, EGLS:n (estimated general least squares), avulla (Petersen 2009). GLS-estimointi suoritetaan poikittaisilla virhetermien rajoituksilla (GLS cross section weights), joiden avulla poikittaisessa estimoinnissa esiintyvää virhetermien heteroskedastisuutta saadaan korjattua. Pitkittäistä heteroskedastisuutta on paneeliaineistossa vaikea korjata vastaavilla OVB:n rajoituksilla, koska aikaperiodeja on huomattavasti vähemmän kuin poikkileikkaushavaintoja. Aikaperiodeja on aineistossa viisi ja poikkileikkauksia kahdeksankymmentä. Tällöin paneelikorjattuja virhetermejä ei voida soveltaa aikasarjaan. Paras tapa korjata paneeliaineiston pitkittäistä heteroskedastisuutta on lisätä yhtälöön puuttuvan muuttujan harhaa aiheuttavien yritystekijöiden vuosivaihteluita kuvaavia kontrollimuuttujia. (Vuko & Čular 2014: 88) Regressioyhtälöön tällä hetkellä valitut kontrollimuuttujat kuvaavat velkaantuneisuutta, liiketoiminnan tappiollisuutta ja riippuvuutta merkittävästä osakkeenomistajasta. Nykyiset kontrollimuuttujat kuvaavat aiempien tutkimusten perusteella hyvin yrityskohtaisia tekijöitä, jotka saattavat vaikuttaa tuloksenjärjestelyn arvoihin eri vuosien välillä (muun muassa DeFond & Jiambalvo 1994, Peasnell ym. 2000a). Tämän vuoksi nykyiset dummy-muuttujat oletetaan riittäviksi eikä pitkittäisen heteroskedastisuuden korjaamiseksi lisätä uusia dummy-muuttujia.

EGLS-estimoinnin lisäksi suoritetaan yhdistetty OLS –paneeliestimointi sekä Hausmanin testin perusteella joko kiinteiden vaikutusten tai satunnaisten vaikutusten mallin estimointi. Eri estimointien tuloksia voidaan käyttää tukena soveltuvimmaksi koetun estimoinnin arvioinnissa. Regressiotuloksia tarkastellessa t-suureiden tulisi olla yli 1,96 ja vastaavasti p-arvojen alle 0,05, jotta muuttujien välillä voidaan todeta tilastollista merkitsevyyttä. T-suureen perusteella voidaan määrittää, eroaako koeffisienttien tulokset tilastollisesti merkitsevästi nolasta ja p-arvo kertoo tilastollisen merkitsevyydestä.

Esitellään ensin yhdistetyn OLS-regression tulokset. Taulukossa 10 nähdään, että yhdistetyn OLS –paneeliestimoinnin avulla ei havaita tilastollista merkitsevyyttä minkään muuttujan kertoimien välillä. Lisäksi korjattu  $R^2$  on hyvin matala. Luku kuvastaa estimoidun regressiomallin selitysvoimaa korjattuna yhtälön useamman muuttujan lukumäärällä. Durbin-Watson -suureen perusteella aineisto kärsii lievistä positiivisesta autokorrelaatiosta. Jos Durbin-Watson -suure saa arvon kaksi, aineisto ei testin mukaan kärsi lainkaan autokorrelaatiosta.

**Taulukko 10: Yhdistetyn OLS -paneeli regression tulokset**

Muuttuja	1. malli			2. malli			3. malli		
	Kerroin	t-testi	p-arvo	Kerroin	t-testi	p-arvo	Kerroin	t-testi	p-arvo
C	-0,017	-0,70	0,485	0,0053	0,30	0,762	0,1243	1,23	0,220
BDIND	-0,0228	-1,09	0,279	-0,0307	-1,51	0,132	-0,2379	-1,58	0,115
ACIND	0,0346	1,21	0,228				-0,1134	-1,06	0,288
ACIND2				0,0198	2,05	0,041			
BDIND*ACIND							0,2222	1,44	0,150
LRGDIR	0,0038	0,79	0,431	0,0048	0,82	0,413	0,0037	0,77	0,445
GRG	-0,0025	-1,79	0,075	-0,0014	-1,78	0,077	-0,0023	-1,69	0,091
LOSS_TERM	0,0051	0,97	0,332	0,0052	1,03	0,306	0,0051	0,97	0,331
Korjattu $R^2$	0,006			0,015			0,029		
F-testi	1,39			1,95			1,44		
Durbin-Watson	2,170			2,192			2,221		

\* = 5 %:n merkitsevyydestä, \*\* = 1 %:n merkitsevyydestä ja \*\*\* = 0,1 %:n merkitsevyydestä

Aineisto-osuudessa esiteltyyn paneeliaineiston tilastolliseen estimointiin perustuen suoritetaan Hausman-testit kaikille kolmelle mallille. Hausmanin testin avulla voidaan valita estimoitavaksi joko kiinteiden vaikutusten malli tai satunnaisten vaikutusten malli. Hausman-testistä muodostetaan nollahypoteesi Clark & Lintzer (2012) päätelmien mukaisesti:

$H_0$  = *Satunnaisten vaikutusten malli soveltuu aineistolle*

$H_1$  = *Kiinteiden vaikutusten malli soveltuu aineistolle*

Hausmanin testin tulokset eivät ole taulukon 11 mukaan tilastollisesti merkitseviä yhdessäkään kolmesta paneeliregressiosta (p-arvo > 0,05). Tulosten perusteella seuraavat paneeliregressiot suoritetaan satunnaisten muutosten mallin avulla.

