



OULUN YLIOPISTO  
UNIVERSITY of OULU

OULUN YLIOPISTON KAUPPAKORKEAKOULU

**Annika Kivimäki**

**TULOKSENJÄRJESTELY SUOMALAISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ ANALYYTIKOIDEN  
TULOSENNUSTEISIIN PÄÄSEMISEKSI**

Pro gradu -tutkielma

KTM

Huhtikuu 2021

Yksikkö Laskentatoimen yksikkö			
Tekijä Annika Kivimäki		Työn valvoja Janne Järvinen	
Työn nimi Tuloksenjärjestely suomalaisissa pörssiyhtiöissä analyytikoiden tulosenusteisiin pääsemiseksi			
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu	Aika Huhtikuu 2021	Sivumäärä 72
Tiivistelmä			
<p>Tämän pro gradun tarkoituksena on selvittää, järjestelvätkö suomalaiset pörssiyhtiöt tulostaan harkinnanvaraisia muuntoeroja käyttäen, jotta analyytikoiden tulosenusteet voitaisiin saavuttaa. Aiheesta on tehty paljon tutkimusta erityisesti Yhdysvalloissa. Aiemmissä tutkimuksissa on havaittu, että sellaisilla yrityksillä, jotka pääsevät analyytikoiden tulosenusteisiin, on keskimäärin enemmän harkinnanvaraisia muuntoeroja tilinpäätöksessään. Tutkimustulokset ovat osoittaneet tulosyllätysten jakaumia tarkasteltaessa myös, että hieman nollan negatiiviselle puolelle tulosenusteesta jäävien havaintojen määrä on epätavallisen pieni, kun taas vastaavasti juuri nollan positiiviselle puolelle pääsevien määrä on poikkeuksellisen suuri. Tämän tutkimuksen hypoteesit on asetettu aiempien tutkimusten perusteella.</p> <p>Tämän tutkimuksen aineisto koostuu suomalaisista pörssiyhtiöistä vuosilta 2008–2018. Aineisto analyytikoiden tulosenusteista ja yhtiöiden tilinpäätöstiedoista on kerätty Thomson Reutersin Datastream -tietokannasta. Tässä tutkimuksessa harkinnanvaraisten muuntoerojen estimoimiseksi käytetään Jonesin (1991) alkuperäistä mallia, jota on käytetty laajasti aiemmassa tutkimuksessa. Harkinnanvaraisten muuntoerojen ja sen suhdetta, kuinka monta kertaa yritys onnistuu tilikauden aikana pääsemään tulosenusteeseen, tarkastellaan tutkimuksessa tilastollisten tunnuslukujen ja jakaumien avulla.</p> <p>Saadut tutkimustulokset eivät tue asetettuja hypoteeseja. Tutkimustulokset eivät anna vahvistusta sille olettamukselle, että pörssiyhtiöt Suomessa järjestelisivät tulostaan analyytikoiden tulosenusteisiin pääsemiseksi. Aineiston perusteella ei myöskään voida sanoa, että yritykset erityisesti välttelisivät negatiivisia tulosyllätyksiä, sillä graafisesti esitettynä pienten negatiivisten tulosyllätysten kohdalla ei näytä olevan laskua havaintojen määrässä. Vastaavasti myöskään pienten positiivisten tulosyllätysten osalta jakaumassa ei ole merkittävää kasvua. Tuloksenjärjestely on aineiston yritysten keskuudessa enimmäkseen tulosta pienentävää, riippumatta siitä, kuinka monta kertaa tulosenusteeseen päästään tilikauden aikana.</p> <p>Suomalaisten pörssiyhtiöiden tuloksenjärjestelyn tarkempaa analysointia varten olisi mielenkiintoista jatkotutkimuksin selvittää, mitkä tulostavoitteet suomalaisissa pörssiyhtiöissä koetaan keskeisimmiksi, ja kuinka tuloksenjärjestelyä ilmenee suhteessa näihin tavoitteisiin.</p>			
Asiasanat tuloksenjärjestely, harkinnanvaraiset muuntoerot, analyytikoiden tulosenusteet, Jonesin malli			
Muita tietoja			

## SISÄLLYSLUETTELO

<b>1</b>	<b>JOHDANTO</b> .....	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>TULOSENJÄRJESTELY</b> .....	<b>7</b>
<b>2.1</b>	<b>Tuloksenjärjestelyn määritelmä</b> .....	<b>7</b>
<b>2.2</b>	<b>Tuloksenjärjestelyn sääntely</b> .....	<b>9</b>
<b>2.3</b>	<b>Eri mekanismit tuloksenjärjestelyn toteuttamiseksi</b> .....	<b>10</b>
2.3.1	” Taking a bath”, kylvyn ottaminen.....	10
2.3.2	Tuloksen minimointi.....	10
2.3.3	Tuloksen tasoittaminen.....	11
<b>2.4</b>	<b>Tuloksenjärjestelyn mittaaminen</b> .....	<b>12</b>
<b>2.5</b>	<b>Tuloksenjärjestelyn jaottelu kirjanpidon muuttujien valintaan ja todellisiin toimiin</b> .....	<b>14</b>
2.5.1	Suoriteperusteisuus ja tuloksenjärjestely.....	15
<b>2.6</b>	<b>Tuloksenjärjestelyn esiintyvyys käytännössä ja sen havaittavuus</b> .....	<b>16</b>
<b>2.7</b>	<b>Motiivit tuloksenjärjestelylle</b> .....	<b>20</b>
2.7.1	Johdon palkitsemiseen liittyvät motiivit.....	22
2.7.2	Sopimuksiin perustuvat motiivit.....	23
2.7.3	Osakeanti.....	24
2.7.4	Tulosennusteisiin perustuvat motiivit.....	25
<b>2.8</b>	<b>Tuloksen laatu ja kirjanpidon konservatismi</b> .....	<b>28</b>
<b>2.9</b>	<b>Tuloksenjärjestelyä vai petoksellista tilinpäätösraportointia?</b> .....	<b>29</b>
<b>2.10</b>	<b>Tuloksenjärjestelystä ja sen tutkimuksesta esitetty kritiikki</b> .....	<b>32</b>
<b>3</b>	<b>ANALYYTIKOIDEN TEKEMIEN TULOSENNUSTEIDEN TAUSTAA</b>	<b>35</b>
<b>3.1</b>	<b>Analyytikoiden rooli pääomamarkkinoilla</b> .....	<b>35</b>
<b>3.2</b>	<b>Motiivit tulosennusteiden laatimiselle</b> .....	<b>35</b>
<b>3.3</b>	<b>Tulosennusteiden merkityksen kasvu sijoittajien näkökulmasta</b> .....	<b>36</b>

3.4	Yritysten tiedonjulkistaminen, analyytikot ja analyytikoiden tulosennusteet.....	37
4	TUTKIMUSHYPOTEEESIT, -AINEISTO JA MENETELMÄT.....	39
4.1	Tutkimuksen rajaus ja tutkimushypoteesit.....	39
4.2	Tutkimusaineisto .....	41
4.3	Tutkimusmenetelmät .....	41
4.3.1	Jonesin malli .....	42
4.3.2	Kokonaismuuntoerojen estimointimallit.....	44
5	TUTKIMUSTULOKSET.....	47
5.1	Ennustevirheiden jakautuminen.....	47
5.2	Harkinnanvaraiset muuntoerot ja tulosennusteiden saavuttaminen ..	51
6	JOHTOPÄÄTÖKSET .....	57
	LÄHTEET .....	62
	LIITTEET.....	70

## 1 JOHDANTO

Taloussuutisissa nousee usein esille otsikoita kuten ”Yksi Helsingin pörssin yhtiö on tarjonnut positiivisia tulosityllätyksiä muita varmemmin – Tässä ovat asetelmat pian alkavalle tuloskaudelle” (Kauppalehti, 30.9.2020) ”Kuinka pitkälle Nokian tulosityllätys kantaa?” (Salkunrakentaja, 4.8.2020) ”PÖRSSI: Revenio oli laskupörssin tähti – Tulosityllätys kiidatti osakkeen 22 prosentin nousuun” (Kauppalehti, 6.8.2020). Vastaavanlaisia otsikoita löytyy suomalaisen median lisäksi yhtä lailla myös kansainvälisiltä uutissivustoilta, joilla pörssin tapahtumia seurataan tarkasti. Aihe on kiinnostanut median lisäksi myös alan tutkijoita vuosikymmenten ajan, ja aiheesta löytyy runsaasti aiempaa tutkimusta jo 80-luvulta alkaen, kiinnostuksen sijoituessa kuitenkin ajallisesti erityisesti 2000-luvun alkuun.

Tulostavoitteiden saavuttaminen on tärkeää pörssiyhtiöiden johdolle. Yhtenä keskeisenä tavoitteena näillä yrityksillä uskotaan olevan analyytikoiden konsensusennusteen saavuttaminen, sillä yhtiöiden hallitukset, analyytikot ja sijoittajat arvioivat yhtiön ja tämän johdon menestystä vertailemalla raportoitua tulosta ja tulosenustetta. Johdolla on mahdollisuus käyttää tuloksenjärjestelyä tulostavoitteiden saavuttamiseksi. Tuloksenjärjestelyllä tarkoitetaan esimerkiksi Schipperin (1989) mukaan sellaista tarkoituksellista ulkoista tulosraportointiprosessia, jonka päämääränä on saavuttaa jonkinlaista yksityistä hyötyä. Suomessa kirjanpitolain mukaan tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen tulee antaa oikeat ja riittävät tiedot yrityksen toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta (Kirjanpitolaki 1336/1997). Tämän lain nojalla tuloksenjärjestelyn voidaan katsoa olevan kiellettyä Suomessa, mikäli tuloksenjärjestelyn tarkoituksen ei ole eritoten yrityksen kirjanpidon ja tilinpäätöksen informatiivisuuden parantaminen, vaan esimerkiksi sijoittajien harhaanjohtaminen.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, mitä tuloksenjärjestelyllä tarkoitetaan ja voidaanko sitä nähdä esiintyvän suomalaisen aineiston yrityksissä. Kiinnostuksenkohteena tässä tutkimuksessa on erityisesti se, onko suomalaisten listayritysten keskuudessa havaittavissa tuloksenjärjestelyä analyytikoiden tulosenusteiden saavuttamiseksi. Tutkimus on toteutettu olemassa olevaan

kirjallisuuteen perehtymällä ja aiempia tutkimustuloksia hyödyntäen. Suurin osa tutkimuksessa käytetystä kirjallisuudesta on ulkomaalaista.

Tässä tutkimuksessa tutkimushypoteeseja on kaksi, ja ne ovat seuraavanlaiset:

*H1: Tulosennusteen saavuttaminen tai sen rikkominen on tärkeää johdolle, minkä seurauksena muutamalla sentillä tulosennusteesta jääneitä yrityksiä on vähemmän kuin ennusteeseen ylittäneitä tai ennusteen muutamalla sentillä rikkoneita yrityksiä.*

*H2: Tulosennusteen saavuttaneiden yritysten tulosta kasvattavat harkinnanvaraiset erät ovat suuremmat kuin niillä yrityksillä, jotka eivät pääse tulosennusteeseen.*

Tutkimusmenetelmänä käytetään Jonesin (1991) harkinnanvaraisten muuntoerojen estimointimallia, ja yritysten pääsemistä analyttikoiden tulosennusteisiin tarkastellaan tilastollisesti ja kuvaajan avulla. Tutkimuksessa käytettävä aineisto on hankittu Thomson Reutersin Datastream -tietokannasta. Aineisto on kerätty reilulta sadalta suomalaiselta pörssiyrityltä vuosilta 2008—2018.

## 2 TULOSENJÄRJESTELY

### 2.1 Tuloksenjärjestelyn määritelmä

Tuloksenjärjestely (engl. *earnings management*) voidaan määritellä Scottin (2015, 444–445) mukaan johdon valitsemina kirjanpidon laatimisperiaatteina, tai todellisina toimina, joilla vaikutetaan tulokseen niin, että voidaan saavuttaa jokin nimenomainen raportoitava tulostavoite. Tuloksenjärjestelyyn kuuluvat sekä kirjanpidon laatimisperiaatteiden valinta että todelliset toimet. Huomionarvoista on se, että kirjanpidon laatimisperiaatteita voidaan tulkita melko laajasti. Vaikka jako ei olekaan täysin selkeä, voidaan kirjanpidon laatimisperiaatteet jakaa kahteen kategoriaan: ensimmäisenä ovat kirjanpidon laatimisperiaatteet itsessään, kuten esimerkiksi valinta tasapoiston ja degressiivisen poiston välillä, tai tuloutusperiaatteet. Toisena kategoriana ovat harkinnanvaraiset muuntoerot, kuten luottotappioita koskevat varaukset, varaston arvostaminen ja matalan pysyvyyden erityiserien, kuten poistojen ja uudelleenjärjestelyvarausten ajoittaminen ja näiden määrään vaikuttaminen.

Healyn ja Wahlen (1999) puolestaan määrittelevät tuloksenjärjestelyn tilanteeksi, jossa johtajat käyttävät omaa harkinnanvaraisuuttaan taloudellisessa raportoinnissa, ja järjestelevät raportointiin kuuluvia transaktioita siten, että heidän tarkoituksenaan on johtaa joitakin sidosryhmän jäseniä harhaan yrityksen todellisesta taloudellisesta suorituskyvystä, tai vaihtoehtoisesti vaikuttaa sellaisiin lopputuloksiin, jotka on laadittu sopimuksen mukaan, ja jotka ovat riippuvaisia raportoiduista kirjanpidon numeroista. Johto voi käyttää arvostelukykyyään ja harkintavaltaansa tilinpäätöksessä, mikä mahdollistaa tuloksenjärjestelyn. Johdolla on mahdollisuus valita sellaisia raportointimenetelmiä ja estimaatteja, joiden tarkoituksena ei ole mahdollisimman tarkasti kuvata yrityksen taustalla olevia taloudellisia seikkoja. Tätä määritelmää käytettäessä on otettava huomioon, että johto voi käyttää arviointikykyään monella tavalla taloudellisessa raportoinnissa. Määritelmä myös rajaa tuloksenjärjestelyn hyvin pitkälti sidosryhmien harhaanjohtamiseen. Harhaanjohtaminen voikin tapahtua vain sellaisessa tilanteessa, jossa johto uskoo, että sidosryhmät eivät ole kykeneviä havaitsemaan tuloksenjärjestelyä. Se voi tapahtua myös silloin, jos johdolla on pääsy sellaiseen tietoon, joka ei ole saatavilla ulkopuolisille sidosryhmille, jolloin tuloksenjärjestelyä on epätodennäköistä havaita yrityksen ulkopuolelta. Tällaisiin

tilanteisiin sidosryhmät mitä luultavimmin osaavat suhtautua ennakoiden, ja näin ollen he sietävät tuloksenjärjestelyä tiettyyn pisteeseen saakka. (Healy ja Wahlen, 1999.)

Schipper (1989) puolestaan luonnehtii tuloksenjärjestelyä sellaisena johdon tarkoituksenmukaisena toimintana ulkoisen talousraportoinnin prosessissa, jonka avulla on tarkoitus saavuttaa jonkinasteista yksityistä hyötyä. Yllä esitettyjen määritelmien perusteella voimmekin todeta, ettei tuloksenjärjestelylle ole vain yhtä vakiintunutta määritelmää. Yhteiseksi tekijäksi eri määritelmissä nousee kuitenkin se, että tuloksenjärjestelyn avulla pyritään esittämään yrityksen tulos paremmassa valossa, kuin mitä se todellisuudessa on. Kaikki yllä esitetyt määritelmät tuloksenjärjestelylle sisältävät ajatuksen tarkoituksenmukaisesta kirjanpitolietojen manipuloinnista ja implikoivat, että johdolla on myös kannustimet siihen. Tuloksenjärjestelyn voidaan katsoa piilottavan yrityksen todellisen suorituskyvyn tämän osakkeenomistajilta ja muilta sidosryhmän jäseniltä, ja sitä kautta tuloksesta tulee vähemmän luotettava mittari yrityksen suorituskyvystä (Meek, Rao ja Skousen 2007).

Yleisesti vallalla on käsitys siitä, että tuloksenjärjestely on tosiasiallinen ja olemassa oleva ilmiö, mutta tutkijoille on ollut hyvin haastavaa vakuuttavasti dokumentoida sitä. Tämä ongelma johtuu pääasiassa siitä, että tunnistaakseen sen, onko tulosta järjestelty, tutkijoiden täytyy ensiksi arvioida tulos ennen tuloksenjärjestelyn vaikutuksia. Toisin sanoen tutkijoiden täytyy erottaa tuloksesta se osuus, joka on peräisin luonnollisista liiketoiminnan syistä, siitä osuudesta, joka on saavutettu tuloksenjärjestelyn keinoja käyttäen. (Healy ja Wahlen, 1999.)

Tuloksenjärjestelystä keskusteltaessa on hyvä ottaa huomioon, että sitä on mahdollista käyttää oikein ja kaikkia hyödyttävällä tavalla, mutta siihen nojautuen ei tule perustella harhaanjohtavaa tai petoksellista raportointia. Tilintarkastaja asemassaan vetää hiuksenhienon rajan tuloksenjärjestelyn ja sen väärinkäytön välille. Viime kädessä tämän rajan täsmällinen sijainti määräytyy tehokkaan hallinnointikoodin avulla, vahvistuen arvopaperi- ja johtohenkilöstön työmarkkinoilla ja mukautuu standardien asettajien, arvopaperimarkkinavalvojien ja tuomioistuinten toimien mukaisesti. (Scott 2015, 446). Healy ja Wahlen (1999) muistuttavat, että tuloksenjärjestelyn keinojen hyväksikäyttö voi pahimmillaan vaarantaa taloudellisen raportoinnin luotettavuuden



täysin. Tästä syystä tuloksenjärjestely toimintana on nähty usein haitallisena, erityisesti päättäjien ja ammatinharjoittajien toimesta. Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomissio (SEC) on ottanut kantaa tähän ongelmaan esimerkiksi perustamalla työryhmän, joka paneutuu yrityksiin, jotka järjestelivät tulostaan.