**Taulukko 11: Hausman-testien tulokset**

Hausman-testi	Chi-Square	p-arvo
1. malli	4.854283	0.4339
2. malli	4.412856	0.4916
3.malli	5.017862	0.5415

Taulukossa 12 nähdään satunnaisten vaikutusten mallin regressioanalyysien tulokset. Korjattu  $R^2$  on satunnaisten vaikutusten mallissa hieman OLS-estimointia korkeampi, mutta yhä hyvin matala (0,022 – 0,031). Tuloksissa ei havaita tilastollisesti merkittävää riippuvuutta hallinnon riippumattomuuden ja harkinnanvaraisiin jaksotuseriin perustuvan tuloksenjärjestelyn välillä BDIND:n ja ACIND:n osalta. Sen sijaan 2.mallissa esiintyvä ACIND2-dummy-muuttujan ja DACC:n välillä voidaan 95 % luottamusvälillä tunnistaa tilastollisesti merkitsevä positiivinen riippuvuus. OLS-estimointiin nähden satunnaisten vaikutusten mallissa positiivista korrelaatiota esiintyy hieman enemmän (2,208).

**Taulukko 12: Satunnaisten vaikutusten mallin regressiotulokset**

Muuttuja	1. malli			2. malli			3. malli		
	Kerroin	t-testi	p-arvo	Kerroin	t-testi	p-arvo	Kerroin	t-testi	p-arvo
C	-0,016	-0,64	0,523	0,0062	0,35	0,728	0,1227	1,19	0,234
BDIND	-0,0237	-1,10	0,273	-0,0316	-1,52	0,130	-0,2346	-1,53	0,126
ACIND	0,0346	1,19	0,236				-0,1108	-1,02	0,307
ACIND2				0,0199	2,03	0,043*			
BDIND*ACIND							0,218	1,39	0,165
LRGDIR	0,0038	0,77	0,444	0,0039	0,8	0,426	0,0037	0,75	0,454
GRG	-0,0024	-1,77	0,078	-0,0024	-1,75	0,080	-0,0023	-1,68	0,095
LOSS_TERM	0,0046	0,87	0,386	0,0049	0,94	0,351	0,0047	0,89	0,375
Korjattu R <sup>2</sup>	0,022			0,031			0,029		
F-testi	1,33			1,89			1,44		
Durbin-Watson	2,208			2,225			2,221		
Hausman	0,434			0,492			0,542		

\* = 5 %:n merkitsevyytaso, \*\* = 1 %:n merkitsevyytaso ja \*\*\* = 0,1 %:n merkitsevyytaso

Lopuksi suoritetaan EGLS-paneeliregressiot, joiden oletetaan korjaavan aineiston heteroskedastisuutta. Taulukon 13 tuloksista nähdään heteroskedastisuuden korjaamiseksi valitun EGLS-paneeliestimoinnin tulokset. Ensinnäkin nähdään, että mallin selittävyysaste, korjattu  $R^2$ , on kohentunut malleissa (0,043 - 0,0747), mikä tarkoittaa EGLS-estimoinnin soveltuvan jokseenkin paremmin hypoteesien tutkimiseen. Erityisesti korjattu  $R^2$  on parantunut 2. mallissa, jossa tutkitaan täysin riippumattoman tarkastusvaliokunnan vaikutusta. Korjatut  $R^2$  -testisuureet ovat yhä matalia kaikissa malleissa, mutta erittäin vertailukelpoisia muissa tutkimuksissa saatuihin suureisiin nähden: muun muassa Ianniello (2015) korjattu  $R^2$  0.0648 ja Abdullah ym. (2004) korjattu  $R^2$  noin 0,05.

Tulokset osoittavat 1.mallin mukaisesti, että sekä hallituksen että tarkastusvaliokunnan riippumattomuuden kertoimet ovat tilastollisesti merkitseviä: BDIND 95 % merkitsevyytäsolla ja ACIND 99 % merkitsevyytäsolla. Hallituksen (BDIND) ja tarkastusvaliokunnan (ACIND) korrelaatiokertoimien suuruus ja suunta

ovat pysyneet vastaavina aiemmin esiteltyihin Pearsonin korrelaatiokertoimiin nähden. Kertoimien pysyvyys kuvastaa, ettei rajoitetun pienimmän neliösumman menetelmä ole vioittanut muuttujien välisiä korrelaatioita. Kontrollimuuttujista velkaantuneisuusaste GRG on tilastollisesti merkitsevä 5 % riskitasolla kaikissa kolmessa mallissa. Sen sijaan riippuvuus merkittävästä osakkeenomistajasta LRGDIR ja tappiomuuttuja LOSS\_TERM eivät ole tilastollisesti merkitseviä yhdessäkään mallissa.

Selittävästä muuttujasta ACIND:n ja kontrollimuuttujista GRG:n koeffisientit ovat ristiriidassa ennako-odotuksiin nähden. Sekä korrelaatiomatriisissa että regressioissa havaittiin positiivinen korrelaatio tarkastusvaliokunnan riippumattomuuden harkinnanvaraisten erien välillä. Positiivinen korrelaatio tarkoittaa, että riippumattomien jäsenten osuuden kasvaessa myös tuloksenjärjestely lisääntyy. Lisäksi nettovelkaantumisaste osoittautui olevan käänteisesti riippuvainen sekä korrelaatiomatriisissa että regressiotuloksissa. Käänteisen riippuvuuden perusteella nettovelkaantumisasteen nousu vähentäisi harkinnanvaraisten erien määrää.

Toisessa mallissa tarkastusvaliokunnan riippumattomuuden jatkuvasta muuttuvasta ACIND:sta muodostettiin dummy-muuttuja ACIND2. Toisen mallin tulokset osoittavat, että ACIND2:n kerroin on tilastollisesti erittäin merkitsevä. Tulos tukee Bronsonin ja Carcellon (2009) löydöstä, jonka mukaan tarkastusvaliokunnan vaikuttavuus johdon työskentelyyn on suurempi, kun valiokunta on sataprosenttisesti riippumaton. Kuten ensimmäisessä mallissa, riippuvuuden positiivisuus on kuitenkin ristiriidassa odotuksiin. Myös hallituksen riippumattomuus on tilastollisesti merkitsevä 5 % riskitasolla 2.mallissa. Hallituksen riippumattomuuden tilastollinen merkitsevyys on siis kestävä molemmissa estimoinneissa.

Kolmannessa mallissa ei havaita tilastollista merkitsevyyttä lukuun ottamatta nettovelkaantumisastetta. Hallituksen ja tarkastusvaliokunnan riippumattomuuden yhteisvaikutusta tutkittiin kertomalla BDIND:n ja ACIND:n arvot keskenään. Korjatun  $R^2$  -testisuureen mukaan BDIND\*ACIND-muuttujan lisääminen ei parantanut mallin selitysasetta suhteessa 1. malliin.

Durbin-Watson -suureen arvot muodostettiin kaikille regressioille, jotta estimointien sisältämää autokorrelaatiota voitaisiin arvioida. Malleissa ei esiinny juurikaan autokorrelaatiota, sillä testisuureet ovat hyvin lähellä kahta jokaisessa mallissa. Paneeliaineiston ei oleteta kärsivän multikollinearisuudesta, koska muuttujien väliset korrelaatiokertoimet havaittiin mataliksi. Paneeliregressiossa muun muassa VIF-etäisyyttä (variance inflation rate) ei voida soveltaa multikollinearisuuden testaamiseen.

EGLS-paneeliestimoinnin tulosten perusteella molemmat nollahypoteesit voidaan hylätä ja todeta, että hallituksen ja tarkastusvaliokunnan riippumattomuuden yhteys harkinnanvaraisiin eriin on tilastollisesti merkitsevä mallin yksi mukaisesti. Lisäksi täysin riippumattomilla tarkastusvaliokunnilla on estimoinnin perusteella tilastollisesti erittäin merkitsevä yhteys harkinnanvaraisiin eriin mallin kaksi mukaisesti.

**Taulukko 13: EGLS-paneeliregression tulokset**

Muuttuja	1. malli			2. malli			3. malli		
	Kerroin	t-testi	p-arvo	Kerroin	t-testi	p-arvo	Kerroin	t-testi	p-arvo
C	-0,0242	-1,70	0,091	0,0046	0,55	0,584	0,1182	1,30	0,193
BDIND	-0,0236	-2,17	0,030*	-0,0253	-2,54	0,011*	-0,2336	-1,72	0,087
ACIND	0,0462	3,04	0,003**				-0,0975	-1,06	0,291
ACIND2				0,0186	4,51	0,000***			
BDIND*ACIND							0,2119	1,55	0,123
LRGDIR	0,004	1,28	0,201	0,004	1,29	0,198	0,0037	1,17	0,245
GRG	-0,0024	-2,46	0,014*	-0,0024	-2,49	0,013*	-0,0024	-2,43	0,015*
LOSS_TERM	0,0016	0,53	0,595	0,0024	0,89	0,374	0,0015	0,49	0,623
Korjattu R <sup>2</sup>	0,043			0,0747			0,0433		
F-testi	3,85			6,07			3,37		
Durbin-Watson	2,002			1,991			2,010		

\* = 5 %:n merkitsevyystaso, \*\* = 1 %:n merkitsevyystaso ja \*\*\* = 0,1 %:n merkitsevyystaso