## 2.2 Tuloksenjärjestelyn sääntely

Lähtökohtaisesti voidaan sanoa, että tilinpäätösten laatiminen on pitkälle standardisoitu prosessi, mikä tarjoaa hyvät onnistumismahdollisuudet tilinpäätösten vertailuun perustuvalla analysoinnilla. Tilinpäätösten oikeellisuus on sekä vastuukysymys että lakisääteisen tilintarkastuksen kohde. Erityisesti listayhtiöiden kohdalla kansainvälisten ja EU-tasolla asetettujen standardien noudattaminen on hyvin laaja-alaista. Kuitenkin, kun tilinpäätöksiä vertaillaan, on otettava huomioon myös tähän liittyvät rajoitteet ja ongelmat. On tärkeää soveltaa useita mittareita ja mittaustapoja ennen johtopäätösten tekemistä, sillä kirjanpitolainsäädäntöön sisältyy useita sallittuja vaihtoehtoja. Lisäksi on syytä tiedostaa se, että tilinpäätöksessä ilmoitettavat yritystä koskevat seikat ovat rajallisia, ja lukijan olisi usein hyvä tietää yrityksestä enemmänkin ennen lopullisen johtopäätöksen muodostamista. Myös IFRS-vaatimusten ja kansainvälisten direktiivimääräysten hyväksytyt tulkintamahdollisuudet voivat olla erilaisia riippuen maasta ja yrityksen koosta. (Leppiniemi, Leppiniemi ja Kaisanlahti 2017.)

Suomessa arvopaperimarkkinalaissa on säädetty tarkasti arvopapereiden liikkeellelaskijan jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta ja arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön estämisestä (Arvopaperimarkkinalaki, 746/2012). Kansainvälisellä tasolla Euroopan unionin lainsäädännössä avoimuusdirektiivillä (2004/109/EY) arvopapereiden liikkeellelaskijoita koskevia avoimuusvaatimuksia yhdenmukaistettiin, ja aikaisempaa direktiiviä 2001/34/EY muutettiin. Suomen arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuuteen nojaten tuloksenjärjestely on ongelmallista silloin, kun tulosta muokataan niin, ettei se enää anna todenmukaista ja todellista kuvaa yrityksen taloudellisesta tilasta sijoittajille ja muille tilinpäätöstietoja hyödyntäville.

Leppiniemen ym. (2017) mukaan tilinpäätöksestä on pääteltävissä, onko tilinpäätäjä suhtautunut tehtäväänsä neutraalisti. Jos hän on toiminut neutraalisti, hän raportoi todelliset tapahtumat ja muodostaa näiden perusteella tuloksen. Mahdollista on myös se, että hän on pykinyt parantamaan tulosta siitä, mitä yrityksessä on todellisuudessa saatu aikaan tilikauden aikana. Vaihtoehtoisesti tavoitteena on voinut olla antaa yrityksen taloudesta todellisuutta vaatimattomampi kuva, esimerkiksi alihankkijoita ja tulevaisuuden hinnoittelutilanteita varten.

### **2.3 Eri mekanismit tuloksenjärjestelyn toteuttamiseksi**

Tuloksenjärjestelyä voidaan katsoa toteutettavan mekanismeilla, jotka voidaan jaotella neljään eri kategoriaan. Näitä ovat englanninkielisessä tutkimuksessa käytetty ”taking a bath”, eli vapaasti suomennettuna kylvyn ottaminen, tuloksen minimointi (engl. *income minimization*), tuloksen maksimointi (engl. *income maximization*) ja tuloksen tasoittaminen (engl. *income smoothing*). Seuraavaksi käydään lyhyesti läpi, mitä näillä neljällä eri mekanismilla tarkoitetaan. (Scott 2015, 447.)

#### **2.3.1 ”Taking a bath”, kylvyn ottaminen**

Kylvyn ottaminen voi esiintyä sellaisissa tilanteissa, joissa yrityksessä on meneillään merkittävä organisaationallinen rasitus tai toiminnan uudelleenjärjestely. Jos yrityksen täytyy raportoida tappio, johto voi ajatella, että yhtä hyvin voidaan raportoida kerralla isompi tappio, sillä menetysten väliset erot arvopaperimarkkinoilla eivät ole suuret tilanteessa, jossa yritys jää tulostavoitteesta vähän tai vähän merkittävämmiin. Näin toimittaessa kylpy tehdään omaisuutta poistamalla, varustautumalla tulevien kustannusten kattamiseen ja yleisesti puhdistamalla pöytää (Scott 2015, 447). Kirschenheiter (2002) esittelee tutkimuksessaan menetelmää laajemmin yhdessä tuloksen tasoittamisen kanssa, ja toteaa tällaisen kylpystrategian taustalla olevan tavoite siitä, että tulevaisuudessa voidaan raportoida suurempi tulos.

#### **2.3.2 Tuloksen minimointi**

Tuloksen minimoinnilla tarkoitetaan samankaltaista tilannetta kuin kylvyn ottamisella, mutta vähemmän äärimmäisellä tavalla. Tätä mallia voidaan käyttää esimerkiksi

silloin, kun poliittisesti näkyvällä yrityksellä menee tuottoisasti, tai kun yritykset tavoittelevat lainsäädäntöä puolelleen saadakseen turvaa ulkomaalaisia kilpailijoita vastaan. Käytännöt, jotka antavat viitteitä tuloksen minimoinnin käytöstä ovat nopeat käyttöomaisuuden ja aineettomien hyödykkeiden poistot ja mainostus sekä tutkimus- ja kehitysmenojen kirjaaminen kuluksi. Riippuen maan verolainsäädännöstä, myös tuloverotus voi tarjota motiivin tämän menetelmän käytölle. (Scott 2015, 447.)

### 2.3.3 Tuloksen tasoittaminen

Tuloksen tasoittamisessa puolestaan on kyse siitä, että johto tavoittelee tasaista tulosta eri tilikausien välillä. Scott (2015, 447) perustelee tämän mekanismin esiintymistä sillä, että erityisesti sopimusteorian näkökulmasta riskiä karttavat johtajat suosivat mahdollisimman vähän vaihtelevaa bonuskertymää, kun muut asiat pysyvät samana. Tästä syystä johto saattaa tasoittaa raportoitua tulosta ajan myötä, jotta voivat saavuttaa suhteellisen tasaisen palkkion työstään. Tehokkailla työnkorvauksia koskevilla sopimuksilla voidaan hyötyä tästä vaikutuksesta. Tuloksen tasoittaminen voi olla halpa tapa saavuttaa vähimmäishyötyaste, joka sopimuksella täytyy taata, jotta se on johtajan näkökulmasta hyväksyttävä. Myös riski sille, että kovenanttien ehtoja rikotaan, kasvaa, jos raportoitu tulos on huonosti ennustettava ja hyvin vaihteleva eri tilikausien välillä. Kovenanttiehtojen tasoittaminen ajan mittaan on siis toinen kannustin tuloksen tasoittamiselle. Jos raportoitu tulos on alhainen, johdolla voi olla myös pelko erotetuksi tulemisesta. Tulosta tasoittamalla voidaan vähentää alhaisen tuloksen raportoinnin todennäköisyyttä. Myös ulkoisen raportoinnin tarkoituserät ovat mahdollinen syy tuloksen tasoittamiseksi. Vastuullisesti käytettynä, tasoituksen avulla voidaan välittää sisäpiiritietoa markkinoille, ja mahdollistaa uskottava kommunikointi yrityksen odotetusta jatkuvasta taloudellisen lisäarvon muodostamisesta. (Scott 2015, 447.)

Nämä yllä eriteltyt mekanismit voivat olla konfliktissa keskenään ja ajan mittaan niiden käyttö yrityksessä voi vaihdella. Tämä voi johtua muutoksista sopimuksissa, kannattavuustasoissa tai poliittisessä näkyvyydessä. Jopa tietyn ajanjakson sisällä yritys voi kohdata tilanteen, jossa tarpeet ovat ristiriidassa keskenään ja se yrittää esimerkiksi saavuttaa analyytikoiden tulosennusteet, mutta samaan aikaan tasoittaa tulosta sopimusehdollisista syistä. (Scott 2015, 447.)

Athanasakou, Strong ja Walker (2009) nostavat esille sellaisen tuloksenjärjestelymekanismin, joka perustuu siihen, että analyytikot ja johtajat eivät sisällytä kertaluonteisia eriä liiketoiminnan ydintuloihin, jonka ansiosta yritykset voivat vaihtaa luokittelua toistuville tappioilleen tai kuluilleen kasvattaakseen ydintuottoja ja päästäkseen analyytikoiden tulosestimoitukseen. He tutkivat tämän ilmiön merkitystä Isossa-Britanniassa ennen vuotta 2005, jolloin voimaan tuli IFRS-standardit, joiden myötä kyseisen menetelmän käyttö on epätodennäköistä, sillä yrityksiltä vaaditaan ydintulojen ja poikkeuksellisten tulojen välistä erontekoa tuloslaskelmassa.

Matsumoto (2002) nostaa esille tuloksenjärjestelyn lisäksi myös toisen mekanismin, analyytikoiden tulosestimoitusten ohjailun, jota voidaan niin ikään käyttää apuna negatiivisen tulosestimoituksen välttämiseksi. Tätä käyttäessään yritykset ohjailevat analyytikoiden estimoitusta alaspäin, jotta mahdollisuudet tulosestimoitukseen pääsemiseen tai sen ylittämiseen kasvavat. Yritykset siis antavat huonomman estimoituksen tulevastakin, ja analyytikot puolestaan käyttävät tätä informaatiota tulosestimoitusta muodostaessaan. Tätä mekanismia hyödyntäessään johdon täytyy uskoa siihen, että negatiivinen yllätys tulosestimoituksen yhteydessä aiheuttaa enemmän kustannuksia, kuin se, että estimoitus on alun perinkin alhaisempi. Yrityksen antama huonompi tulevaisuuden estimoitus johtaa alhaisempaan osakekurssiin, joten johdon on puntaroitava, onko tulosestimoitusten ohjailulla saavutettava hyöty sen kustannuksia suurempi.

#### **2.4 Tuloksenjärjestelyn mittaaminen**

Aiemmissä tutkimuksissa on käytetty useita eri menetelmiä tuloksenjärjestelyn esiintymisen mittaamisessa. Yleisimmin tuloksenjärjestelyn mittaamiseksi käytetty muuttuja lienee harkinnanvaraiset muuntoerot (engl. *discretionary accruals*) (Dechow, Sloan & Sweeney 1995; Healy & Wahlen 1999). Kuitenkin muitakin muuttujia on käytetty, esimerkiksi Teoh, Wong ja Rao (1998) käyttävät tuloksenjärjestelyn selvittämiseksi estimoitujen poistojen ja luottotappioiden, jotka ilmenevät listautumisannin ympärillä. Healy ja Wahlen (1999) havaitsivat tutkimuksessaan, että osakemarkkinoiden kannustimia tuloksenjärjestelyä tutkittaessa on usein keskitytty harkinnanvaraisten muuntoerojen käyttöön ajanjaksoina, jolloin

pääomamarkkinoiden kannustimet ohjailta tulosta ovat todennäköisesti korkealla. Tuloksenjärjestelystä pääomamarkkinoiden syiden pohjalta tehdyssä tutkimuksessa on osoitettu, että tulosta ohjailaan esimerkiksi pyrkimyksenään saavuttaa rahoitusanalyttikoiden tai johdon odotukset. Esimerkiksi Burgstahler ja Eames (2006) havaitsivat tutkimuksessaan, että yritykset ohjailevat tulostaan saavuttaakseen analyttikoiden ennusteet, ja erityisesti niin, että johtajat valitsevat toimia, joiden avulla he voivat ohjata tulosta ylöspäin välttääkseen sen, että raportoitu tulos on pienempi kuin analyttikoiden tulosodotukset.

Tuloksenjärjestelystä tehdyissä tutkimuksissa tutkimusmenetelmien voidaan katsoa jakautuneen kahtia. Suoritusperusteisuuden ja harkinnanvaraisiin muuntoeroihin pohjautuvien mallien hyödyntäminen tutkimuksissa lienee yleisempi näistä kahdesta lähestymistavasta. Esimerkkejä tällaisista tutkimuksista ovat Healy (1985), DeAngelo (1988) ja Dechow ym. (1995). Toisessa laidassa puolestaan ovat tutkimukset, joissa keskitytään joukkoon ennalta määritettyjä tulosten raja-arvoja, joiden perusteella tarkastellaan, onko raportoidut tulokset keskittyneempiä näiden raja-arvojen ympärille. Esimerkkinä tällaisesta on Burgstahlerin ja Dichevin (1997) urauurtava tutkimus, jossa havainnoitiin tulosten yleisyyttä nollan molemmilla puolilla. Myös DeGeorge, Patel ja Zeckhauser (1999) käyttävät raja-arvoon perustuvaa metodologia tutkimuksessaan, jossa tarkoituksena on selvittää, järjestelvätkö yritykset tulostaan saavuttaakseen analyttikoiden tulosennusteet.

Chen, Lin, Wang ja Wu (2010) nostavat esille sen, että aiemmat tutkimukset ovat edistyneet merkittävästi selvittäessään tuloksenjärjestelyn yleisyyttä eri raja-arvojen ympärillä. He kuitenkin esittävät kritiikkiä siitä, että tutkimukset ovat tarjonneet huonosti tietoa siitä, kuinka merkittävää tuloksenjärjestely on. Tutkijat argumentoivat, että ilman ymmärrystä tuloksenjärjestelyn merkityksestä on mahdotonta tunnistaa tuloksenjärjestelyn kokonaisvaikutusta. Fields, Lys ja Vincent (2001) huomauttavat, että tuloksenjärjestely on tehokasta vain, jos erimielisyyksiä esiintyy, ja ainakin osan kirjanpidon tietojen käyttäjistä täytyy olla kykenemättömiä tai haluttomia purkamaan tuloksenjärjestelyn vaikutuksia kokonaisuudessaan. He painottavatkin sitä, että puhuttaessa kirjanpidollisista valinnoista, ei ole aina täysin selvää, voidaanko tehtyjen johtopäätösten katsoa johtuvan todellisuudessa tietystä, analysoinnin kohteena olevasta motiivista. Yleensä tätä ongelmaa pyritään helpottamaan lisäämällä

tutkimukseen kontrollimuuttujia. Tähän liittyy kuitenkin olennaisesti se ongelma, että tutkijat turvautuvat usein suoraviivaisiin tai sopimattomiin muuttujiin, kun mitataan poisjätettyjen determinanttien roolia kirjanpidollisissa valinnoissa.

## **2.5 Tuloksenjärjestelyn jaottelu kirjanpidon muuttujien valintaan ja todellisiin toimiin**

Scott (2015, 445–446) erottelee tuloksenjärjestelyn kahteen osaan: kirjanpidon muuttujiin perustuvaan järjestelyyn ja todellisiin toimiin (engl. *real activities management*) perustuvaan järjestelyyn. Todellisiin toimiin kuuluviin järjestelykeinoihin voidaan katsoa lukeutuvan esimerkiksi vaikuttaminen mainontakuluihin, tutkimus- ja kehitysmenoihin, huoltokuluihin, ostojen ja käyttöomaisuuden luovutusten ajoittamiseen sekä ylituotanto ja myyntien kasvattaminen pakottamalla tuotteita jakelukanavalle enemmän, kuin heillä on mahdollisuus myydä näitä. Gunny (2010) puolestaan esittää tutkimuksessaan, että todellisiin toimiin perustuvaa tuloksenjärjestelyä esiintyy silloin, kun johtajat tekevät toimia, jotka muuttavat toiminnan, investoinnin ja/tai rahoitustapahtuman ajoitusta tai rakennetta tarkoituksenaan vaikuttaa kirjanpidon tulokseen siten, että tämänhetkisen ajanjakson tulos paranee. Scott painottaa, että nämä keinot voivat tulla kalliiksi, sillä niillä voi olla suora vaikutus yrityksen pidemmän aikavälin intresseihin. Näitä keinoja kuitenkin käytetään, koska tuloksenjärjestelyn toteuttaminen kirjanpidollisia keinoja hyödyntämällä voi tulla yhtä lailla kalliiksi yritykselle, jos raportoinnin manipulointi on petoksellista, kuten Enronin ja WorldComin kaltaisissa tapauksissa, jossa väärinkäyttö on ollut erityisen merkittävää ja räikeää. Nämä petokset johtivat myös tiukennettuun lainsäädäntöön, joista tunnetuin on Sarbanes-Oxley.

Gunny (2010) mainitsee kaksi esimerkkiä todellisiin toimiin perustuvasta tuloksenjärjestelystä: ylituotanto myytyjen tavaroiden kustannusten pienentämiseksi ja tavoiteltujen tutkimus- ja kehitysinvestointien leikkaaminen nykyisen tuloksen parantamiseksi. Hän esittää myös joitakin syitä sille, miksi johtajat saattavat valita todellisiin tapahtumiin perustuvan tuloksenjärjestelyn suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn sijaan. Näistä ensimmäinen on se, että aggressiiviset kirjanpitovalinnat liittyen suoriteperusteisuuteen, ovat suuremmassa vaarassa joutua

SEC:n tarkasteluun ja ryhmäkanteen kohteeksi. Toisekseen yrityksellä voi olla rajoitetut mahdollisuudet suoriteperusteiselle tuloksenjärjestelylle.

Markkinoita valvovat toimielimet, esimerkiksi SEC, ovat olleet erityisesti kiinnostuneita suoritusperusteisen tuloksenjärjestelyn esiintymisestä (Cunningham, Johnson, Johnson ja Lisic, 2019). Suoriteperusteiseen tuloksenjärjestelyyn lukeutuvat sellaiset kirjanpidolliset valinnat, joilla pyritään piilottamaan tai naamioimaan yrityksen todellinen taloudellinen suorituskyky, mutta jotka ovat kuitenkin tehty yleisesti hyväksytyjen kirjanpitoperiaatteiden (GAAP) puitteissa. (Dechow ja Skinner, 2000)

Tässä tutkimuksessa todellisten toimien kautta toteutettava tuloksenjärjestely on jätetty varsinaisen tutkimuksen ulkopuolelle. Tutkimuksessa keskitytään tarkastelemaan tuloksenjärjestelyä nollan raja-arvon ympäriltä tulostenmuutoksiin pääsemiseksi ja tuloksenjärjestelyä mitataan harkinnanvaraiset muuntoerot estimoimalla. On kuitenkin tärkeää tiedostaa, että tuloksenjärjestelyä voi esiintyä myös muilla tavoin, kuin tämän tutkielman tutkimusosion esittämällä tavalla.