Verrattuna Abdullahin ym. (2004) kertoimiin tässä tutkielmassa saadut regressiokertoimet ovat noin kymmenyksen voimakkaampia sekä hallituksen että tarkastusvaliokunnan osalta (Abdullah ym. DACC -0,004, ACIND -0,003). Sen sijaan Ianniellon (2015) portugalilaisella paneeliaineistolla saamat hallituksen riippumattomuutta koskevat riippuvuuskerroimet vastaavat suuruusluokaltaan tämän tutkielman kertoimia (0,012). Ianniello hyödyntää pienimmän neliösumman menetelmää ja määrittää tuloksenjärjestelyä epänormaaleina kirjanpidon jaksotuksina. Ianniellon tutkimuksessa ei saatu tilastollisesti merkitseviä tuloksia. Estimoinnin selitysaste vastaa kuitenkin tämän tutkielman selitysastetta. Sen sijaan Alves (2014) saa tilastollisesti merkitseviä ja erittäin merkitseviä tuloksia hallituksen riippumattomuuden välisestä yhteydestä. Alvesin italialaisella paneeliaineistolla mitattuna muuttujien välinen korrelaatiokerroin on -0,2. Sekä Ianniello että Alves tutkivat 2000-luvulta kerättyä paneeliaineistoa, käyttävät vastaavaa riippumattomuuden suhteellista osuutta ja estimoivat harkinnanvaraisia eriä lähes samalla tavalla kuin tässä tutkimuksessa. Etelä-Euroopan valtioista saaduilla vertailukelpoisilla tuloksilla voidaan tulkita myös tämän tutkielman tuloksia. Sekä Portugalin että Italian aineistoissa hallitukset ovat selvästi riippuvaisempia kuin Suomessa (Portugali keskiarvo 37 % ja Italia keskiarvo 29 %) (Ianniello 2015: 242, Alves 2014: 29). Lisäksi muun muassa Portugalin harkinnanvaraisten erien keskiarvo (0,098) on merkittävästi suurempi kuin Suomessa (0,002). Jos tämän tutkielman tuloksia tulkitaan luotettavina, voidaan sanoa, että Suomessa hallitukset pystyvät melko tarkasti pureutumaan maltilliseenkin tuloksenjärjestelyyn; huomioiden, että harkinnanvaraista tuloksenjärjestelyä esiintyy kokonaisuudessaan vähän verrattuna esimerkiksi Etelä-Euroopan valtioihin tai Malesiaan.

Ristiriitaista tuloksissa on kuitenkin ACIND:n ja GRG:n kertoimien etumerkki, jotka yleisiin käsityksiin nähden osoittavat päinvastaista riippuvuutta selitettävään muuttujaan. Tarkastusvaliokunnan riippumattomuuden vaikutusta on syytä arvioida kriittisesti. Tuloksiin vaikuttaa mahdollisesti ACIND:n epälineaarinen jakauma, joka heikentää lineaarisen regression tuloksia. Tarkastusvaliokunnat ovat lähtökohtaisesti kaikki riippumattomia, jolloin ACIND:n poikkeavat havainnot mahdollisesti aiheuttavat kyseenalaisia regressiotuloksia. Tarkastusvaliokuntien riippumattomuus on lähtökohtaisesti positiivinen indikaatio hallinnointisuositusten toteutumisesta, mutta vaikeuttaa riippumattomuuden vaikutusten tilastollista tarkastelua. Tulosten



pohjalta voidaan ainakin todeta, että tarkastusvaliokunnan riippumattomuuden vaikutuksista tuloksenjärjestelyyn on vaikea tehdä luotettavia johtopäätöksiä.

## 7 YHTEENVETO

Tämän tutkielman tavoitteena on arvioida hallinnointisuositusten vaikutusta suomalaiseseen tuloksenjärjestelyyn. Tutkielma kiteytyy kahteen laskentatoimen tutkimusalaan: hallinnoinnin ja tuloksenjärjestelyn tutkimukseen. Molemmat ovat laskentatoimen keskeisiä ja ajattomia tutkimusaiheita. Tutkielman selitettävä muuttuja perustuu johdon suorittaman tuloksenjärjestelyn määrittämiseen suomalaisissa listayhtiöissä. Tuloksenjärjestelyä mitataan kirjanpidon harkinnanvaraisina jaksotuserinä tilastollisesti estimoitavan mallin avulla. Tuloksenjärjestelyä pyritään puolestaan selittämään hallinnon riippumattomuudella, jolla on aiemman tutkimustiedon perusteella olennainen vaikutus tuloksenjärjestelyyn. Hallinnon riippumattomuutta tarkastellaan hallitusten ja tarkastusvaliokuntien riippumattomien jäsenten suhteellisena osuutena kaikista jäsenistä. Riippumattomuuden vaikutuksia arvioidaan lisäksi hallinnointisuositusten mukaisten hyvien hallinnointitapojen näkökulmasta. Aineisto koostuu Helsingin pörssin yhtiöistä aikavälillä 2012-2016. Paneeliaineiston sisältämien yritysten hallinnon riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä tutkitaan tilastollisesti usean muuttujan regressioanalyysillä.

Aiemman tutkimuksen perusteella Suomi on veronkanton perustuvana maana otollinen ympäristö tuloksenjärjestelyn tutkimiselle (Kasanen ym. 1996). Samalla Suomessa esiintyvää tuloksenjärjestelyä on käsitelty IFRS:n voimaantulon (2005) jälkeen verraten vähän tieteellisissä artikkeleissa. Hallinnon riippumattomuuden määrällisestä tai laadullisesta vaikutuksesta tuloksenjärjestelyyn ei löydy juuri aiempaa kotimaista näyttöä. Sen vuoksi tämän tutkielman pyrkimyksenä on täydentää hallinnointikäytäntöihin ja tuloksenjärjestelyyn liittyvää tutkimustietoa ja verrata saatuja tuloksia kansainvälisesti eri kohdemarkkinoilla tehtyihin vastaaviin tutkimuksiin.