### 2.5.1 Suoriteperusteisuus ja tuloksenjärjestely

Liiketoiminnan rahavirran ja suoriteperusteisen tuloksen erotus näkyy kirjanpidon kirjausten aiheuttamana poikkeamana yrityksen tilikauden tuloksessa, kun verrataan sitä tilikauden aikana todellisuudessa toteutuneeseen rahavirtaan. Englanninkielisessä kirjallisuudessa tästä erotuksesta käytetään termiä ”accruals”, joka on suomenkielisessä kirjallisuudessa käännetty usein termiksi muuntoerot. Tällaisten tilinpäätöksen ja kirjanpidon sopimusten ja käytänteiden tarkoituksena on, että erottamalla suoriteperusteinen tulos ja rahavirta, voidaan parantaa tilinpäätöksen informatiivisuutta. Tilinpäätöksen käyttäjille kirjanpidon ja tilinpäätöksen kirjausperiaatteilla laaditun suoritusperusteisen tuloksen tulisikin olla hyödyllisempi, kuin rahan liikettä seuraavan rahavirtalaskelman. Tutkimusten mukaan yrityksen suoriteperusteinen tulos on voimakkaammin yhteydessä yrityksen arvoon, kuin rahavirta. Tulosten tasaaminen tilikausien välillä on mahdollista suoriteperusteisen laskennan avulla. Tätä hyödyntäen tuloksen satunnaisuutta tilikausien välillä saadaan pienennettyä. (Kallunki, 2014.)

Haasteena on se, ettei yrityksen johto aina laadi suoriteperusteista tulosta siten, että tarkoituksena olisi tuottaa mahdollisimman laadukasta informaatiota tilinpäätökseen. Kirjanpitoa ja tilinpäätöstä koskeva säännöstely mahdollistaa myös tuloksen manipuloinnin, jonka tarkoituksena on peittää yrityksen todellinen, esimerkiksi heikentävä, taloustilanne. Yritys voi esimerkiksi keinotekoisesti nostaa tilikauden myyntejä tilikauden lopulla, myöntämällä erityisiä alennuksia tai pidempiä maksuaikoja, ja saa tämän avulla parannettua esittämänsä tulosta. Tällä tavoin lisätty myynti ei kuitenkaan näy liiketoiminnan rahavirrassa, sillä rahavirtaan kirjataan vain tilikauden aikana saadut rahat, ja tilikauden lopussa tapahtunut myynti siirtyy myyntisaamisina seuraavalle tilikaudelle. On siis syytä ottaa huomioon, että myyntisaamisten kasvu tilikauden aikana voikin olla merkki tuloksenjärjestelystä, eikä kuvasta yrityksen aitoa liiketoiminnan kasvua. Sama pätee myös ostoihin, sillä yritys voi jättää ostoja tekemättä tilikauden lopussa, pienentäen näin ostovelkojen määrää tilikauden aikana ja parantaa näin tilikauden tulosta. Käyttöomaisuuden poistojen kirjaamisperiaatteiden muuttaminen on myös yksi mahdollinen keino vaikuttaa yrityksen raportoituun tulokseen. Yrityksellä on mahdollisuus käyttää tuloslaskelman suoriteperusteisen tuloksen laskemisessa harkinnanvaraisuutta, jolla ei ole vaikutusta liiketoiminnan rahavirtaan. (Kallunki, 2014.) Huang ja Wang (2014) puolestaan korostavat, että suoriteperusteiset tulos ja tappio sisältävät implikaatioita tulevaisuuden odotuksista, suunnitelmista, investoinneista ja rahoitustoimista. Toisin sanoen suoriteperusteisen raportoinnin voidaan katsoa olevan ikään kuin ikkuna menneisyyden ja tulevaisuuden välillä.

## **2.6 Tuloksenjärjestelyn esiintyvyys käytännössä ja sen havaittavuus**

Graham, Harvey ja Rajgopal (2005) esittävät tutkimuksessaan näyttöä siitä, miltä osin akateemisen tutkimuksen ja reaali maailman taloudellisen raportoinnin periaatteet ovat johdonmukaisia, ja missä ne sen sijaan näyttäisivät eroavan. Heidän tuloksensa osoittaa, että talousjohtajat uskovat tuloksen, ei kassavirran, olevan se pääasiallinen mittari, johon yrityksen ulkopuoliset sidosryhmän jäsenet keskittyvät. Tutkimuksellaan he osoittavat, että kaksi tärkeintä tuloksen raja-arvoa ovat neljännesvuosittainen tulos suhteessa saman neljännesvuoden tulokseen edellisenä vuonna ja analyytikoiden konsensustulosennuste. Näiden tavoitteiden saavuttamista tai ylittämistä pidetään hyvin tärkeänä, sillä johtajat uskovat, että näiden



saavuttaminen vahvistaa luottamusta markkinoilla ja auttaa säilyttämään tai kasvattamaan yrityksen osakkeen hintaa.

Osakemarkkinoiden voimakas reagointi pieniinkin osakekohtaisista tuloksista jäämisiin voidaan katsoa olevan osoitus siitä, että markkinoilla uskotaan, että useimmat yritykset voivat aina ”löytää rahaa” sen verran, ettei tulostavoitteesta tarvitse jäädä. Jos tätä muutaman sentin heittoa ei pystytä kuromaan kiinni, sen voidaan katsoa olevan osoitus yrityksen sisäisistä, piilossa kytevistä ongelmista. Lisäksi, jos yritys on aiemmin ohjannut analyytikoita kohti osakekohtaista tulosta, herää kysymys, onko yritystä johdettu huonosti siinä mielessä, ettei se kykene enää riittävän tarkasti ennakoimaan tulevaisuuttaan, jos tulostavoitteesta jäädään. Johtajat ovat valmiita uhraamaan pidemmän aikavälin taloudellista arvoa päästäkseen analyytikoiden ja sijoittajien tulosennusteisiin ja välttyäkseen voimakkaalta markkinareaktiolta, joka seuraa epäonnistumisesta. Useimmat johtajat näyttävät tämän tutkimuksen mukaan kuitenkin epäröivän GAAP:n asettamien rajojen puitteissa sallittujen kirjanpito menetelmien hyödyntämistä tulostavoitteiden saavuttamiseksi. (Graham ym. 2005.)

Tutkittaessaan ilmiötä graafisesti, Burgstahler ja Dichev (1997) havaitsivat, että tuloksia, jotka ovat hieman alle nollan, esiintyy huomattavasti oletettua harvemmin, kun otetaan huomioon, kuinka tasaisesti tulokset muutoin jakautuvat normaalijakaumaa muistuttavalle käyrälle. Hieman nollaa suurempien tulosten kohdalla tilanne on myös poikkeuksellinen, sillä niitä esiintyy reilusti oletettua enemmän. Tutkijat uskovat tuloksen laskun välttelyn lisääntyvän sitä mukaa, kun yrityksen peräkkäisten positiivisten tulosten määrä kasvaa. Heidän tutkimuksensa osoittaa myös, että tuloksenjärjestelyä käytetään useammin tilanteissa, joissa halutaan välttää tappiollisen tuloksen esittämistä, kuin niissä tilanteissa, jossa pyritään välttämään tuloksen lasku.

Graham ym. (2005) talousjohtajien kyselyihin pohjautuva tutkimus osoittaa, että suurin osa talousjohtajista suosii tasoitettua tulosta volatiilin tuloksen sijasta. 78 prosenttia tutkimuksessa haastatelluista talousjohtajista olisi valmis luopumaan taloudellisesta arvosta tasaisen tuloksen takaamiseksi. Tämän taustalla on yleinen uskomus siitä, että huonommin ennustettava tulos (joka ilmenee tulostavoitteesta

jäämisenä tai volatiilina tuloksena) aiheuttaa riskipreemion markkinoilla. Useimmat talousjohtajat uskovat tekevänsä asianmukaisen valinnan, kun he uhraavat taloudellista arvoa tuloksen tasoittamiseksi tai tulostavoitteen saavuttamiseksi. Markkinoiden reaktio tulosennusteista jäämiseen voi olla kallis, erityisesti lyhyellä aikavälillä, jonka takia useat johtajat uskovat tekevänsä vähemmän haitallisen vaihtoehdon uhratessaan pitkän aikavälin taloudellista arvoa lyhyen aikavälin myllerryksen välttämiseksi. Johtajat perustelevatkin tätä sillä, että järjestelmä, eli rahoitusmarkkinoiden paine ja ylireagoinnit, kannustavat päätöksiin, jotka kannustavat uhraamaan pitkän aikavälin arvoa tulostavoitteiden saavuttamisen varjolla.

Chen ym. (2010) havaitsivat tutkimuksensa otoksella, että noin 1,02 prosenttia yrityksistä ohjailee tulostaan raportoidakseen positiivisen tuloksen (tappioiden välttely), 4,1 prosenttia yrityksistä yrittää voittaa edellisen vuoden tuloksen (tuloslaskun välttely) ja 7,32 prosenttia yrityksistä tavoittelee analyytikoiden ennusteisiin yltämistä. Tämä tutkimus osoittaa myös, että tuloksenjärjestelyä tappioiden välttelemiseksi käyttävillä yrityksellä tuloksenjärjestelyn merkitys on 2,26 senttiä jokaista osakekurssin dollaria kohden. Tuloslaskun välttelyn tapauksessa tuloksenjärjestelyn merkitys on 8,09 senttiä ja analyytikoiden tulosennusteisiin yltämiseksi 1,51 senttiä. Tutkimus osoittaa, että tuloksenjärjestelyn käytön suhteen kannustimet analyytikoiden tulosennusteisiin pääsemiseksi ovat olleet kasvussa viime vuosina, kun taas tappioiden tai tuloslaskun välttelemiseksi sen käyttö on ollut vähemmän yleistä.

Burgstahler ja Eames (2006) havaitsivat tutkimuksessaan, että pienten positiivisten tulosityllätysten ja ennusteeseen päässeiden yritysten kohdalla oli havaittavissa huomattavaa kasvua tuloksenjärjestelyn kuvaamiseen käytetyn muuttujan yläkvartaaleissa, vähemmän kasvua mediaaneissa ja vaihtelevia tuloksia alimmille kvartaaleille. Tämän tuloksen voidaan katsoa tarkoittavan sitä, että yritykset ohjailevat tulostaan ylöspäin negatiivisilta tulosityllätyksiltä välttyäkseen. He nostavat esille osana tutkimustaan tulosennusteiden ohjailun, ja havaitsivat, että progressiivisesti alemmille jakauman prosentteille vaikutus on suurempi tulosennusteiden ohjailun kuvaamiseen käytetyllä muuttujalla, mikä on linjassa heidän ennustuksensa kanssa. Tämän tuloksen saavuttamiseksi he käyttävät tulosennusteiden ohjailun selvittämiseen mediaaniennusteiden muutosta tilikauden aikana, jonka avulla voidaan nähdä,

ohjaillaanko ennusteita eri ajanjaksojen välillä. Kokonaisuudessaan heidän tutkimustuloksensa puoltavat hillitysti sitä, että yritykset käyttävät tuloksenjärjestelyä ja ennusteiden ohjailua välttyäkseen pieniltä negatiivisilta tulosityllätyksiltä.

Tuloksenjärjestelyssä olennaisena ajatuksena sitä harjoittavilla on, että sen ei tulisi olla helposti havaittavissa yrityksen ulkopuolelle. Mitä sofistikoituneempi johtaja, sitä epätodennäköisempää on, että hän ryhtyy helposti havaittavaan tuloksenjärjestelyyn, ja sitä yksityiskohtaisempia ovat salassapitosuunnitelmat havaitsemisen välttämiseksi. Tausta-ajatuksena on, että toiminnan näyttäessä liian ilmiselvältä tai läpinäkyvältä, on hyvin todennäköistä, että kyse ei tosiasiasa edes ole tuloksenjärjestelystä. Taloudellisessa raportoinnissa ne ihmiset, jotka ovat mukana tekemässä raportointia, ovat yleensä kokeneita, viisaita, hyvin koulutuneita ja täsmällisten ammatillisten käytännesääntöjen tai implisiittisten eettisten sääntöjen mukaan toimivia. Tuloksenjärjestelyn täytyy kuitenkin olla jossain määrin hankalasti havaittavissa, jos sitä harjoittavalla on toiveena saavuttaa hyötyä kyseisestä toiminnasta. (Kin Lo, 2008.)

Yritykset eivät pysty ennustamaan talouden heilahteluita kuluvan jakson aikana, ja tekevät johtopäätöksiä jakson taloudellisista muutoksista käyttämällä edellisen jakson taloudellista tilannetta hyväkseen. Tätä hyödyntäen he voivat tehdä päätöksiä sen suhteen, käyttävätkö he tuloksenjärjestelyä ylipäätään ja jos kyllä, niin mihin suuntaan tuloksen numeroita halutaan muokata. Tutkimuksessaan Huang ja Wang (2014) havaitsevat, että talouden ollessa noususuhdanteessa, tuloksenjärjestely yritysten keskuudessa keskimäärin laskee, ja puolestaan silloin, kun talous on laskusuhdanteessa, tuloksenjärjestely vastaavasti nousee. Heidän tutkimustuloksensa mukaan talouden taantuminen siis kiihdyttää tuloksenjärjestelyä, ja johdolla on taipumus vierittää tehottomien yritystoimien syyt huonon yleisen taloustilanteen kontolle. Tutkijat kehottavatkin talousraportoinnin tietojen käyttäjiä omaksumaan konservatiivisen asenteen erityisesti silloin, kun he tulkitsevat raportoituja tuloksia taloudellisen laskusuhdanteen aikana.

Lisäksi Matsumoto (2002) nostaa tutkimuksessaan esille muutamia sellaisia yrityksen erityispiirteitä, jotka liittyvät suurempiin kannustimiin negatiivisen tulosityllätyksen välttelemisessä. Yritykset, joissa on suurempi väliaikainen institutionaalinen omistus, suurempi riippuvuus sidosryhmien epäsuorista vaatimuksista ja joiden tuloilla on

suurempi arvorelevanssi, saavuttavat tai ylittävät tulosodotukset muita todennäköisemmin tulosjulkistuksissa.

## 2.7 Motiivit tuloksenjärjestelylle

Useat tutkimukset ovat osoittaneet, että pienetkin negatiiviset tulosyllätykset aiheuttavat merkittävän osakkeen hinnanlaskun (esim. Skinner ja Sloan 2002; Kinney, Burgstahler ja Martin 2002). Vastaavasti paljon tutkimusta on tehty myös siitä, että markkinoilla reagoidaan positiivisesti yritysten saavuttaessa tai ylittäessä analyytikoiden tulosestimoitukset (esim. Bartov, Givoly ja Hayn 2002; DeFond ja Park 2001)

Pääomamarkkinoiden odotuksilla ja arvostuksilla tarkoitetaan sitä, että kirjanpidon tietoja käytetään laajasti sijoittajien ja rahoitusanalyttikoiden keskuudessa osakkeiden arvoa määritettäessä. Nämä odotukset aiheuttavat johdolle kannustimet manipuloida tulosta, tavoitteenaan vaikuttaa yrityksen osakkeen hinnan lyhyen aikavälin kehitykseen positiivisesti. (Healy ja Wahlen, 1999). Yleisesti on vallalla käsitys, että johto voi halutessaan hyödyntää tuloksenjärjestelyä esimerkiksi välttyäkseen tappioiden raportoinnilta tai saavuttaakseen analyytikoiden tulosestimoitukset. Tällä tavoin johto yrittää välttää huonon maineen aiheuttamalta vahingolta, ja voimakkaalta negatiiviselta osakehinnan reaktiolta, mikä on nopeasti seurauksena, jos yritys epäonnistuu sijoittajien odotusten saavuttamisessa. Johto voi myös merkitä liiallisia poistoja tai korostaa tulorakenteita, jotka ovat nettotulojen ulkopuolella, niin sanottuja pro forma -tuloja. Näiden menettelytapojen voidaan katsoa tarkoittavan sitä, etteivät johtajat kaikilta osin täysin tunnusta arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta. (Scott 2015, 444–445).

Skinner ja Sloan (2002) havaitsivat tutkimuksessaan, että erityisesti kasvuosakkeilla näyttää olevan epäsymmetrisen suuri negatiivinen hintareaktio negatiivisiin tulosyllätyksiin. Heidän tutkimustuloksensa osoittavat, että kasvuosakkeet reagoivat arvo-osakkeita voimakkaammin niin positiivisiin, mutta eritoten negatiivisiin tulosyllätyksiin. Kasvuosakkeiden raportoidessa jopa vain pieniäkin tulospettymyksiä, nämä kärsivät suhteettoman suuresta osakkeen hinnanlaskusta. Skinner ja Sloan uskovat, että kyse on ilmiöstä, jota Lakonishok, Shleifer ja Vishny (1994) tutkivat

artikkelissaan. Nämä tutkijat argumentoivat, että markkinaosapuolet yliarvioivat jatkuvasti kasvuosakkeiden kasvuvauhtia verrattuna arvo-osakkeisiin. Tämä puolestaan johtaa myöhemmin hinnanlaskuihin, kun odotukset eivät toteudukaan. Skinner ja Sloan huomauttavat, että tämä ilmiö voi vaikuttaa kasvuyritysten johtajien toimintatapoihin, mikäli he huomaavat, että osakkeen hinnat reagoivat laskevasti, kun he raportoivat tulospettymyksen. Tämä voi luoda johtajille kannustimet raportoidun tuloksen ohjailulle tai analyytikoiden tulosestimoitusten ohjailulle, jotta negatiivisilta tulosityllätyksiltä pystyttäisiin välttymään.

Dechow ja Skinner (2000) nostavat esille myös kysymyksen, miksi pienet poikkeamat yksinkertaisista vertailuarvoista, kuten analyytikoiden tulosestimoituksesta, aiheuttavat niin voimakkaita reaktioita osakkeiden hinnoissa. Erityisesti, kun usein ero tulosestimoitteen saavuttamisen tai siitä jäämisen välillä on vain muutamia senttejä. He toteavatkin tämän olevan merkki maailmasta, jossa sijoittajat käyttävät yksinkertaisia heuristiikkoja mitataksaan yritysten taloudellista suorituskykyä, mikä puolestaan viestii siitä, että informaation prosessointikustannukset ovat jossain määrin korkeat. Tämä havainto on erikoinen siinä mielessä, että teknologia on ottanut edistysaskeleita, joiden ansiosta julkisen tiedon levittämiseen liittyvät kustannukset ovat alhaisemmat kuin koskaan aiemmin. Osaltaan se, että tämän kaltaista käytöstä on vaikea ymmärtää, voi selittää sen, miksi tutkijat ovat alkaneet tässä yhteydessä tutkia pääomamarkkinoiden kannustimia hitaasti. Akateemisessa viitekehyksessä sijoittajien uskotaan toimivan rationaalisesti, kun taas lainsäätäjät ja käytännönharjoittajat ovat vähemmän taipuvaisia tarkastelemaan maailmaa tällä tavoin, ja tästä syystä tulostenjärjestelyä tarkasteltaessa jo pelkästään nämä eriävät lähtökohdat aiheuttavat erimielisyyksiä ilmiöön liittyen.

Tulostenjärjestelyä voidaan tarkastella positiivisemmastakin näkökulmasta. Johto voi käyttää sitä raportoidakseen tasaista ja kasvavaa tulosta ajan myötä. Tämä kuitenkin vaatii johdolta sisäpiiritietoon turvautumista, ja tällaisen näkökulman mukaan tulostenjärjestely voidaan nähdä johdon sisäpiiritiedon kommunikointivälineenä sijoittajille. Kun tulostenjärjestelyä tarkastellaan tämän näkökulman kannalta, voimmekin paremmin ymmärtää, minkä takia tulostenjärjestely voi olla myös hyödyllistä taloudellisen raportoinnin näkökulmasta. (Scott 2015, 444–445.)

### 2.7.1 Johdon palkitsemiseen liittyvät motiivit

Nykyään johdon kompensaatiot ovat usein sidottuna budjetteihin ja tavoitteisiin, jonka seurauksena on se, ettei palkitseminen tapahdu sen perusteella mitä he tekevät, vaan sen perusteella, kuinka he toimivat suhteessa tavoitteisiin. Tämä johtaa siihen, että johto voi pelata järjestelmää hyväksi käyttäen. Heillä on mahdollisuus manipuloida niin järjestelmää, kuin myös tavoitteiden asettamista ja sitä, kuinka he lopulta pääsevät näihin tavoitteisiin. Tämä luo hedelmällisen perustan tuloksenjärjestelyn haitallisille vaikutuksille pääomamarkkinoilla. Samalla kun johdon palkkiot kärsivät, jos he jäävät heille asetetuista sisäisistä tulostavoitteista, myös toimitusjohtaja ja rahoitusjohtaja tietävät, että pääomamarkkinat rankaisevat koko yritystä, jos se jää analyytikoiden tulossennusteista niinkin vähän kuin yhden sentin. Myös palkitsemisen suhteen toimii sama mekanismi; pääomamarkkinat palkitsevat yrityksen preemiolla, jos se saavuttaa tai ylittää analyytikoiden odotukset neljännesvuoden aikana. Yleisesti ottaen voidaan sanoa, että ainut tapa, jolla johto voi saavuttaa nuo odotukset vuosi toisensa perään, on kaunistelemalla numeroita, jotta yritystoimintaan luonnollisesti liittyvä epävarmuus voidaan peittää. (Jensen, 2005.)

Myös Huang ja Wang (2014) listaavat tutkimuksessaan useita syitä, jotka voivat toimia johdon motivaattoreina tuloksen manipuloinnille. Näitä voivat olla esimerkiksi tavoite stabiloida osakkeen hintaa, odotusten muodostaminen tulevaisuudennäkymille, sijoittajien luottamuksen parantaminen, pääomakustannusten pienentäminen, velan ehtojen noudattaminen sekä johdon oman tehtävänimikkeen ja kompensaation turvaaminen. Johtajat yrittävät varmistaa, että yrityksen taloudellinen tulos on linjassa ylimmän johdon ja osakkeenomistajien odotusten kanssa, ja tällä tavoin pyrkivät vaikuttamaan ulkopuolisten sijoittajien käsitykseen yrityksen toimintakyvystä.

Dechow ja Skinner (2000) esittävät, että erityisesti kasvuyritysten johtajat tiedostavat sen, että osakkeen hinta reagoi voimakkaasti heikkoihin tulossyllätyksiin. Tämä puolestaan johtaa siihen, että heidän odotetaan tekevän toimia, joiden avulla tällaiset tulosuutiset voidaan välttää. Näin erityisesti sellaisissa tilanteissa, joissa johtajilla on suuret määrät henkilökohtaista omaisuutta sijoitettuna yritykseen joko osakkeina tai heille annettuina, käyttämättöminä osakeoptioina. Vuosien saatossa ylimmän johdon henkilökohtaista omaisuutta voi olla sidottuna yhä tiukemmin yrityksen osakkeen

hintaan, joka osaltaan selittää johdon kannustimia negatiivisten tulosityllätysten välttämiseksi.

Kun tulos jää tavoitelluista luvuista, johdolla on merkittävät kannustimet ohjailta tulosta ylöspäin. Sen sijaan silloin, kun tulokseen sidotut bonukset ovat lähellä maksimia, tuloksen parantaminen entisestään johtaa vain pieniin lisäpalkkioihin, mikä johtaa sellaisiin kannustimiin, että tulosta ohjailaan tuleville tilikausille, jotta palkitsemisen raja-arvojen saavuttaminen tulevaisuudessa on helpompaa. Suurten voittojen raportointi voi olla epähoukuttelevaa johdon mielestä myös siksi, että tulostavoitteita saatetaan sen seurauksena nostaa tulevina tilikausina. (DeGeorge ym. 1999.)

Matsumoto (2002) nostaa esille tuloksenjärjestelyn lisäksi myös toisen mekanismin, analyytikoiden tulosenusteiden ohjailun, jota voidaan niin ikään käyttää apuna negatiivisen tulosityllätyksen välttämiseksi. Tätä käyttäessään yritykset ohjailevat analyytikoiden ennusteita alaspäin, jotta mahdollisuudet tulosenusteeseen pääsemiseen tai sen ylittämiseen kasvavat. Yritykset siis antavat huonomman ennusteen tulevasta, ja analyytikot puolestaan käyttävät tätä informaatiota tulosenusteita muodostaessaan. Tätä mekanismia hyödyntäessään johdon täytyy uskoa siihen, että negatiivinen yllätys tulosjulkistuksen yhteydessä aiheuttaa enemmän kustannuksia, kuin se, että ennuste on alun perinkin alhaisempi. Yrityksen antama huonompi tulevaisuuden ennuste johtaa alhaisempaan osakekurssiin, joten johdon on puntaroitava, onko tulosenusteiden ohjailulla saavutettava hyöty sen kustannuksia suurempi.

### 2.7.2 Sopimuksiin perustuvat motiivit

Velkasopimukset on tavallisesti sidottu kirjanpidon muuttujiin, joka juontaa juurensa moraalikadon ongelmasta johtajan ja lainanmyöntäjän välillä. Tämän ongelman kontrolloimiseksi pitkän aikavälin lainasopimukset sisältävät usein sopimusehtoja, jotka suojaavat sellaisilta johdon toimilta, jotka ovat lainanmyöntäjän edun kanssa ristiriidassa. Tällaisia ovat esimerkiksi liialliset osingot, ylimääräinen lainanotto tai käyttöpääoman tai oman pääoman laskeminen alle määritellyn tason, joista kaikki nämä heikentävät nykyisten luotonantajien turvaa saataviaan kohtaan. Sopimusehtojen

rikkominen voi aiheuttaa isoja kustannuksia; ei pelkästään suoria sopimusrikkeestä koituvia kustannuksia, kuten korkeampi korko, vaan myös epäsuoria kustannuksia, kuten liikesuhteiden vaarantuminen ja heikentynyt kyky hankkia rahoitusta tulevaisuudessa. (Scott 2015, 454–455).

Sopimusnäkökulmasta tuloksenjärjestelyä voidaan katsoa käytettävän yrityksen suojelemiseen odottamattomien tapahtumien seurauksilta silloin, kun sopimukset ovat jäykkiä ja epätäydellisiä. Tuloksenjärjestely vaikuttaa myös johdon motivaatioon nähdä vaivaa, koska he voivat käyttää tuloksenjärjestelyä tasoittamaan kompensatiotaan ajan myötä, ja tällä taivoin vähentää saamaansa kompensatioon liittyvää riskiä. (Scott 2015, 454–455).

### 2.7.3 Osakeanti

Silloin, kun yritys suunnittelee uusien tai ylimääräisten osakkeiden liikkeellelaskua yleisölle, johdolla on houkutus järjestellä tulosta ylöspäin, jotta osakeannista saatava summa voidaan maksimoida (Scott 2015, 457). Cohen ja Zarowin (2010) tutkivat artikkelissaan todellisiin toimiin ja suoriteperusteisuuden perustuvaa tuloksenjärjestelyä osakeantien yhteydessä. He havaitsivat, että yritykset käyttävät osakeantien yhteydessä sekä todellisiin toimiin perustuvia tuloksenjärjestelyn keinoja että suoritusperusteisuuden nojautuvia menetelmiä. Yritysten valitsemat menetelmät näyttäisivät heidän mukaansa vaihtelevan riippuen siitä, mitkä ovat yrityksen mahdollisuudet käyttää suoriteperusteista järjestelyä ja kuinka paljon kustannuksia tästä aiheutuu. Tutkimuksellaan he osoittavat myös, että lasku osakeannin jälkeisessä toimintakyvyssä, jonka voidaan katsoa johtuvan todellisten toimien järjestelystä, on vakavampi, kuin suoriteperusteisesta järjestelystä johtuva. Myös aiemmissa tutkimuksissa on raportoitu suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn vaikuttavan heikentävästi yrityksen osakeannin jälkeiseen suorituskykyyn ja osakkeen hintaan (Rangan, 1998; Teoh, Welch ja Wong, 1998).

Dechow ja Skinner (2000) toteavat artikkelissaan, että osakeannit tarjoavat suoran kannustimen tuloksenjärjestelylle. Heidän mukaansa johtajat voivat parantaa ehtoja sille, millä hinnalla heidän yrityksensä osakkeita myydään yleisölle, aina siihen asti, kun se on havaitsematonta, ja tällä tavoin saavuttaa suoria rahallisia hyötyjä itselleen



ja yritykselleen. Esimerkiksi Rangan (1998) raportoi tutkimuksessaan, että harkinnanvaraiset muuntoerot antia ympäröivänä ajanjaksona ennustavat osan myöhemmästä heikosta tuloksesta ja osakkeen hintakehityksestä. Hänen tutkimustuloksensa osoittaa, että vuosina 1987–1990 harkinnanvaraiset muuntoerot antia ympäröivinä vuosina korreloivat negatiivisesti seuraavan vuoden tulosuutosten kanssa. Havainto oli, että yhden yksikön kasvu harkinnanvaraisten muuntoerojen keskihajonnassa liittyi tuloksen heikentymiseen kahdesta kolmeen senttiä jokaista varallisuuden dollaria kohden. Lisäksi harkinnanvaraisten muuntoerojen keskihajonnan yhden yksikön kasvuun liittyi noin kymmenen prosentin lasku markkinakorjatuissa osaketuotoissa.

Yritykset näyttävät järjestelevän tulostaan osakeannin aikana, ja raportoivat matalamman kannattavuuden myöhemmin. Kysymys kuuluu kuitenkin, tulevatko markkinat huijatuksi tuloksenjärjestelyn myötä. Jos markkinat tulevat huijatuiksi, oletettavissa on, että epänormaalit osakkeiden tuotot laskevat uuden osakeannin jälkeisinä aikoina, kun sijoittajat ymmärtävät yrityksen uskottua alemman kannattavuuden ja sen, että he ovat maksaneet osakkeesta liikaa. Vaihtoehtoinen tilanne tehokkaiden markkinoiden olosuhteissa olisi se, että markkinat eivät tule huijatuksi, ja osakeannin suorittaneiden yritysten tuotot vähenevät johtuen siitä, että sijoittajilla on rationaaliset odotukset tuloksenjärjestelyn suhteen tällaisessa tilanteessa. Näin ajateltuna, johto voi yhtä hyvin järjestellä tulostaan, jos markkinat osaavat odottaa sitä. Jos näin toimitaan, seuraavilla ajanjaksoilla ei tulisi esiintyä epänormaalialia osakkeen negatiivista hinnanmuutosta. (Scott 2015, 457–458.)

#### 2.7.4 Tulosenusteisiin perustuvat motiivit

Sijoittajien näkökulmasta tulosenusteet voivat muodostua usealla tavalla, kuten viime vuoden saman ajanjakson tuloksen tai analyytikoiden tai yrityksen oman viimeaikaisen ennusteen perusteella. Yleisesti ottaen voidaan sanoa, että yritykset, jotka raportoivat suuremman tuloksen kuin on odotettu, eli positiivisen tulosyllätyksen, nauttivat osakkeen hinnannoususta, kun sijoittajat antavat paremmat todennäköisyydet myös hyvälle tulokselle tulevaisuutta ajatellen. Vastaavasti ne yritykset, joissa tilanne on päinvastainen, eli jotka raportoivat negatiivisen

tulosyllätyksen, kärsivät huomattavasta osakkeen hinnanlaskusta. (Scott 2015, 455–456.)

Skinner ja Sloan (2001) osoittavat tutkimuksessaan, että pienetkin negatiiviset tulosyllätykset ovat yhteydessä osakkeen hinnanlaskuun. Tämä näkyy erityisesti kasvuosakkeissa. Myös Bartov ym. (2002) esittävät tutkimuksessaan, että yritykset, jotka saavuttavat tai ylittävät analyytikoiden tulosennusteet, nauttivat korkeammasta tuotosta, kuin ne yritykset, joilla on samanlainen tulosodotus vuosineljännekselle, mutta jotka epäonnistuvat saavuttamaan nämä odotukset. Scott (2015, 455–456) summaakin tämän tilanteen toteamalla, että markkinat näyttävät rankaisevan niitä yrityksiä enemmän, jotka jäävät tulosennusteista, kuin palkitsevan niitä yrityksiä, jotka ylittävät nämä tavoitteet.

Johdolla on siis vahva kannustin varmistaa, että tulosodotukset saavutetaan, erityisesti, jos heillä on omistuksessaan työsuhdeoptioita, tai muita osakkeen hintaan sidottuja palkkioita. Keung, Lin ja Shih (2010) kuitenkin havaitsivat tutkimuksessaan, että sijoittajat vaikuttaisivat vähitellen ajan saatossa oppineen, että nollatulot tai pieni positiivinen tulosyllätys osataan yhdistää manipulointiin. Heidän tutkimuksensa osoittaa, että vuosina 2002–2006 tulosvastekerroin (engl. *earnings response coefficient*, ERC) on alhaisempi pienten positiivisten tulosyllätysten ja nollatulosten tapauksessa kuin muilla, viereisten tulosyllätysten alueilla. Tutkimuksessa ei havaittu tätä samaa ilmiötä ajanjaksolle 1992–1996 tai 1997–2001. Näiden tutkimustulosten voidaan katsoa viittaavan siihen, että sijoittajat näkevät nollatuloksen tai pienen positiivisen tulosyllätyksen varoitusmerkkinä mahdollisesta tuloksenjärjestelyyn liittyvästä vaarasta. Jatkotutkimuksen perusteella he saivat selville myös sen, että analyytikot näkevät nollatuloksen ja pienen positiivisen tulosyllätyksen vaaranmerkkinä koko ajanjaksolla 1992–2006, mutta sijoittajat oppivat tämän vasta myöhemmin.

DeGeorge ym. (1999) nostavat esille, että tilanteessa, jossa yritys ei yllä analyytikoiden tulosennusteisiin, yrityksen hallitus voi myös kyseenalaistaa johdon suoriutumisen, minkä takia johdon bonukset ja osakeoptiot voivat kärsiä. Jos tällaisilta epäilyiltä on mahdollista välttyä analyytikoiden ennusteet saavuttamalla, myös tämä luo johdolle kannustimet tuloksenjärjestelyn käytölle. Scott (2015, 456–457)

puolestaan listaa useita syitä, joiden takia tuloseennusteesta jäämisellä on vakavia seurauksia. Ensinnäkin se vaikuttaa suoraan yrityksen osakkeen hintaan ja pääoman hintaan, koska sijoittajien antamat todennäköisyydet tulevaisuuden hyvälle suorituskyvylle laskevat. Epäsuorina vaikutuksina hän mainitsee johdon maineen, joka voi ilmentyä erityisesti silloin, jos vaje on pieni ja jos johdon selitykset nähdään tekosyinä odotettua huonommalle tulokselle. Nämä syyt toimivat vahvoina kannustimina tuloksenjärjestelylle.

Bartov ym. (2001) argumentoivat, että tulosodotusten saavuttamiselle annetaan paljon painoarvoa, mikä ei ole lainkaan yllättävää, kun otetaan huomioon tulosjulkistusten keskeinen rooli sidosryhmien keskuudessa. Yrityksillä on aktiivinen rooli pelissä, jossa tavoitteena on analyytikoiden ennusteiden saavuttaminen tai ylittäminen. He esittävät motiiviksi tälle esimerkiksi osakkeen hinnan maksimoinnin, luotettavuuden lisääminen liittyen johdon kykyyn saavuttaa yrityksen sidosryhmien odotukset, sekä sellaisilta oikeudenkäyntikuluilta välttyminen, joita voi syntyä epäsuotuisan tulosityllätyksen tilanteessa.

DeGeorge ym. (1999) nostavat tutkimuksessaan esille erilaisen, psykologisemman, näkökulman tuloksenjärjestelyyn. Tutkittaessa tuloksenjärjestelyä vertailuarvoihin pääsemisen yhteydessä, he uskovat, että tuloksenjärjestelyllä saatetaan pyrkiä voittojen raportointiin, koska positiivisten ja negatiivisten numeroiden välillä on psykologisesti merkittävä ero ihmisten ajatteluprosessissa. He uskovat myös, että joskus tulosta ohjaillaan raja-arvoihin pääsemiseksi henkilökohtaisista syistä; esimerkiksi johtajien henkilökohtainen tyydytys tavoitteen saavuttamisesta. Myös se, että ihmiset luottavat usein peukalosääntöihin vähentääkseen transaktiokustannuksia, saattaa osaltaan selittää vertailuarvojen merkittävää roolia tuloksenohjauksen yhteydessä. Esimerkiksi pankit saattavat myöntää lainoja vain yrityksille, jotka raportoivat positiivisen tuloksen. Tällöin pankit käyttävät nollatulosta vertailuarvona alustavassa seulonnassa lainoja myöntäessään. Koron määrittäminen järkevästi jokaisen yrityksen suorituskyvyn mukaan voi olla liian hankalaa tai työlästä.