Useimmat vastaavista tutkimuksista on suoritettu poikkileikkausaineiston avulla (muun muassa Peasnell ym. 1998, Abdullah ym. 2004, Peasnell ym. 2005, Ghosh, Marra ja Moon 2010 ja Alves 2014). Paneeliaineiston hyödyntämisellä Helsingin pörssin pienen koon rajoitetta saatiin vähennettyä. Samalla havaittiin kuitenkin muita rajoitteita, kuten aineiston heteroskedastisuus ja estimointien matala selityssaste.

Lisäksi muun muassa tarkka riippumattomuussuositusten soveltaminen ja toisaalta tarkastusvaliokuntien perustamatta jättäminen aiheuttivat haasteita aineiston tilastollisessa tarkastelussa.

Aiemman tutkimusnäytön perusteella hallinnon riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn välillä on havaittu negatiivinen korrelaatio. Tilastollinen merkitsevyys on pystytty osoittamaan erityisesti aggressiivisessa tuloksenjärjestelyssä. Tähän viitaten, hallinnon matalan riippumattomuusasteen on havaittu olevan kytköksissä väärinkäytöksiin sekä tilanteisiin, joissa tuloksenjärjestelyn hyöty on suuri. Hallinnon riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä on ollut sen sijaan haasteellista osoittaa systemaattisella satunnaisotannalla ilman tilannekohtaisten tekijöiden huomioimista.

Tässä tutkielmassa keskityttiin Helsingin pörssistä juuri satunnaisotannalla tunnistamaan tilinpäätösstandardien rajoissa tapahtuvaa maltillista tuloksenjärjestelyä, jota on tutkimusten mukaan vaikea tunnistaa. Kallungin ja Martikaisen (1999) näkemyksiin perustuen Suomi on tavoitteellisen verosuunnittelun ja toisaalta FAS:n perimän pohjalta luonteva markkina piilevän tuloksenjärjestelyn tutkimisille. Tämän tutkielman tulokset osoittavat tilastollisesti merkitsevän yhteyden hallitusten ja tarkastusvaliokuntien riippumattomuuden ja tuloksenjärjestelyn välillä Suomessa. Tulosten mukaan yhtiöstä riippumattoman hallitusjäsenen nimeämisellä on harkinnanvaraisia jaksotuskirjauksia vähentävä vaikutus. Hallituksen riippumattomuutta koskevat tulokset ovat yhtenevät asetettuihin odotuksiin nähden ja esimerkiksi Abdullahin ym. (2004) ja Ianniellon (2015) saamiin tuloksiin nähden jopa yllättävän merkitsevät.

Tutkimuksen suurin rajoite on kuitenkin tarkastusvaliokunnan riippuvuuden odotuksiin nähden päinvastainen suunta. Tarkastusvaliokunnan riippumattomuuden oletettiin olevan käänteisesti riippuvainen tuloksenjärjestelyyn nähden. Tulosten mukaan tarkastusvaliokunnan riippumattomuus on kuitenkin positiivisesti riippuvainen tuloksenjärjestelyyn, minkä perusteella riippumattomat tarkastusvaliokunnat keskimäärin lisäävät harkinnanvaraista tuloksenjärjestelyä. Epäloogisten tulosten taustalla on mahdollisesti erilaisia syitä. Tilastollista tarkastelua saattaa heikentää aineiston pääosin riippumattomista

tarkastusvaliokunnista poikkeavat havainnot. Kun jatkuvasta tarkastusvaliokunnan riippumattomuutta kuvaavasta muodostettiin dummy-muuttuja, tulokset paranivat selvästi, mutta riippuvuuden suunta pysyi samana. Toisaalta tarkastusvaliokuntien vaikutuksesta on olemassa ristiriitaisia tuloksia ja kritiikkiä (muun muassa Peasnell ym. 2000a ja 2005, Ghosh 2010 ja Klein 2018). Tämän tutkielman poikkeavat tulokset kuvastavat mahdollisesti muissakin tutkimuksissa saatuja ristiriitaisia tuloksia tarkastusvaliokuntiin liittyen. Joka tapauksessa tarkastusvaliokunnan osalta tämän tutkielman tuloksia on syytä tarkastella varauksellisesti.

Tutkimuksen jatkoanalyysinä voisi perehtyä tarkemmin yhtiön merkittävästä osakkeenomistajasta riippumattomien jäsenten vaikutuksiin. Tässä tutkimuksessa merkittävästä osakkeenomistajasta riippuvaisten hallitusjäsenten vaikutusta tuloksenjärjestelyyn kontrolloitiin dummy-muuttujana. Erityisesti institutionaalisten sijoittajien vaikutusta arvioitaessa huomattiin, että merkittävät institutionaaliset osakkeenomistajat käyttävät paljon valtaa pörssiyritysten hallinnoinnissa. Institutionaalisten omistusten vaikutus välittyy mahdollisesti juuri merkittävästä osakkeenomistajasta riippuvaisten hallitusjäsenten kautta. Tarkemmassa analyysissä kyseistä muuttujaa voisi käsitellä esimerkiksi jatkuvana muuttujana dummy-muuttujan sijaan.