## 2.8 Tuloksen laatu ja kirjanpidon konservatismi

Tuloksenjärjestely liittyy olennaisesti tuloksen laatuun. Myös kirjanpidon konservatismilla voidaan katsoa olevan vaikutusta siihen, kuinka tuloksenjärjestely käytännössä näyttäytyy tilinpäätöstietojen käyttäjille. Kin Lo (2008) argumentoi tutkimuksessaan, että tuloksenjärjestelyllä ja tuloksen laadulla on vahva yhteys, sillä merkittävästi ohjaillun tuloksen voidaan katsoa olevan laadultaan huono. Tästä ei kuitenkaan voida tehdä suoraa johtopäätöstä siitä, että tuloksenjärjestelmättömyys takaisi korkealaatuisen tuloksen, koska myös muut asiat vaikuttavat tuloksen laatuun. Dechow, Ge ja Schrand (2010) määrittelevät tuloksen laadun seuraavasti: laadukkaampi tulos tarjoaa enemmän tietoa yrityksen taloudellisen suorituskyvyn piirteistä, jotka ovat relevantteja tietyssä tilanteessa spesifille päätöksentekijälle. Tätä määritelmää käyttäessä on otettava huomioon muutamia seikkoja. Ensinnäkin termi ”tuloksen laatu” on sinällään merkityksetön, sillä se on määritelmä ainoastaan tietyssä päätöksenteon kontekstissa. Toisekseen raportoidun tuloksen laadukkuus riippuu siitä, onko se informatiivinen yrityksen taloudellisesta suorituskyvystä, josta kuitenkin iso osa on havaitsemattomissa. Viimeiseksi voidaan sanoa, että tuloksen laatu määräytyy seuraavalla perusteella: päätöksen taustalla olevan taloudellisen suorituskyvyn relevanssiin ja kirjanpitojärjestelmän kykyyn mitata suorituskykyä.

Myös Kallunki (2014) sivuaa liiketoiminnan rahavirran ja suoritusperusteiden tuloksen erotusta, eli muuntoeroja, ja toteaa näitä käytettävän tuloksen laadun mittarina. Vahvaan rahavirtaan perustuvan tuloksen laadun katsotaan olevan korkea, ja tuloksen laadun voidaan katsoa olevan matala silloin, jos tulos on saavutettu suurelta osin hyödyntämällä tuloksenjärjestelyeriä. Laadun arviointi muuntoerojen avulla on kuitenkin ongelmallista, sillä esim. myyntisaamisten ja ostovelkojen kasvu voi olla merkki yrityksen liiketoiminnan todellisesta kasvusta, eikä kyse välttämättä ole tuloksenjärjestelystä. Erityistä huomiota on kiinnitettävä silloin, kun tehdään vertailua eri toimialoilla toimivien yritysten kesken, koska myyntisaamisten ja ostovelkojen tasoerot ja kausivaihtelut vaihtelevat suurestikin eri toimialojen kesken.

Basu (1997) määrittelee kirjanpidon konservatismiin kirjanpitäjien taipumuksena vaatia korkeampaa varmuusasetta hyvien uutisten tunnistamiseksi tilinpäätöksessä kuin huonojen uutisten. Tulos siis kuvastaa huonoja uutisia nopeammin kuin hyviä

uutisia. Esimerkiksi realisoitumattomat tappiot tunnistetaan tyypillisesti aiemmin kuin realisoitumattomat tuotot. Tämä epäsymmetria tappioiden ja tuottojen tunnistamisen välillä johtaa systemaattisiin eroihin huonojen ja hyvien uutisten tapauksessa tulojen oikea-aikaisuudessa ja pysyvyydessä. Yritysten raportoidut tulokset sisältävät siis aktivoitujen tappioiden määrän, kun taas raportoidu tuotot ovat pääasiassa jo sisään virranneiden suuruisina. Aktivoitujen tappioiden määrät ovat paljon vähemmän pysyviä tuottoihin verrattuna, joka välittää epälineaarisuutta nykyisen ja tulevan tuloksen väliseen suhteeseen. Samankaltaista epälineaarisuutta voidaan ennakoita myös ”big bath” menettelyn yhteydessä, joka johdolla on ajoittain tapana tehdä huonoina taloudellisina aikoina (Kothari, Leone ja Wasley 2005).

## **2.9 Tuloksenjärjestelyä vai petoksellista tilinpäätösraportointia?**

Vuonna 1998 SEC:n hallituksen puheenjohtaja Arthur Levitt totesi puheessaan, että kirjanpidon joustavuus mahdollistaa kirjanpidon pysymisen mukana liiketoimintainnovaatioissa. Väärinkäyttöksiä kuitenkin esiintyy, kun tätä joustavuutta hyväksikäytetään. Tällaisia toimia käytetään piilottamaan taloudellista epävakautta, ja tällä puolestaan yritetään peittää johdon tekemien päätösten todellisia seurauksia. Dechow ja Skinner (2000) toteavat tutkimuksessaan, että ammattikirjallisuudessa tuloksenjärjestelylle on vaikea löytää selkeää määritelmää, mutta tuloksenjärjestelyn äärimmäinen muoto, talouspetos, on sen sijaan paremmin määritelty. Perols ja Lougee (2011) määrittelevät tilinpäätöspetoksen tilanteeksi, jossa johto käyttää kirjanpitokäytäntöjä, jotka eivät noudata yleisesti hyväksytyjä kirjanpitoperiaatteita, tarkoituksenaan muokata taloudellista raportointia joko joidenkin sidosryhmien harhaanjohtamiseksi, tai vaikuttaakseen sellaisiin sopimuksellisiin seikkoihin, jotka ovat riippuvaisia raportoiduista kirjanpidon numeroista. Heidän mukaansa tulosta kasvattavien harkinnanvaraisten muuntoerojen käyttö useiden vuosien ajan saattaa viedä johdon tilanteeseen, jossa keinot tuloksen järjestelemiseksi loppuvat kesken. Tästä syystä yritykset, jotka ohjailevat tilinpäätöksessä esittämäänsä tulosta useina peräkkäisinä vuosina esimerkiksi analyytikoiden tulosennusteisiin pääsemiseksi tai tuloksen kasvattamiseksi, tulevat todennäköisemmin turvautumaan petokseen kuin tuloksenjärjestelyyn tilinpäätöksen manipuloimiseksi.

Myös Magrath ja Weld (2002) keskustelevat aiheesta, ja huomauttavat, että tulevaisuuden tulosenusteet perustuvat pitkälti nykyisiin tulojen kirjauksiin, ja tällöin ennenaikaisesti tai väärin kirjatut tulot vaikuttavat myös tuleviin ennusteisiin. Kun tähän vielä lisätään tavanomaiset kasvuodotukset, nousee tulosenuste helposti niin korkeaksi, että sen saavuttaminen ilman entistä pidemmälle vietyä manipulointia tai petoksellisia kirjanpitotoimia käy lähes mahdottomaksi. Tutkijat uskovatkin, että lopulta yritysten täytyy käyttää häpeilemättömämpiä ja petoksellisiakin keinoja esimerkiksi luoden keinotekoisia varauksia, aliarvioiden velkavelvoitteita, käyttäen kekseliäitä hankintojen kirjanpitokäytäntöjä, tai muulla tavoin vääristellä yleisesti hyväksytyjen kirjanpitoperiaatteiden säännöksiä säilyttääkseen kuvan yrityksen jatkuvasta kasvusta.

Magrath ja Weld (2002) listaavatkin kuusi asiaa, joita sijoittajien ja tilintarkastajien tulisi pitää silmällä väärinkäytöksellisen tuloksenjärjestelyn varalta:

- Kassavirrat, jotka eivät korreloi tuloksen kanssa
- Saamisiin liittyvät kirjaukset, jotka eivät korreloi tulojen kanssa
- Sellaisten perimiskelvottomien erien sisällyttäminen kirjanpitoon, jotka eivät korreloi saatavien kanssa
- Kyseenalaiset hankintavaraukset
- Tulokset, jotka jatkuvasti ja täsmällisesti saavuttavat analyytikoiden tulosenusteet.

Kiinnostavana huomiona Perols ja Lougee (2011) esittävät, että heidän tutkimusaineistonsa perusteella yritykset, jotka ylittävät tai saavuttavat analyytikoiden tulosenusteet, ovat todennäköisempiä tekemään petoksen jopa silloin, kun todisteita aiemmasta tuloksenjärjestelystä ei ole. Tästä syystä analyytikoiden tulosenusteisiin pääsemistä tai ylittämistä voidaan joissakin yhteyksissä käyttää yhtenä mahdollisena muuttujana, kun halutaan tunnistaa ja tutkia petoksellisia kirjanpitotapauksia.

Magrath ja Weld (2002) painottavat, että kirjanpidon väärinkäytöksiä, tuloksenjärjestelyä ja petoksia esiintyy silloin, kun johto ja kirjanpitäjät yrittävät manipuloida yleisesti hyväksytyjä kirjanpitoperiaatteita ja peitellä talousraportointia. He korostavat myös, että kirjanpitosäädösten ja standardien lisääminen ei välttämättä

ole ratkaisu tuloksenjärjestelyn väärinkäytösten ja petoksellisten kirjanpitoimien estämiseksi. Sen sijaan, heidän mukaansa tilintarkastajien ja sijoittajien tulisi olla valppaina ja pyrkiä aktiivisesti paljastamaan tuloksenjärjestelyn väärinkäytöt ymmärtämällä hyvän johtamisen ja harhaanjohtavien liiketoimintakäytäntöjen välisen eron.

	<b>Kirjanpidolliset ratkaisut</b>	<b>Kassavirtoihin vaikuttavat todelliset ratkaisut</b>
	<b>Yleisesti hyväksytyjen kirjanpitoperiaatteiden (GAAP) mukaisesti sallitut ratkaisut</b>	
<b>Konservatiivinen kirjanpito</b>	Yliaggressiivinen varausten kirjaaminen	Myyntien viivästyttäminen
	Keskeneräisten tutkimus- ja kehityshankintojen yliarvostaminen yritysostojen yhteydessä	Tutkimus- ja kehitysmenojen sekä mainontakulujen aikaistettu toteuttaminen
	Rakennemuutostuskustannusten ja omaisuuserien alaskirjausten yliarviointi	
<b>Neutraali kirjanpito</b>	Tulos, joka saadaan neutraalin talousprosessin tuloksena	
<b>Aggressiivinen kirjanpito</b>	Luottotappiovarausten aliarvostaminen	Tutkimus- ja kehitysmenojen tai mainontamenojen lykkääminen
	Varausten alaskirjaus yliaggressiivisella tavalla	Myyntien nopeuttaminen
	<b>Yleisesti hyväksytyjen kirjanpitoperiaatteiden vastaiset ratkaisut</b>	
<b>Petoksellinen kirjanpito</b>	Myyntien kirjaaminen ennen kuin ne ovat toteuttavissa	
	Fiktiivisten myyntien kirjaaminen	
	Myyntilaskujen päiväysten varhentaminen	
	Varaston yliarvostaminen dokumentoimalla fiktiivinen varaston arvo	

**Taulukko 1.** Ero tuloksenjärjestelyn ja petoksen välillä (mukaillen Dechow ja Skinner, 2000).

Yllä esitetystä taulukosta 1 on kuvattu petoksellisten ratkaisujen ja aggressiivisten, mutta hyväksyttävissä olevien kirjanpitoratkaisujen mahdollisia toteutustapoja. On syytä huomioida, että tämä taulukko on kohtalaisen vanhan tutkimuksen pohjalta laadittu, sillä lähdeartikkeli on julkaistu vuonna 2000. Tämän jälkeen on kuitenkin tullut voimaan muun muassa vuonna 2002 Sarbanes – Oxley -laki eli SOX, ja hieman myöhemmin, vuonna 2005 IFRS-standardien käyttöönotto EU-maissa. Taulukosta ilmenee kuitenkin hyvin hyväksytyjen ratkaisujen ja petoksellisten menettelyiden väliset erot pääpiirteissään, ja periaatteet ovat edelleen samat, vaikka säädösten määrä on kasvanut ja valvontaa on lisätty tuloksenjärjestelyn osalta 2000-luvun aikana

## **2.10 Tuloksenjärjestelystä ja sen tutkimuksesta esitetty kritiikki**

Johto voi käyttää liiketoimintaansa ja sen mahdollisuuksiin liittyvää tietoa päättäessään raportointimenetelmistä, estimaateista ja julkistamisista siten, että ne parhaiten vastaavat yrityksen liiketoimintaa, ja täten parantaen kirjanpidon arvoa kommunikaation välineenä. Tilanne ei kuitenkaan ole näin yksinkertainen, sillä tilintarkastuksen ollessa epätäydellistä, johdon käyttämä harkintavalta luo mahdollisuuden tuloksenjärjestelylle, jossa valitaan raportointimenetelmät ja estimaatit, jotka eivät anna oikeaa kuvaa yrityksen todellisesta taloudellisesta tilanteesta. Kuitenkin tuloksenjärjestelyä pääomamarkkinoilla seurattaessa on saatu näyttöä, jonka perusteella voidaan uskoa, että sijoittajat eivät tule huijatuksi tuloksenjärjestelyllä, ja tilinpäätökset tarjoavat hyödyllistä tietoa heille. (Healy ja Wahlen, 1999.)

Se, missä määrin tuloksenjärjestelyn tulisi olla sallittua erinäisten standardien nojalla, liittyy pohjimmiltaan kysymykseen taloudellisen raportoinnin oikea-aikaisuudesta ja luotettavuudesta. Tämä puolestaan on vaatinut standardien asettajien harkintaa yritysten tilinpäätösten relevanttiuden ja luotettavuuden välisessä ristiriidassa. Luotettavuutta ylikorostavat standardit johtavat helposti tilinpäätöksiin, jotka tarjoavat vähemmän relevanttia ja vähemmän ajankohtaista tietoa yrityksen suorituskyvystä, kun taas relevanttiutta ja oikea-aikaisuutta luotettavuuden kustannuksella painottaviin standardeihin suhtaudutaan skeptisesti tilinpäätöksen käyttäjien keskuudessa. (Healy ja Wahlen, 1999.)



Myös Dechow ja Skinner (2000) nostavat esille sen, että tuloksenjärjestely on nähty lainsäätäjien ja ammatinharjoittajien keskuudessa usein ongelmallisena. Fields ym. (2001) toteavat yhteenvetona aiempaan tutkimukseen viitaten, että johto käyttää kirjanpidon harkintavaltaansa hyötyäkseen palkkiojärjestelmän tarjoamista kannustimista. On kuitenkin otettava huomioon, että hyvin vähän tiedetään siitä, johtavatko tällaiset manipulaatiot todellisuudessa korkeampiin palkkioihin, tai siitä, onko tuloksenjärjestelyllä vaikutusta muihin yritystason tavoitteisiin.

Jensen (2005) nostaa esille ankaramman ja kriittisemmän näkökulman tuloksenjärjestelyyn. Hän esittää ajatuksen, jonka mukaan johdon tasoittaessa tulosta markkinoiden ennusteiden saavuttamiseksi, he eivät tosiasiasa luo arvoa yritykselle, vaan sekä valehtelevat, että tekevät huonoja päätöksiä, jotka viimekädessä tuhoavat yrityksen taloudellista arvoa. Hän perustelunsa tälle on se, että numeroita manipuloitaessa ja kerrottaessa markkinoille mitä markkinat haluavat kuulla, tai mitä johto haluaa heidän kuulevan, yrityksen todellisen tilan sijaan, on kyse valehtelusta. Kun oikeat päätökset toiminnan suhteen, jotka nostaisivat yrityksen arvoa, vaarannetaan analyytikoiden tulosenusteiden saavuttamiseksi, tuhoataan todellista pitkän aikavälin arvoa. Kun johto alkaa peitellä yrityksen todellista taloudellista tilaa, sitä on Jensenin (2005) mukaan lähes mahdotonta lopettaa, koska tilanne ryöppyää eteenpäin. Jos yrityksellä on haasteita saavuttaa tulostavoitteet tänä vuonna, menoja siirretään eteenpäin, ja tuloja seuraavalta kaudelta siirretään kuluvalle kaudelle. Kuitenkin tulot, joita on lainattu tulevaisuudesta ja tämän hetken kulut, jotka on siirretty tulevaisuuteen, vaativat jopa enemmän manipulointia tulevaisuudessa, että todellista tilannetta pystytään peittelemään jatkossakin.

Jensen (2005) uskoo myös, että tyydyttävien kasvuodotusten täyttäminen johtaa lopulta siihen, että yliarvostettua pääomaa käytetään pitkän aikavälin arvoa tuhoaviin yrityskauppoihin. Kun saatavilla on halvoilla ehdoilla sekä velkaa että omaa pääomaa, sitä käytetään liiallisesti sisäisiin kuluihin ja riskisiin, negatiivisen nettonykyarvon investointeihin, joidenka markkinat uskovat tuottavan arvoa. Viime kädessä tämä johtaa siihen, että johdon on tehtävä entistä enemmän kirjanpidon manipulointia ja käytettävä jopa vilpillisiä menetelmiä, jotta kasvun ja arvonluonnin vaikutelmaa voidaan pitää yllä.

Myös harkinnanvaraisten muuntoerojen käyttö tuloksenjärjestelyn mittarina on aiheuttanut kriittistä keskustelua viime vuosien aikana laskentatoimen tutkimuksessa. Muun muassa Ball (2013) nostaa kommentaarissaan esille syitä, joiden nojalla harkinnanvaraisiin muuntoeroihin tulisi suhtautua varauksella. Väittämään siitä, että suurin osa muuntoeroissa tapahtuvissa muutoksissa johtuisi harkinnanvaraisuudesta, tulisi suhtautua hänen mukaansa hieman skeptisesti. Esimerkiksi tapauksessa, jossa tulot vähenevät alle odotusten, johtuen negatiivisesta myyntishokista ja olisivat vähentyneet vielä enemmän, jos kirjanpitäjä ei olisi oikeaoppisesti suurentanut loppuvarastoa. Toisin sanoen tällaisissa tapauksissa viaton toiminta näyttäytyy tuloksen tasoittamisena tai raportoitujen tulojen manipulointina analyytikoiden ennusteisiin pääsemiseksi. Tuloksenjärjestely ja tässä yhteydessä erityisesti harkinnanvaraisiin muuntoeroihin liittyy myös se perustavanlaatuisen ongelma, jos ajatellaan, että epätavallisen suuri osa kirjanpidon muuntoeroista on ”ohjattuja” tai ”harkinnanvaraisia”, koska silloin suurin osa siitä, mitä kirjanpitäjät tekevät käytännössä ja mitä opetetaan laskentatoimen tunneilla, koostuu erilaisista mahdollisuuksista manipulointiin. Ball (2013) summaakin, että erilaisten agenttikustannuksiin perustuvien selitysten etsiminen on tehty taloudellisen raportoinnin taustalla olevien perustavanlaatuisten taloudellisten tekijöiden kustannuksella. Hän ei kiellä agenttikustannusten olemassaoloa, mutta on tärkeää huomata, että ne eivät välttämättä ole koko totuus tai edes ensisijainen kiinnostuksen kohde tässä yhteydessä. Myös Kothari ym. (2005) kritisoivat eritoten harkinnanvaraisiin eriin perustuvia malleja (esim. Jonesin malli ja muunneltu Jonesin malli) siitä, etteivät he usko regressiolähestymistavan olevan täysin toimiva menetelmä kontrolloimaan ei-nollaksi estimoituja harkinnanvaraisia muuntoeroja ositetuissa satunnaisotannoissa.

### 3 ANALYYTIKOIDEN TEKEMIEN TULOSENNUSTEIDEN TAUSTAA

#### 3.1 Analyytikoiden rooli pääomamarkkinoilla

Talousanalyytikot keräävät tietoa julkisista ja yksityisistä lähteistä, arvioivat seuraamiensa yritysten nykyistä suorituskykyä, tekevät ennusteita näiden yritysten tulevaisuudennäkymistä ja suosittelevat sijoittajia ostamaan, pitämään tai myymään osakkeita. Akateemisessa tutkimuksessa on keskitytty tietoon, jota sijoittajille tarjotaan kahdesta yhteenvetomittarista analyytikoiden toimesta: tulosennusteet ja myy/pidä/osta -suositukset. Tutkimustuloksiin nojautuen voidaan sanoa, että talousanalyytikot lisäävät arvoa pääomamarkkinoilla. Analyytikoiden tulosennusteet ovat tarkempia, kuin aikasarjamallilla saadut tulokset. Tämä todennäköisesti siitä syystä, että analyytikot kykenevät hyödyntämään ajankohtaisemmin yrityksen ja talouden uutisia ennustuksissaan, kuin mitä aikasarjamallin käytössä pystytään. Analyytikoiden tulosennusteet ja suositukset vaikuttavat myös osakkeen hintaan. (Healy ja Palepu, 2001.)

Monet eri akateemiset tutkimukset ovat osoittaneet, että tilintarkastajien ja rahoituksen välittäjät luovat lisäarvoa markkinoille sillä, että he käyvät läpi yritysten julkistuksia ja tekevät sen jälkeen omat julkistuksensa yrityksestä. Tulokset näyttävät, että ainakin osa rahoitusanalyytikoiden, liike-elämän lehdistön ja joukkolainojen luokituslaitosten tekemistä julkistuksista vaikuttavat osakkeiden hintoihin. Kuitenkin on syytä huomioida, että tässä viitekehyksessä on silti jäljellä merkittäviä aukkoja tietämyksessä siitä, mitkä ovat tilintarkastajien ja välittäjien kannustimet ja kuinka ne vaikuttavat heidän luotettavuuteensa. (Healy ja Palepu, 2001.)

#### 3.2 Motiivit tulosennusteiden laatimiselle

Markkinoilla on jatkuvasti tilanne, jossa sijoittajat pyrkivät erottamaan hyvät yritykset huonoista. Tämä niin sanottu ”sitruunoiden” ongelma (engl. *lemons problem*) tarkoittaa sitä, että yrityksellä on enemmän tietoa liiketoiminnastaan, kuin sijoittajalla. Tästä syystä sijoittajan on hyvin hankalaa erottaa hyvää yritystä huonosta, sillä huonot yritykset yrittävät näyttää ulospäin hyvältä. Kun sijoittajat ymmärtävät tämän, se johtaa markkinoilla tilanteeseen, jossa osa hyvistä yrityksistä aliarvostetaan ja osa

huonoista yrityksistä sen sijaan yliarvostetaan. Tämä tilanne luo kysynnän informaation välittäjille, kuten sijoitusanalyytikoille ja luottoluokituslaitoksille, jotka paneutuvat yritysten yksityisten tietojen tuottamiseen selvittääkseen johtajilla olevaa, ensiluokkaista tietoa. Myös agenttiongelman luo tarpeen tiedonvälittäjille, kuten sijoitusanalyytikoille ja luottoluokituslaitoksille, koska heillä on mahdollisuus tietojen analysoimalla havaita, jos johto käyttää yrityksen resursseja väärin. (Healy ja Palepu, 2001.)

### **3.3 Tulosten merkityksen kasvu sijoittajien näkökulmasta**

Brown ja Caylor (2005) esittävät tutkimuksessaan, että sijoittajat palkitsevat niitä yrityksiä, jotka saavuttavat tai ylittävät analyytikoiden tulosten ennusteet 1990-luvun puolivälin jälkeen. Degeorgen ym. (1999) tutkimustulosten nojalla johto näytti keskittyvän vähemmän negatiivisen kvartaalituloksen välttelyyn kuin neljännesvuosittaisen tappioiden tai tuloksen laskun välttelyyn tutkimusotoksen ajanjaksolla vuosina 1985–1993. Kuitenkin Brown ja Caylor osoittavat omalla tutkimuksellaan suoraan ristiriidassa olevan näkemyksen. Heidän tutkimuksensa osoittaa, että vuoden 1993 jälkeen negatiivisen tulosten välttely ei ole enää kaikista vähäpätöisin kynnysarvo, vaan päinvastoin, vuosille 1996–2002 se on tärkein tuloksen raja-arvo.

Brown ja Caylorin (2005) tarjoavat muutamia selityksiä heidän tutkimustuloksensa tueksi. Heidän otoksensa ajanjaksolla analyytikoiden ennusteet neljännesvuosille kehittyivät virheettömimmiksi ja tarkemmiksi. Samaan aikaan myös analyytikoiden seuraamisen määrä kasvoi, analyytikoiden seuraamat yritykset nousivat määrällisesti ja media alkoi kiinnittää entistä enemmän huomiota siihen, saavutetaanko tai ylitetäänkö tulosten ennusteet. Näiden havaintojen voidaan katsoa tarjoavan todisteita siitä, miksi sijoittajat ovat kasvattaneet kiinnostustaan analyytikoiden tulosten ennusteita kohtaan. Yhteenvedon voidaankin siis sanoa, että johtajat näyttäisivät ottavan vihjeet yritysten talousnäkyistä enenevässä määrin pääomamarkkinoilta, jonka seurauksena negatiivisten tulosten välttely tuo yrityksille enemmän lisäarvoa kuin tappioiden tai tuloksen laskun välttely.

### **3.4 Yritysten tiedonjulkistaminen, analyytikot ja analyytikoiden tulostenusteet**

Laskentatoimen tutkimuksessa on aiemmin jonkin verran pohdittu kysymyksiä liittyen yritysten tiedonjulkistamiseen, ja erityisesti siihen osaan julkistamisesta, joka on yrityksille vapaaehtoista. Analyytikot ovat merkittävässä roolissa tiedonjulkistamisen suhteen, sillä he hyödyntävät tekemissään analyyseissa, antamissaan sijoitussuosituksissa ja muissa yrityksen taloutta koskevissa analyyseissä monipuolisesti kaikkea sitä tietoa, jota yritykset ulkopuolisille sidosryhmille viestivät.

Healy ja Palepu (1993) keskustelevat artikkelissaan siitä, kuinka yritysjohto on hankalassa välikädessä tiedonjulkistamisen suhteen. Sijoittajat ovat suurilta osin tilinpäätöstietojen varassa yrityksen tulevaisuudennäkymien suhteen. Samaan aikaan yrityksissä on kuitenkin oltava tarkkana sen suhteen, ettei tulevista toimista julkisteta sellaista tietoa, joka voisi vaarantaa yrityksen toiminnan suhteessa kilpailijoihin. Tästä syystä johdon on vaikea luotettavasti kommunikoida yrityksen tulevaisuudennäkymiä sijoittajille. Healy ja Palepu esittävät, että analyytikot tuovat lisäarvoa kolmella eri tavalla. Ensimmäisenä he mainitsevat sen, että analyytikot ottavat kantaa yrityksen raportoimien lukujen laatuun ja tekevät tarpeellisia hienosäätöjä. Pätevät analyytikot pystyvät tarvittaessa mukauttamaan raportoituja numeroita vastaamaan paremmin yrityksen taloudellisia realiteetteja, ehkä käyttämällä kassavirtalaskelmaa ja lisätietoina annettuja julkistuksia. Toisekseen analyytikot arvioivat yrityksen tämänhetkistä suorituskykyä käyttäen suhdelukuja ja kassavirta-analyysiä. Hyvä analyytikko pystyy ottamaan analyyseissaan huomioon myös yrityksen sisäisiä, ei-taloudellisia tekijöitä, kuten laatua parantavia ohjelmistoja ja henkilöstöhallinnon kehittämisen. Kolmantena analyytikot ennustavat yrityksen tulevaisuudennäkymät ja estimoivat sen arvon.

Hieman päinvastaisena näkemyksenä Healyn ja Palepun (1993) artikkeliin verrattuna Kothari, Li ja Short (2009) summaavat tutkimuksessaan, että yritysjohto ei voi laskea sen varaan, että analyytikot parantaisivat tiedonjulkistamisessa lähteen luotettavuutta tai oikea-aikaisuutta. Analyytikoilla on taakkanaan omat luotettavuuteen ja oikea-aikaisuuteen liittyvät ongelmansa, ja he ovat lisääntyneessä määrin tarkastelun kohteena julkistamisuudistusten ja -muutosten yhteydessä. Viime vuosikymmenet

ovat olleet mullistusten aikaa yritysten tiedonjulkistuskäytänteissä ja taloudellisessa raportoinnissa. Teknologiset innovaatiot, muutokset tiedonvälitystyypeissä ja niiden lisääntyneessä määrässä yhdessä julkistamiskanavien muutosten kanssa on muovannut julkistamiseen ja talousraportointiin liittyviä prosesseja. Myös tilintarkastusyri-tysten ja analyytikoiden liiketaloudelliset periaatteet ovat kokeneet muutoksia samaan aikaan, kun pääomamarkkinat ovat kansainvälistyneet.

## 4 TUTKIMUSHYPOTEESEIT, -AINEISTO JA MENETELMÄT

### 4.1 Tutkimuksen rajaus ja tutkimushypoteesit

Tässä tutkimuksessa on tarkoituksena selvittää, onko yrityksillä, jotka rikkovat tulosennusteen muita useammin, havaittavissa tulosta kasvattavaa tuloksenjärjestelyä tilinpäätöksessään muita yrityksiä enemmän. Tulossyylätysten jakautumista erityisesti nollan läheisyydessä tarkastellaan graafisesti, kuten useissa aiemmissakin tutkimuksissa on tehty. Tässä tutkimuksessa nojataan vahvasti siihen olettamukseen, että harkinnanvaraiset muuntoerot ovat pätevä mittari tuloksenjärjestelyn käytön määrittelemiseksi.

Tässä tutkimuksessa ei oteta kantaa siihen, käyttävätkö yritykset todellisiin toimiin liittyvää tuloksenjärjestelyä, sillä sen havaitseminen tämän aineiston pohjalta ja tässä käytettävillä menetelmillä ei ole mahdollista. Tutkimuksessa ei myöskään oteta kantaa siihen, onko yritysten kannattavaa ohjailta tulostaan, tai onko tuloksenjärjestelyllä vaikutusta yrityksen osakkeen hintaan. On kuitenkin syytä tiedostaa, että todelliset toimet ja yritysten keinot vaikuttaa analyytikoiden antamiin tulosennusteisiin vaikuttavat myös vahvasti siihen, kuinka hyvin tulosennusteet saavutetaan, mutta näitä asioita ei pystytä havaitsemaan tässä tutkimuksessa käytetyillä menetelmillä.

Tutkimushypoteeseina tässä tutkimuksessa ovat seuraavat

*H1: Tulosennusteen saavuttaminen tai sen rikkominen on tärkeää johdolle, minkä seurauksena muutamalla sentillä tulosennusteesta jääneitä yrityksiä on vähemmän kuin ennusteeseen ylittäneitä tai ennusteen muutamalla sentillä rikkoneita yrityksiä.*

Ensimmäinen hypoteesi on johdettu DeGeorgen ym. (1999) ja Burgstahlerin ja Eamesin (2006) tutkimuksista. Näissä tutkimuksissa heidän aineistojensa perusteella on voitu osoittaa, että muutamalla sentillä tulosennusteista jääviä yrityksiä on huomattavasti vähemmän kuin sellaisia yrityksiä, jotka joko saavuttavat tulosennusteen tai ylittävät sen muutamalla sentillä. Aiemmissa kappaleissa (esimerkiksi 2.7) on esitetty useita eri syitä, joiden perusteella voimme olettaa, että yrityksissä pyritään saavuttamaan konsensusennuste, koska siitä on heille hyötyä.

DeGeorge ym. perustelevat tätä hypoteesia myös sillä, että sisäpuoliset ja ulkopuoliset tietojen analysoijat käyttävät tulosta yrityksen suorituskyvyn arvioinnissa, ja tässä prosessissa turvaudutaan usein psykologisesti selkeisiin linjauksiin, kuten esimerkiksi analyytikoiden tulosenusteiden ylittämiseen. Lisäksi he olettavat, että johdon bonuspalkkiot laskevat huomattavasti, jos raja-arvosta jäädyään. Omaan etuaan ajavan johtajan uskotaankin siis järjestävän tulosta henkilökohtaisten tulojen maksimoimiseksi.

Myös Brownin ja Caylorin (2005) tutkimus antaa tukea tälle hypoteesille. Heidän tutkimuksensa osoittaa, että pääomamarkkinat yksiselitteisesti palkitsevat yrityksiä enemmän analyytikoiden tulosenusteiden ylittämisestä heidän tutkimuksensa ajanjakson loppupuolella. He osoittavat lisäksi, että ajan saatossa taipumus negatiivisten tulosityllätysten välttelyyn on kasvanut. Jos johdon voidaan katsoa järjestävän tulostaan analyytikoiden tulosenusteiden raja-arvon ylittämiseksi, oletetaan tämän hypoteesin nojalla, että havaintoja on liian vähän juuri raja-arvon alapuolella ja liian paljon juuri sen yläpuolella, kun jakaumaa tarkastellaan.

*H2: Tulosenusteiden saavuttaneiden yritysten tulosta kasvattavat harkinnanvaraiset erät ovat suuremmat kuin niillä yrityksillä, jotka eivät pääse tulosenusteeseen.*

Toisen hypoteesin taustalla on Matsumoton (2002) tekemä tutkimus, jossa hän osoittaa harkinnanvaraisia muuntoeroja hyödyntäen, että tulosenusteet saavuttaneet ja ylittäneet yritykset järjestävät tulostaan keskimäärin enemmän, kuin ennusteesta jääneet yritykset. Hän käyttää harkinnanvaraisten muuntoerojen laskemiseen modifioitua Jonesin mallia, jota on aiemmin käytetty esimerkiksi Dechowin ym. (1995) tutkimuksessa. Athanasakou ym. (2009) puolestaan perustelevat tätä hypoteesia toteamalla, että tilikauden lopun lähestyessä, johto voi havainnoida sekä tulostaan, että analyytikoiden tulosenustetta. Tämän jälkeen he voivat estimoida mahdollisen tulosenusteesta jäämisen ja käyttää tulosta kasvattavia muuntoeroja päästäkseen ennusteeseen. Aiemmassa tutkimuksessa myös Das ja Zhang (2003) havaitsivat, että yritykset käyttävät muuntoeroja tuloksen pieneen pyöristämiseen siten, että analyytikoiden tulosenusteet voidaan saavuttaa. Lisäksi Payne ja Robb (2000) osoittavat, että johto käyttää tuloksenjärjestelyä analyytikoiden tulosenusteisiin pääsemiseksi, kun tulos näyttää jäävän alle markkinaodotusten.



## 4.2 Tutkimusaineisto

Tutkimusaineisto on kerätty Thomson Reutersin Datastream -tietokannasta ja se sisältää tiedot suomalaisten pörssiyhtiöiden IFRS-tilinpäätöksistä vuosilta 2008–2018. Yhtiöitä on yhteensä 119. Analyytikoiden tulosestimateet ovat konsensusestimateita, jotka on ilmoitettu yrityksille neljännesvuosittain ja tämä aineisto on Thomson Reutersin I/B/E/S -tietokannasta. Kaikille yrityksille ei ole saatavilla tulosestimateita jokaiselle neljännesvuodelle.

Aineistosta on jätetty pois rahoituksen toimialalla toimivat yritykset (SIC koodiltaan 6 alkuiset), sillä näillä yrityksillä taserakenne on muista poikkeava, eikä harkinnanvaraisten muuntoerojen estimointi tämän toimialan yrityksille ole mielekästä. Rahoitusalaalla toimivia yrityksiä on aineistossa 11, joten lopullinen yritysten määrä otoksessa on 108.

## 4.3 Tutkimusmenetelmät

Tulosyllätysten jakautumista tarkastellaan tässä tutkielmassa graafisesti, kuten myös useissa aiemmissa tutkimuksissa on tehty (esimerkiksi DeGeorge ym. 1999, Burgstahler ja Eames 2006 ja Athanasakou ym. 2009). Tämä on yksinkertainen ja selkeä menetelmätapa, ja sen avulla ennustevirheiden esiintymistä erityisesti nollan molemmiin puolin on helppo havainnoida.

Analyytikoiden tulosestimateisiin pääsemisen ja harkinnanvaraisten muuntoerojen välisen yhteyden tutkimiseksi olen muodostanut tulosyllätysten pohjalta muuttujan, joka saa arvoja väliltä 0–4 sen perusteella, kuinka monta kertaa tilikauden aikana yritys on saavuttanut tai ylittänyt tulosestimateen. Tämän muuttujan tekeminen oli tarpeen siksi, että harkinnanvaraiset muuntoerot on laskettu yrityksille tilikausittain, ja tieto tulosestimateista puolestaan on annettu neljännesvuosittain. Ilman tällaista muuttujaa tulosestimateiden ja harkinnanvaraisten muuntoerojen keskinäisen suhteen vertaaminen ei olisi mielekästä. Tämä muuttuja saa siis arvon 0, mikäli yritys ei ole kertaakaan tilikauden aikana onnistunut saavuttamaan tai ylittämään tulosestimateita, ja arvon 4, jos tulosestimate on saavutettu neljä kertaa tilikauden aikana. Jos muuttuja saa arvon 1, se tarkoittaa, että yritys on päässyt vain kerran tilikauden aikana

neljännesvuosittaiseen tulosenusteeseen. Arvoja ei ole esitetty tutkimuksessa kumulatiivisesti, vaan kaikki arvot ovat yritysten havaintovuoden aikana täsmällisesti tapahtuneita tulosenusteen saavuttamisia. Tämän muuttujan tekeminen kaventaa otosta, sillä vain osalle yrityksistä on saatavilla tulosenuste jokaiselle vuosineljännekselle. Otoksen ulkopuolelle on siis jätetty kokonaan ne yritysten havaintovuodet, kun yritykselle ei ole saatavilla tulosenustetta jokaiselle vuosineljännekselle.