Tutkielmassa ei määritelty, miten tuloksenjärjestelyn eri motiivit vaikuttavat harkinnanvaraisiin eriin Suomessa. Tuloksenjärjestelyn tarkoitusperiä käsiteltiin lähinnä agenttiteorian näkökulmasta ja esiteltiin yleisesti tunnistetut tuloksenjärjestelyn motiivit. Tuloksenjärjestelyn motiivit voivat liittyä esimerkiksi johdon tulospalkkioiden maksuun tai tulosjulkistusten tulosodotuksiin. Suomessa johdon palkkaus perustuu yhä voimakkaasti kiinteään kuukausipalkkaan. Tällöin kannustinjärjestelmiin liittyvät motiivit eivät mahdollisesti ole Suomessa yhtä merkittäviä kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa tai Iso-Britanniassa. Näin ollen myös kannustinpalkkioiden vaikutukset tuloksenjärjestelyn motiiveihin ovat todennäköisesti erisuuret. Suomessa merkittävä tuloksenjärjestelyn motiivi saattaisi sen sijaan olla verosuunnittelun hyväksyttävyyys. Kuten Niskanen ym. (1996) kuvaavat, suomalainen kirjanpitokulttuuri on historiallisesti sallinut verosuunnittelun osana tilinpäätöstyötä. Tällöin riippumattomilla hallituksilla ei välttämättä olekaan yhtäläisiä pyrkimyksiä minimoida tuloksenjärjestelyeriä, vaan esimerkiksi valvoa,

että tulossuunnittelu tapahtuu osakkeenomistajien edun mukaisesti ja sääntöjen rajoissa. Näin ollen tuloksenjärjestelyn motiiveja tulee katsoa johdon tavoitteiden lisäksi myös hallituksen näkökulmasta. Tulosta muokkaavaa verosuunnittelua harjoitetaan yleisesti silloin, kun raportoitu tulos on positiivinen. Muun muassa Peasnell ym. (2005) havaitsivat, ettei hallituksen tai tarkastusvaliokunnan riippumattomilla jäsenillä ollut tuloksenjärjestelyä vähentävää vaikutusta, kun tulos on vahvasti positiivinen. Näin ollen verojärjestelmän erityisroolin huomioiminen osana tuloksenjärjestelyä saattaisi avata uusia näkökulmia kansainvälisesti hyväksi koettujen hallinnointiperiaatteiden tehokkuudesta Suomessa.

## LÄHTEET

- Abdullah, S. Nahar, N. & Nasir, M. (2004). Accrual management and the independence of the boards of directors and audit committees. *International Journal of Economics, Management and Accounting* 12.1
- Ajinkya, B., Bhojraj, S. & Sengupta, P. (2005). The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of accounting research* 43(3), 343-376.
- Aldamen, H., Duncan, K., Kelly, S., McNamara, R. & Nagel, S. (2012). Audit committee characteristics and firm performance during the global financial crisis. *Accounting & Finance* 52(4), 971-1000.
- Alves, S. (2014). The effect of board independence on the earnings quality: Evidence from portuguese listed companies. *Australasian Accounting Business & Finance Journal* 8(3), 23-43.
- Amir, E., Kama, I. & Levi, S. (2015). Conditional persistence of earnings components and accounting anomalies. *Journal of Business Finance & Accounting* 42(7), 801-825.
- An, H., Lee, Y. & Zhang, T. (2014). Do corporations manage earnings to meet/exceed analyst forecasts? evidence from pension plan assumption changes. *Review of Accounting Studies* 19(2), 698-735.
- Arthur, N., Garvey, G., Swan, P. & Taylor, S. (1993). Agency theory and "Management research" A comment. *Australian Journal of Management* 18(1), 93-102.
- Arvopaperimarkkinayhdistys Ry. <https://cgfinland.fi/hallinnointikoodit/>
- Ball, R., Kothari, S. P. & Robin, A. (2000). Corrigendum to "the effect of international institutional factors on properties of accounting earnings". *Journal of Accounting & Economics* 30(2), 241-241.
- Ball, R. & Shivakumar, L. (2006). The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. *Journal of Accounting Research* 44(2), 207-242.
- Baysinger, B. D. & Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics & Organization* 1(1), 101.
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting Review* 71(4), 443-465.