Tutkimuksessa harkinnanvaraiset muuntoerot estimoidaan Jonesin (1991) mallin mukaisesti. Tämä malli estimoidaan tässä tutkielmassa erikseen jokaiselle SIC-koodin kahden ensimmäisen numeron mukaan jaotellulle ryhmälle yrityksiä. Jones (1991) jaottelee tutkimuksessaan yritykset toimialakoodin mukaisesti ryhmiin. Aiemmin SIC-koodin kahden ensimmäisen numeron mukaan jaotellulle ryhmille yrityksiä harkinnanvaraiset muuntoerot ovat estimoineet esimerkiksi Burgstahler ja Eames (2006) omassa tutkimuksessaan.

#### 4.3.1 Jonesin malli

Jonesin (1991) esittämällä mallilla muuntoeroja on kuvattu siten, että yritysten toimialojen erot otetaan huomioon. Tämä malli on suosittu laskentatoimen tutkimuksen parissa, ja sitä sovelletaan useissa tilanteissa, joissa tuloksenjärjestelyä halutaan mitata. Mallista on tehty myös useita eteenpäin kehitettyjä versioita vuosien aikana. (Kallunki, 2014)

$$TA = \alpha + \beta_1 \Delta REV + \beta_2 PPE + \varepsilon \quad (1)$$

yhtälössä (1),

TA = muuntoerot,

$\Delta REV$  = liikevaihdon muutos

PPE = käyttöomaisuus

$\varepsilon$  = jäännöstermi.

Tässä yhtälössä ei ole yritysten ja vuosien indeksejä, vaan yhtälö estimoidaan käyttäen havaintoina jokaisen yrityksen vuotuisia tilinpäätöstietoja. On myös tavallista, että tätä mallia käytettäessä mallin muuttujat jaetaan taseen loppusummalla, jotta yritysten kokoeroja voidaan kontrolloida. Muuntoerojen sisältämät keskeisimmät erät ovat käyttöpääoman muutos ja poistot. Kahden peräkkäisen tilikauden välinen liikevaihdon kasvu ( $\Delta REV$ ) ja tarkasteltavan tilikauden käyttöomaisuuden määrä (PPE) ovat tässä mallissa selittävinä muuttujina. Liiketoiminnan kasvun vaikutusta vastemuuttujasta, eli muuntoeroista, kontrolloi liikevaihdon muutos. Myös käyttöpääoman tarve lisääntyy, kun yritys kasvaa. Yritys, jolla on paljon käyttöomaisuutta, kirjaa suuremmat poistot kuin sellainen yritys, jolla on vähän käyttöomaisuutta. Tämän vaikutusta mallissa kontrolloi käyttöomaisuuden erä. (Kallunki, 2014)

Jäännöstermi  $\varepsilon$  kuvaa mallissa sitä osuutta muuntoeroista, joka ei selity liikevaihdon kasvulla ja käyttöomaisuuden määrällä. Tätä termiä kutsutaan Jonesin mallin residuaaliksi, ja se kuvaa harkinnanvaraisia muuntoeroja. Harkinnanvaraisten muuntoerojen katsotaan olevan se osa kokonaismuuntoeroista, joista liiketoiminnan luonteesta johtuvat tekijät on erotettu pois. (Kallunki, 2014)

Jonesin mallia käytettäessä se tavallisesti estimoidaan jokaiselle toimialalle erikseen. Käytännössä siis parametrit  $\alpha$ ,  $\beta_1$  ja  $\beta_2$  määritetään toimialakohtaisesti. Tämä puolestaan mahdollistaa toimialakohtaisen parametrin käytön tietyllä toimialalla toimivan, yksittäisen yrityksen harkinnanvaraisten muuntoerojen laskemisen. Tällä tavoin pystytään ottamaan huomioon myös eri toimialojen kasvun ja pääomaintensiivisyyden vaikutukset muuntoeroihin. Jonesin malli voidaan käyttää estimoimalla se vuosittaiselle tasolle tai vaihtoehtoisesti aikasarjamallina. (Kallunki, 2014)

Tutkimuksissa on havaittu, että Jonesin mallin avulla määritellyillä harkinnanvaraisilla muuntoeroilla on yhteys muun muassa oman pääoman hankintaan, johdon palkitsemiseen, vieraan pääoman kovenantteihin ja analyytikoiden tulosestimoimisiin. Johto käyttää harkinnanvaraisia muuntoeroja siis tietyn tavoitellun tuloksen saavuttamiseksi. (Kallunki, 2014)

Muuntoerojen kokonaismäärän voidaan katsoa muodostuvan normaaleista, ei-harkinnanvaraisista muuntoeroista ja harkinnanvaraisista muuntoeroista. Sekä Healy (1985) että DeAngelo (1986) käyttävät tätä oletusta tutkimuksensa pohjana.

*Muuntoerot kokonaisuudessaan = normaalit muuntoerot (ei-harkinnanvaraiset) + harkinnanvaraiset muuntoerot*

Tämä oletus on myös Jonesin (1991) mallin perustana. Tällä laskukaavalla voidaan estimoida harkinnanvaraiset muuntoerot, jos muuntoerot tiedetään kokonaisuudessaan ja näistä vähennetään parhaan arvion mukaan lasketut normaalit muuntoerot. Muuntoerien kokonaismäärän pystytään selvittämään tase-erien perusteella.

#### 4.3.2 Kokonaismuuntoerojen estimointimallit

Alla on esitettyinä malleja, joiden avulla muuntoerot voidaan estimoida kokonaisuudessaan. Jotta harkinnanvaraisten muuntoerojen estimointi on mahdollista Jonesin (1991) mallia käyttäen, on ensin estimoitava kokonaismuuntoerot.

$$TA_{it} = \frac{(\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STP_{it}) - DA_{it}}{A_{it-1}} \quad (2)$$

Yllä on kaava kokonaismuuntoerojen estimoimiseksi, mukailleen Kothari ym. (2005) ja Dechow ym. (1995), jossa:

$TA_{it}$	muuntoerot kokonaisuudessaan yhtiöllä $i$ kaudella $t$
$\Delta CA_{it}$	vaihtuvien vastaavien muutos
$\Delta CASH_{it}$	käteisvarojen ja niihin rinnastettavien erien muutos
$\Delta CL_{it}$	lyhytaikaisten saamisten muutos
$\Delta STP_{it}$	lyhytaikaisen korollisen velan muutos, sisältäen pitkäaikaisten velkojen lyhytaikaisen osan
$DA_{it}$	poistot ja arvonalentumiset
$A_{it-1}$	taseen loppusumma vuoden alussa (viime tilikauden päättyessä)

Jonesin (1991) mallin mukaisesti muuntoerot kokonaisuudessaan lasketaan puolestaan seuraavalla kaavalla:

$$TA_t = [\Delta CA_t - \Delta Cash_t] - [\Delta CL_t] - DA_t \quad (3)$$

Muuntoerot kokonaisuudessaan, mukailleen Jones (1991), jossa:

$TA_t$	muuntoerot kokonaisuudessaan kaudella t
$\Delta CA_t$	vaihtuvien vastaavien muutos
$\Delta Cash_t$	käteisvarojen ja niihin rinnastettavien erien muutos
$\Delta CL_t$	lyhytaikaisten saamisten muutos
$DA_t$	poistot ja arvonalentumiset

Tästä kaavasta Jones (1991) muodostaa estimointimallin, joka ottaa huomioon myös yrityksen taloudellisen tilanteen muutoksen taseen loppusumman avulla

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_i \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left( \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

jossa,

$TA_{it}$	muuntoerot kokonaisuudessaan yhtiöllä i kaudella t
$\Delta REV_{it}$	liikevaihdon muutos yhtiöllä i kaudella t
$PPE_{it}$	aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet
$A_{it-1}$	taseen loppusumma yhtiöllä i kaudelle t-1
$\varepsilon_{it}$	jäännöstermi yhtiöllä i vuonna t
$i$	1, . . . , N yrityksen indeksi (N = *yritysten lkm*)
$t$	1, . . . , $T_i$ , vuoden indeksi estimoitavalle ajanjaksolle yritykselle i ( $T_i$ saa arvoja väliltä 1 ja 10 vuotta)

Tässä mallissa aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet kontrolloivat ei-harkinnanvaraisten muuntoerojen muutosta, jotka johtuvat muuttuvista olosuhteista. Muuntoerot kokonaisuudessaan sisältävät muutokset käyttöpääoman erissä, kuten myyntisaamisissa, varastossa ja ostoveloissa, jotka riippuvat jossain määrin

liikevaihdon muutoksista. Liikevaihtoa käytetään kontrolloimaan yrityksen taloudellista ympäristöä, koska se on yrityksen toimintaa kuvaava objektiivinen mittari ennen johdon tuloksen manipulointia, mutta se ei kuitenkaan ole täysin ulkosyntyinen erä. Johdolla on mahdollisuus vaikuttaa liikevaihdon suuruuteen jossain määrin, esimerkiksi siirtämällä toimituksia myöhemmäksi. Kaikki muuttujat tässä harkinnanvaraisten muuntoerojen estimoinnin mallissa on skaalattu edellisen vuoden taseella heteroskedastisuuden vähentämiseksi. (Jones, 1991.)

Tässä tutkielmassa muuntoerot kokonaisuudessaan lasketaan kuitenkin Hribarin ja Collinsin (2002) menetelmää mukailleen. Heidän perustelunsa tämän mallin käytölle on, että tase-erien avulla lasketuissa harkinnanvaraisissa muuntoeroissa voi esiintyä estimointivirheitä, jotka virheellisesti johtavat tilanteeseen, jossa tuloksenjärjestelyä voidaan katsoa käytettävän sellaisessa tilanteessa, jossa näin ei tosiasiaassa ole. Perinteiset kokonaismuuntoerojen estimointimallit epäonnistuvat näiden tutkijoiden mukaan silloin, kun ei-operatiiviset toiminnot ja tapahtumat, kuten fuusiot ja yritysostot ja ulkomaalaisten tytäryhtiöiden tilinpäätökset ovat osa kokonaisuutta. He kritisoivat tase-eriin pohjautuvia muuntoerojen estimointimalleja, koska esimerkiksi edellä mainituissa tilanteissa näiden mallien estimointivirheiden frekvenssi ja laajuus voi olla merkittävä.

Hribar ja Collins (2002) laskevat muuntoerot kokonaisuudessaan seuraavalla kaavalla:

$$TACC = EBXI - CFO \quad (5)$$

jossa,

TACC = muuntoerot kokonaisuudessaan

EBXI = tulos ennen satunnaiseriä ja lopetettuja toimintoja

CFO = liiketoiminnan kassavirta.

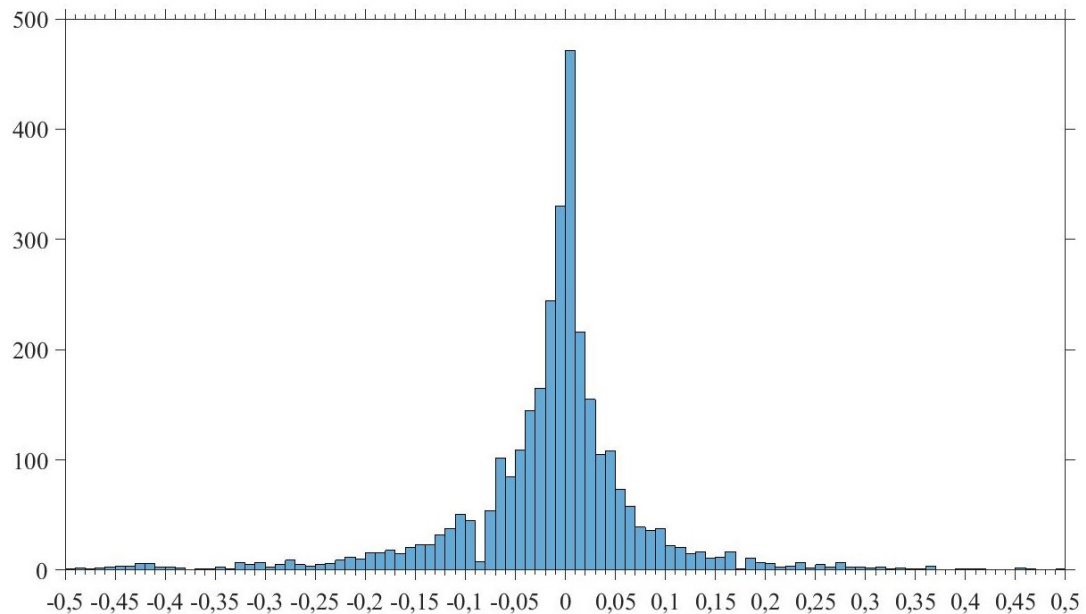
## 5 TUTKIMUSTULOKSET

Tässä luvussa esitellään tilastollisten menetelmien avulla saadut tutkimustulokset. Tilastolliset testit on tehty käyttäen SPSS Statistics 26 ohjelmaa, ja ennustevirheiden jakaumaa havainnollistava histogrammi on piirretty MatLab R2019 ohjelmalla. Tuloksenjärjestelyn havaitsemiseksi tässä tutkimuksessa käytetään muuntoeroihin ja tulosten jakaumiin perustuvia menetelmiä. Tutkimusmenetelmät on tarkemmin kuvattu kappaleessa 4.

### 5.1 Ennustevirheiden jakautuminen

*H1: Tulosennusteen saavuttaminen tai sen rikkominen on tärkeää johdolle, minkä seurauksena muutamalla sentillä tulosennusteesta jääneitä yrityksiä on vähemmän kuin ennusteeseen ylittäneitä tai ennusteen muutamalla sentillä rikkoneita yrityksiä.*

Tämä hypoteesi on johdettu aiemmista, erityisesti yhdysvaltalaisiin aineistoihin pohjautuneista tutkimuksista. Tutkijat ovat havainneet, että epätavallisen suuri määrä ennustevirheistä esiintyy juuri nollassa tai heti sen oikealla, eli positiivisella puolella. Sen lisäksi heidän aineistoissaan on ollut havaittavissa selkeä epäjatkuvuuskohta heti nollan vasemmalla puolella, eli pienten negatiivisten ennustevirheiden kohdalla. DeGeorge ym. (1999) argumentoivat, että yritykset, jotka ovat jäämässä tulosennusteesta niukasti, järjestelivät tulostaan ylöspäin. Puolestaan tilanteessa, jossa tulosennusteesta jäädään reilusti tai se ylitetään selkeästi, tulosta järjestellään alaspäin, jotta ennusteisiin voitaisiin päästä helpommin tulevaisuudessa. Täysin vastaavanlaiseen johtopäätökseen tulivat myös Burgstahler ja Eames (2006) tutkimuksessaan.



**Kuvio 1. Analytikoiden ennustevirheiden jakautuminen vuosina 2008–2018.**

Kuvion 1 histogrammi havainnollistaa, kuinka yritykset ovat vuosina 2008–2018 suoriutuneet suhteessa analytikoiden konsensusennusteisiin. Ennustevirheet on laskettu vähentämällä toteutuneesta osakekohtaisesta tuloksesta (EPS) analytikoiden konsensusennuste. Histogrammin ennustevirheiden jakauma pitää sisällään 138 suomalaista pörssiyhtiötä. Havaintoja on yhteensä 3197, joista 40 kappaletta on jätetty kuvion ulkopuolelle, sillä näissä tapauksissa ennusteesta jäätin yli viisikymmentäsenttiä tai se ylitettiin yli viidelläkymmenellä sentillä. Yrityksiä, joiden ennustevirhe on tasan nolla, on 286 kappaletta. Kuvajaan korkein tolppa, joka sijaitsee heti nollan oikealla puolella, pitää sisällään sekä juuri ennusteeseen päässeet yritykset, eli ne, joilla ennustevirhe on tasan nolla, ja ne, jotka ylittivät sen yhdellä sentillä.

Kuviossa jokainen pylväs kuvastaa yhden sentin ennustevirhettä. Nollan negatiivisella puolella olevat yritykset ovat jääneet tulosennusteesta, ja positiivisella puolella olevat sen sijaan ylittäneet sen. Kuvion perusteella voidaan havaita, että välille 0–0,01 € sijoittuu selvästi enemmän havaintoja, kuin millekään muulle havaintovälille. Toisaalta välille -0,01–0 € näyttää tämän otoksen kohdalla sijoittuvan havaintoja samassa suhteessa kuin muillekin havaintoväleille. Verrattuna aiempiin tutkimuksiin, tämän otoksen osalta ei siis ole nähtävissä merkkejä siitä, että suomalaiset pörssiyhtiöt pyrkisivät välttelemään erityisesti pieniä negatiivisia tulosyllätyksiä järjestelemällä tulosta niin, että positiivinen tulosyllätys voidaan saavuttaa. Aiemmissä tutkimuksissa



on vaihtelevasti tarkasteltu erityisesti välille  $-0,2-0,2$  ja  $-0,1-0,1$  sijoittuvia ennustevirheiden havaintoja. Tämän jakauman osalta tuolle välille ei voida osoittaa epänormaalia määrää havaintoja, vaan havainnot jakautuvat suhteellisen tasaisesti nollan molemmin puolin, etäisesti normaalijakaumaa muistuttavalla tavalla. Asettamamme hypoteesi H1 ei siis saa vahvistusta näiden tulosten nojalla.

	<b>Ennustevirhe</b>
<b>N, otoskoko</b>	3197
<b>Keskiarvo</b>	-0,020
<b>Keskivirhe</b>	0,002
<b>Keskihajonta</b>	0,132
<b>Mediaani</b>	-0,010
<b>Varianssi</b>	0,017
<b>Vinous</b>	-2,006
<b>Vinouden keskivirhe</b>	0,043
<b>Huipukkuus</b>	23,901
<b>Huipukkuuden keskivirhe</b>	0,087
<b>Minimi</b>	-1,490
<b>Maksimi</b>	1,364

**Taulukko 2. Ennustevirheiden tilastolliset tunnusluvut.**

Taulukossa 2 on esiteltyä ennustevirheiden jakauman tilastollisia tunnuslukuja. Ennustevirheiden keskiarvo on  $-0,02$  €, ja keskihajonta  $0,13$  €. Jakauma on vasemmalle vino, koska vinouden saama arvo  $-2$  on nollaa pienempi. Tämä puolestaan tarkoittaa, että jakauman häntä on vasemmalla, ja havainnot ovat enemmän pakkautuneena positiiviselle puolelle. Jakauma on myös terävahuippuinen, sillä huipukkuus saa nollaa suuremman arvon. Jotta jakauma täyttäisi normaalijakautuneen jakauman vaatimukset, huipukkuuden ja vinouden arvojen tulisi olla nolli. Tämä jakauma on suippo, sillä huipukkuus saa positiivisen arvon. Tämä tarkoittaa, että havainnot ovat keskittyneet keskiarvon läheisyyteen. (Holopainen, Tenhunen ja Vuorinen 2004.)