- Bédard, J., Chtourou, S. M. & Courteau, L. (2004). The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 23(2), 13-35.
- Beneish, M. D. (1998). *A call for papers: Earnings management*
- Berle, A. & Means, G. (1932). The modern corporation and private property. new brunswick.
- Bhasin, M. "Corporate accounting scandal at Satyam: A case study of India's enron." *European Journal of Business and Social Sciences* (2013): 25-47.
- Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees. (1999). Report and recommendations of the blue ribbon committee on improving the effectiveness of corporate audit committees. *The Business Lawyer* 1067-1095.
- Lee, B. & Vetter, W. (2015). Critical evaluation of accrual models in earnings management studies. *Journal of Accounting & Finance (2158-3625)* 15(1), 62-71.
- Brickey, K. "From Enron to WorldCom and beyond: Life and crime after Sarbanes-Oxley." *Wash. ULQ* 81 (2003): 357.
- Bronson, S. N., Carcello, J. V., Hollingsworth, C. W. & Neal, T. L. (2009). Are fully independent audit committees really necessary? *Journal of Accounting & Public Policy* 28(4), 265-280.
- Chava, S. & Purnanandam, A. (2010). CEOs versus CFOs: Incentives and corporate policies. *Journal of Financial Economics* 97(2), 263-278.
- Clark, T. S. & Linzer, D. A. (2015). Should I use fixed or random effects? *Political Science Research and Methods* 3(2), 399-408.
- Cohen, J., Gaynor, L. M., Krishnamoorthy, G. & Wright, A. M. (2007). Auditor communications with the audit committee and the board of directors: Policy recommendations and opportunities for future research. *Accounting Horizons* 21(2), 165-187.
- Cohen, D. A., Dey, A. & Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-sarbanes-oxley periods. *Accounting Review* 83(3), 757-787.
- Council, A. C. G. (2007). Corporate governance principles and recommendations.
- Daily, C. M. & Dalton, D. R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. *Academy of Management journal* 37(6), 1603-1617.

- Dalton, D. R. & Kesner, I. F. (1987). Composition and CEO duality in boards of directors: An international perspective. *Journal of International Business Studies* 18(3), 33-42.
- Dechow, P. M. & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons* 14(2), 235-250.
- Dechow, P. M. & Sloan, R. G. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review* 70(2), 193-225.
- DeFond, M. L. & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17(1-2), 145-176.
- DeFond, M. L. & Subramanyam, K. R. (1998). Auditor changes and discretionary accruals. *Journal of Accounting & Economics* 25(1), 35-67.
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R. & Rajgopal, S. (2013). *Earnings quality: Evidence from the field*
- Dichev, I., Graham, J., Harvey, C. R. & Rajgopal, S. (2016). The misrepresentation of earnings. *Financial Analysts Journal* 72(1), 22-35.
- Donaldson, L. & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management (University of New South Wales)* 16(1), 49.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics* 48(1), 35-54.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review* 14(1), 57-74.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics* 26(2), 301-325.
- Financial Reporting Council. (2018)  
<https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf>
- Geiger, M. A. & North, D. S. (2006). Does hiring a new CFO change things? an investigation of changes in discretionary accruals. *Accounting Review* 81(4), 781-809.
- Ghosh, A., Marra, A. & Moon, D. (2010). Corporate boards, audit committees, and earnings management: Pre- and post-SOX evidence. *Journal of Business Finance & Accounting* 37(9), 1145-1176.



- Glinkowska, B. & Kaczmarek, B. (2015). Classical and modern concepts of corporate governance (stewardship theory and agency theory). *Management (1429-9321)* 19(2), 84-92.
- Gray, S. J. (1988). Towards a theory of cultural on the development of accounting influence systems internationally. *Abacus* 24(1), 1-15.
- Gray, S., Kang, T., Lin, Z. & Tang, Q. (2015). Earnings management in Europe post IFRS: Do cultural influences persist? *Management International Review (MIR)* 55(6), 827-856.
- Grundeis, J. (2008). Are managers agents or stewards of their principals? *Journal für Betriebswirtschaft* 58(3), 141-166.
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance* 15(4), 385-404.
- He, W., Ng, L., Zaiats, N. & Zhang, B. (2017). Dividend policy and earnings management across countries. *Journal of Corporate Finance* 42 267-286.
- Healy, P. M., Hutton, A. P. & Palepu, K. G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary accounting research* 16(3), 485-520.
- Healy, P. M. & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons* 13(4), 365-383.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting & Economics* 7(1), 85-107.
- Hofstede, G. (1983). National cultures in four dimensions. *International Studies of Management & Organization* 13(1), 46-74.
- Hsiao, C. (2014). *Analysis of panel data*. Cambridge university press.
- Ianniello, G. (2015). The effects of board and auditor independence on earnings quality: Evidence from Italy. *Journal of Management & Governance* 19(1), 229-253.
- Inaam, Z. & Khamoussi, H. (2016). Audit committee effectiveness, audit quality and earnings management: A meta-analysis. *International Journal of Law & Management* 58(2), 179-196.
- Jakobsson, U. & Korkeamäki, T. (2014). Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29(2), 193-228.

- Kallunki, J. & Martikainen, M. (1999). *Do firms use industry-wide targets when managing earnings? Finnish evidence*
- Kallunki, J. & Martikainen, M. (2003). Earnings management as a predictor of future profitability of Finnish firms. *European Accounting Review* 12(2), 311-325.
- Kasanen, E., Kinnunen, J. & Niskanen, J. (1996). *Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland*
- Klein, A. (2018). Questioning the effectiveness of independent audit committees. *CPA Journal* 88(3), 30-36.
- Klein, E. (2016). *Corporate governance : Principles, practices and challenges*. Hauppauge, New York: Nova Science Publishers, Inc.
- Kosnik, R. D. (1990). Effects of board demography and directors' incentives on corporate greenmail decisions. *Academy of Management journal* 33(1), 129-150.
- KPMG Wideri. (1995). *Audit committee = tilintarkastuskomitea*. Helsinki: KPMG Wideri.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A. & Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *Accounting Review* 82(4), 963-1008.
- Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics* 69(3), 505-527.
- Mak, Y. T. & Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin finance journal* 13(3), 301-318.
- Mallin, C., 2007, *Corporate Governance* (Oxford University Press, New York).
- McNichols, M. F. & Stubben, S. R. (2018). Research design issues in studies using discretionary accruals. *Abacus* 54(2), 227-246.
- Naranjo-Gil, D., Maas, V. & Hartmann, F. H. (2009). How CFOs determine management accounting innovation: An examination of direct and indirect effects. *European Accounting Review* 18(4), 667-695.
- Nasdaq OMX Nordic.  
[http://www.nasdaqomxnordic.com/visitotur/soguleg\\_gogn?languageId=4&Instrument=FI0008900212](http://www.nasdaqomxnordic.com/visitotur/soguleg_gogn?languageId=4&Instrument=FI0008900212)
- Nikkinen, J. & Sahlström, P. (2004). Impact of an accounting environment on cash flow prediction. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation* 13(1), 39-52.

- Niskanen, J., Karjalainen, J., Niskanen, M. & Karjalainen, J. (2011). Auditor gender and corporate earnings management behavior in private Finnish firms. *Managerial Auditing Journal* 26(9), 778-793.
- OECD, O. (2004). The OECD principles of corporate governance. *Contaduría y Administración* (216).
- Oz, I. O. & Yelkenci, T. (2018). Examination of real and accrual earnings management: A cross-country analysis of legal origin under IFRS. *International Review of Financial Analysis* 58, 24-37.
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: The impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance & Accounting* 24(1), 5-22.
- Pajunen, K. & Saastamoinen, J. (2013). Do auditors perceive that there exists earnings management in goodwill accounting under IFRS? Finnish evidence. *Managerial Auditing Journal* 28(3), 245-260.
- Pearce, J. A., II & Zahra, S. A. (1991). The relative power of CEOs and boards of directors: Associations with corporate performance. *Strategic Management Journal* 12(2), 135.
- Peasnell, K. V., Pope, P. & Young, S. (2000a). Accrual management to meet earnings targets: UK evidence pre-and post-cadbury. *The British Accounting Review* 32(4), 415-445.
- Peasnell, K. V., Pope, P. & Young, S. (2000b). "Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models." *Accounting and Business research* 30.4: 313-326.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F. & Young, S. (2005). Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance & Accounting* 32(7), 1311-1346.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F. & Young, S. (2003). Managerial equity ownership and the demand for outside directors. *European Financial Management* 9(2), 231-250.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies* 22(1), 435-480.
- K. V. Peasnell, Pope, P. F. & S. Young. (1998). "Outside directors, board effectiveness, and earnings management." *Board Effectiveness, and Earnings Management*.
- Pope, P., Gore, J. & Singh, A. (2001). Non-audit services, auditor independence and earnings management. *The Department of Accounting and Finance*
- Schmidheiny, K. & Basel, U. (2011). Panel data: Fixed and random effects. *Short Guides to Microeconometrics* 7(1), 2-7.

- Schmidt, C. (2017). Meeting directors' demands for information: Many CFOs are failing to deliver mission-critical information and decision-support data to their boards of directors. *CFO* 33(9), 46-47.
- Silhan, P. A. & Cahan, S. (2014). Interfirm differences in earnings variability: An analysis of fundamentals, cash flows and accruals. *Accounting & Finance* 54(4), 1357-1379.
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review* 71(3), 289-315.
- Smith, M. (2006). Audit committee effectiveness: Did the blue ribbon committee recommendations make a difference? *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation* 3(2), 240-251.
- Spencer Stuart. <https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/boards-around-the-world>
- Spira, L. F. (2003). Audit committees: Begging the question? *Corporate governance: an international review* 11(3), 180-188.
- Spohr, J. (2004). Earnings management and IPOS evidence from Finland. *Liiketaloudellinen aikakauskirja* 53(2), 157-172.
- Sundgren, S. (2007). Earnings management in public and private companies: Evidence from finland. *Finnish Journal Of Business Economics* (1), 35-63.
- Treadway report (1987). <https://www.coso.org/Documents/NCFFR.pdf>
- Vuko, T. & Čular, M. (2014). Finding determinants of audit delay by pooled OLS regression analysis. *Croatian Operational Research Review* 5(1), 81-91.
- Young, S. (1999). Systematic measurement error in the estimation of discretionary accruals: An evaluation of alternative modelling procedures. *Journal of Business Finance & Accounting* 26(7/8), 833-862.
- Yurt, Çetin & Ergun, Ugur. (2015). Accounting Quality Models: A Comprehensive Literature Review. *International Journal of Economics, Commerce and Management*. III. 33-66.
- Zhijian (Chris) He, Cox, R. A. K. & Kimmel, R. K. (2017). Cultural influences on earnings management. *Journal of Competitiveness Studies* 25(3), 201-215.