Vuosi	Ylittää/saavuttaa ennusteen	Prosentti	Ei ylitä ennustetta	Prosentti	Yhteensä
2008	22	26,8 %	60	73,2 %	82
2009	156	48,8 %	164	51,2 %	320
2010	174	51,2 %	166	48,8 %	340
2011	162	44,5 %	202	55,5 %	364
2012	138	45,7 %	164	54,3 %	302
2013	126	42,7 %	169	57,3 %	295
2014	139	45,7 %	165	54,3 %	304
2015	166	50,3 %	164	49,7 %	330
2016	165	52,2 %	151	47,8 %	316
2017	154	48,7 %	162	51,3 %	316
2018	100	43,9 %	128	56,1 %	228

**Taulukko 3. Yritysten tulosenusteisiin yltäminen vuosina 2008–2018.**

Taulukossa 3 on eriteltyä jokaiselle vuodelle havainnot sen mukaan, onko yritys saavuttanut tulosenusteen vai ei. Vain vuosina 2010, 2015 ja 2016 ennusteisiin yltäneitä yrityksiä on ollut enemmän kuin ennusteesta jääneitä yrityksiä. Aineistossa tulosenusteet on annettu yrityksille neljännesvuosittain, ja vuoden 2008 osalta aineistossa on nähtävillä ainoastaan viimeisen vuosineljänneksen tulosenuste. Tästä syystä havaintoja tuolle vuodelle on huomattavasti muita vuosia vähemmän, aiheuttaen ison poikkeaman myös tulosenusteisiin yltämiseen tuona vuonna.

Näiden tutkimustulosten pohjalta voidaan sanoa, että tämä aineisto antaa vain hyvin vähän vahvistusta asettamallemme hypoteesille. Jotta ensimmäisen hypoteesin olisi voitu sanoa olevan hyväksytty, ennustevirheiden olisi täytynyt selvemmin kasautua nollassa ja sen välittömään läheisyyteen positiivisten ennustevirheiden puolella, ja puolestaan juuri alle nollassa olevien havaintojen määrän olisi tullut olla nyt havaittua pienempi. Myöskään vuositasolla katsottuna ei ole havaittavissa viitteitä siitä, että suomalaisissa pörssiyrityksissä keskiarvoisesti tavoiteltaisiin tulosenusteiden päihittämistä.

## 5.2 Harkinnanvaraiset muuntoerot ja tulosenusteiden saavuttaminen

Tässä kappaleessa testataan tutkimuksen toista hypoteesia, joka on asetettu seuraavasti:

*H2: Tulosenusteen saavuttaneiden yritysten tulosta kasvattavat harkinnanvaraiset erät ovat suuremmat kuin niillä yrityksillä, jotka eivät pääse tulosenusteeseen.*

Harkinnanvaraisten muuntoerojen ja analyttikoiden tulosenusteisiin pääsemisen suhteen tutkimiseksi on tässä tutkimuksessa ensimmäiseksi muodostettu muuttuja ylittää/saavuttaa. Tämä muuttuja saa arvon 0–4 sen mukaan, kuinka monta kertaa tilikauden aikana yritys on päässyt analyttikoiden vuosineljänneksittäin annettuun tulosenusteeseen. Tämä muuttuja saa arvon vain, jos yritykselle on saatavilla tulosenuste jokaiselle neljälle tilikauden kvartaalille. Muuttujan tekemiseksi otoksesta on jätetty tässä kohtaa pois vuosi 2008, sillä sille vuodelle saatavilla oli ainoastaan vuoden viimeisen neljänneksen tulosenusteita. Nämä syyt huomioiden, otoskoko pienentyi 3197:stä 619 havaintoon. Kahdelle havainnolle estimoidut harkinnanvaraiset muuntoerot ovat selvästi muista poikkeavia, ja nämä on poistettu havaintojen joukosta, etteivät poikkeamat vaikuta keskiarvoihin. Otoskoko on lopulta 617 havaintoa.

Harkinnanvaraiset muuntoerot on estimoitu 4.3. luvun mukaisesti Jonesin (1991) mallilla SIC-koodin mukaan eri toimialaväleille. Seuraavaksi esitetään harkinnanvaraisten muuntoerojen jakautumista ensin yleisesti toimialoittain, ja sen jälkeen tarkemmin sen perusteella, kuinka monta kertaa yritys on saavuttanut tulosenusteen tilikauden aikana.

SIC	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	N
01–17	0,008065	0,006607	0,086562	45
20–39	-0,028916	-0,025996	0,065770	360
40–49	-0,036681	-0,041787	0,033162	31
50–51	-0,024944	-0,021433	0,038286	52
70–89	-0,048032	-0,040747	0,063602	129
Kaikki	-0,030501	-0,028900	0,057107	617

**Taulukko 4. Jonesin mallilla estimoitujen harkinnanvaraisten muuntoerojen tilastollisia ominaisuuksia SIC-koodeittain. Liitteestä 1 löytyy selitykset eri toimialakoodeille.**

Taulukon 4 tuloksista nähdään, että harkinnanvaraiset muuntoerot ovat negatiiviset kaikille muille SIC-koodin toimialoille, paitsi 01–17 välille. Tämä toimialaväli on ainut, jolla harkinnanvaraiset erät ovat keskiarvoisesti tulosta kasvattavia, kaikilla muilla toimialaväleillä harkinnanvaraisia erää on käytetty näiden tulosten nojalla tuloksen pienentämiseen. Taulukko 4 havainnollistaa tilannetta koko otoksen osalta, ja voimmekin todeta, että suurimmalla osalla tutkittavana olevista yrityksistä harkinnanvaraiset erät ovat olleet negatiiviset vuosina 2009–2018. Tämä voi johtua valitusta estimointimallista. Tärkeintä on kuitenkin, että harkinnanvaraiset muuntoerot on estimoitu samalla tavalla kaikille yrityksille ja havaintovuosille.

		Harkinnanvaraiset muuntoerot		
		positiivinen	Negatiivinen	yhteensä
Yltää ennusteeseen tilikauden aikana	ei kertaakaan	24 (29,6 %)	57 (70,4 %)	81
	kerran	43 (27,4 %)	114 (72,6 %)	157
	kahdesti	42 (25,5 %)	123 (74,5 %)	165
	kolmesti	29 (20,1 %)	115 (79,9 %)	144
	neljästi	16 (22,9 %)	54 (77,1 %)	70
	yhteensä	154 (25 %)	463 (75 %)	617

**Taulukko 5. Harkinnanvaraisten muuntoerojen jakautuminen positiivisiin ja negatiivisiin sen mukaan, kuinka monta kertaa yritys saavuttaa tai ylittää tulosenusteen tilikauden aikana.**

Taulukosta 5 nähdään harkinnanvaraiset muuntoerot ristiintaulukoituina tulosta pienentäviin (negatiivinen) ja tulosta kasvattaviin (positiivinen) sen mukaan, kuinka monta kertaa yritys onnistuu saavuttamaan tai ylittämään tulosenusteen tilikauden aikana. Näin esitettynä aineistosta on helppo havaita, että positiivisten muuntoerojen havaintojen määrässä ei tapahdu suuria prosentuaalisia muutoksia sen mukaan, kuinka monta kertaa tulosenusteeseen päästään tilikauden aikana. Eniten tulosta kasvattavaa tuloksenjärjestelyä käytetään tämän aineiston perusteella niissä yrityksissä, jotka eivät yllä tilikauden aikana kertaakaan tulosenusteeseen. Näiden yritysten keskuudessa 29,6 prosentilla harkinnanvaraiset muuntoerot olivat positiiviset. Sen sijaan niillä yrityksillä, jotka yltivät tilikauden aikana kolme kertaa tulosenusteeseen, on keskiarvoisesti vähiten tulosta kasvattavia muuntoeroja, vain 20,1 prosentilla. Erot jaotteluiden kesken ovat kuitenkin verrattain pienet, eikä tämän ristiintaulukoinnin perusteella voida tehdä johtopäätöksiä siitä, että tulokseen yltämisen ja tulosta nostattavien harkinnanvaraisten muuntoerojen käytön välillä olisi korrelaatiota siten, että usein tulosenusteeseen päässeiden yritysten keskuudessa tulosta kasvattavat harkinnanvaraiset muuntoerot olisivat suuremmat. Ristiintaulukointi yksinään ei kuitenkaan ole riittävän vahva menetelmä osoittamaan muuttujien välistä kausaalisuutta, vaan tulkinta tarvitsee tuekseen muuta empiiristä todistusaineistoa tai teoriaa (Holopainen ym. 2004).

	<b>Harkinnanvaraiset muuntoerot</b>
<b>N, otoskoko</b>	617
<b>Keskiarvo</b>	-0,031
<b>Keskihajonta</b>	0,057
<b>Varianssi</b>	0,003
<b>Vinous</b>	-0,098
<b>Huipukkuus</b>	1,913
<b>Minimi</b>	-0,291
<b>Maksimi</b>	0,186

**Taulukko 6. Harkinnanvaraisten muuntoerojen tilastolliset ominaisuudet.**

Tilastollisten tunnuslukujen osalta taulukosta 6 nähdään, että harkinnanvaraisten muuntoerojen keskiarvo on -0,031, joka siis tarkoittaa, että otoksen yrityksillä harkinnanvaraiset muuntoerot ovat keskiarvoisesti tulosta pienentäviä tutkitulla

ajanjaksolla 2008–2018. Taulukossa 6 esitetyistä tilastollisista ominaisuuksista nähdään, etteivät harkinnanvaraiset muuntoerot ole jakautuneet normaalijakauman mukaisesti. Jakauman vinous- ja huipukkuusluvut ovat kuitenkin suhteellisen lähellä nollaa. Jos jakauma ei ole normaalijakautunut, suositellaan tilastollisessa testauksessa käyttämään epäparametrisiä testejä.

---

	Arvot	Vapausasteet	Asymptoottinen merkitys (kaksipuolinen)
<b>Pearsonin <math>\chi^2</math></b>	3,411 <sup>a</sup>	4	0,492
<b>Otoskoko</b>	617		

a. Yhdessäkään solussa odotettu frekvenssi ei ole alle 5. Pienin odotettu frekvenssi on 17,47.

---

**Taulukko 7. Tulosta kasvattavien harkinnanvaraisten muuntoerojen ja tulosenrusteen tilikauden aikana saavutettujen kertojen välisen riippuvuuden khiin neliötesti.**

Khiin neliötestissä nollahypoteesina on, ettei tutkittavien muuttujien välillä ole tilastollista riippuvuutta, vaan muuttujat ovat toisistaan riippumattomia. Tämä testaus voidaan tehdä luotettavasti vain, jos korkeintaan kahdessakymmenessä prosentissa taulukon soluista odotettu frekvenssi on pienempi kuin viisi (Holopainen, Tenhunen ja Vuorinen 2004). Testattavana oleva aineisto täyttää tämän vaatimuksen.

Taulukossa 7 on esitettyä khiin neliötestin tulokset positiivisten harkinnanvaraisten muuntoerojen ja tilikauden aikana saavutettujen tulosenrusteiden määrän välillä. Tässä tutkimuksessa saatu Pearsonin khiin neliötestin asymptoottinen merkitys on suuri, 0,49, joka tarkoittaa, että 49 prosentin todennäköisyydellä näiden kahden muuttujan välinen riippuvuus johtuu sattumasta. Viiden prosentin riskitasolla ja neljällä vapausasteella khiin neliötestin arvon tulisi ylittää 9,488, jotta riippuvuutta voitaisiin pitää tilastollisesti merkitsevä. Tämän perusteella voidaan siis todeta, että harkinnanvaraisten muuntoerojen positiivisuuden ja sen välillä, montako kertaa yritys pääsee tilikauden aikana tulosenrusteen, ei ole tilastollista riippuvuutta. Konsensusennusteen useamman kerran tilikauden aikana saavuttavilla yrityksillä ei siis vaikuta olevan tilastollisesti merkitsevää määrää enemmän tulosta kasvattavia

harkinnanvaraisia muuntoeroja suhteessa niihin yrityksiin, jotka eivät saavuta tulossennustetta niin monta kertaa.

	Keskiarvo	Std	Min	Q1	Mediaani	Q3	Max	N
<b>0</b>	-0,02893	0,06856	-0,18945	-0,07203	-0,03301	0,00708	0,165169	81
<b>1</b>	-0,02842	0,05799	-0,29052	-0,06304	-0,02631	0,00503	0,130292	157
<b>2</b>	-0,02969	0,05604	-0,19741	-0,06309	-0,02962	0,00050	0,185644	165
<b>3</b>	-0,03612	0,05022	-0,26621	-0,06240	-0,03201	-0,00562	0,103047	144
<b>4</b>	-0,03085	0,05286	-0,22073	-0,06491	-0,03005	-0,00080	0,110767	70
<b>Yht.</b>	-0,03090	0,05662	-0,29052	-0,06385	-0,02962	-0,00010	0,185644	617

**Taulukko 8. Harkinnanvaraisten muuntoerojen tilastollisia ominaisuuksia luokiteltuna sen mukaan, kuinka monta kertaa tilikauden aikana yritys onnistuu saavuttamaan tai ylittämään tulossennusteen (vaihteluväli 0–4 kertaa).**

Taulukosta 8 nähdään, ettei harkinnanvaraisissa muuntoeroissa ole merkittävän suurta keskinäistä eroa sen perusteella jaoteltuna, kuinka monta kertaa yritys onnistuu tilikauden aikana pääsemään tulossennusteeseen. Pienin keskiarvo harkinnanvaraisissa muuntoeroissa on niiden yritysten kesken, jotka pääsevät tulostavoitteeseen kolme kertaa tilikauden aikana. Tämä tarkoittaa, että kolme kertaa tulossennusteeseen pääsevät yritykset käyttävät harkinnanvaraisia muuntoeroja keskimäärin eniten tulosta pienentävästi. Toiseksi eniten tulosta pienentäviä harkinnanvaraisia muuntoeroja käyttävät ne yritykset, jotka pääsevät tulostavoitteeseen tilikauden jokaisella neljänneksellä. Tarkasteltaessa muuntoerojen jakaumia taulukossa 8, voimme havaita myös sen, että kolme ja neljä kertaa tilikauden aikana tulossennusteeseen yltäneiden yritysten keskuudessa jakaumat ovat vahvasti painottuneet negatiiviselle, eli tulosta pienentävien muuntoerojen käytön puolelle. Tätä kuvastaa kolmannen neljänneksen jääminen negatiiviselle puolelle.

Kuten aiemmasta taulukosta 5 voimme laskea, vain 45 (21 %) kappaleella yhteensä 214 yrityksestä on ollut tulosta kasvattavia harkinnanvaraisia muuntoeroja, jos yritys on päässyt tuloistavoitteeseen kolme tai neljä kertaa tilikauden aikana. Näiden tulosten nojalla emme siis saa vahvistusta sille hypoteesille, että ne yritykset, jotka onnistuvat pääsemään useammin tulossennusteeseen, käyttävät enemmän tulosta kasvattavia harkinnanvaraisia muuntoeroja. Aiempiin tutkimuksiin verrattuna havainnot ovat

päinvastaiset, sillä kolme tai neljä kertaa tilikauden aikana tulostavoitteisiin päässeiden yritysten keskuudessa harkinnanvaraiset muuntoerot ovat kaikista eniten tulosta pienentäviä, eikä tulosta kasvattavia, kuten hypoteesina oli.

Liitteissä 2–5 on esitetty pistekaaviot, joissa harkinnanvaraiset muuntoerot on esitetty graafisesti sen mukaan, kuinka monta kertaa yritys pääsee tulosenusteeseen tilikauden aikana. Kuvaajat yhdessä aiemmin esitettyjen tilastollisten ominaisuuksien kanssa vahvistavat käsitystä siitä, että harkinnanvaraiset muuntoerot ovat pakkautuneet keskimäärin selvästi enemmän nollan negatiiviselle puolelle, eli tulosta pienentäviin muuntoeroihin, riippumatta siitä, kuinka monta kertaa tulosenusteeseen päästään. Erityisesti kolme kertaa tulosenusteen saavuttaneiden keskuudessa muuntoerojen käyttö on selvästi tulosta heikentävää. Tällä ryhmällä suurin osa havainnoista on nollan alapuolella, ja nekin havainnot, jotka ovat nollan yläpuolella, jäävät suhteellisen lähelle nollaa.

Ehkä tutkimusasetelman kannalta kiinnostavin on se osa yrityksistä, joka pääsee tulosenusteeseen neljä kertaa tilikauden aikana. Myös tällä ryhmällä yrityksiä harkinnanvaraiset jaksotukset ovat pääasiassa jakautuneet nollan alapuolelle, ja tuloksenjärjestely on näin ollen tulosta pienentävää. Liitteen 6 graafista nähdään myös, etteivät positiiviselle puolelle sijoittuvat muuntoerot näytä muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta olevan merkittävän kaukana nollasta. Tulosenusteen saavuttavilla yrityksillä voikin olla se tilanne, että ennuste voidaan saavuttaa ilman tulosta kasvattavaa tuloksenjärjestelyä, ja tästä syystä tulosta pienentävän tuloksenjärjestelyn käyttö voi olla järkevää, jotta osa tuloksesta voidaan siirtää helpottamaan tulevaisuuden tulosenusteiden saavuttamista.

Yritysten tuloksenjärjestely tämän otoksen perusteella näyttää suomalaisissa pörssiyrityksissä siltä, että tulosta heikentävien harkinnanvaraisten muuntoerojen käyttö on selkeästi yleisempää kuin tulosta kasvattavien muuntoerojen käyttö. Aiemmassa tutkimuksessa syynä tulosta heikentävien harkinnanvaraisten muuntoerojen käytölle on nähty eritoten se, että yritykset haluavat siirtää osan tuloksestaan seuraaville tilikausille, ja tällä tavoin helpottaa tulostavoitteiden saavuttamista tulevaisuudessa.



## 6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä tutkimuksessa tuloksenjärjestelyyn perehtyminen aloitetaan aiempien tutkimusten teorian ja niissä saatujen tutkimustulosten pohjalta. Aiheesta tehdyissä akateemisissa tutkimuksissa on käytetty useita erilaisia menetelmiä ja malleja tuloksenjärjestelyn käytön ja sen yleisyyden selvittämiseksi. Tuloksenjärjestely aiheena on kiinnostava, koska yrityksen tulos tavoitteinensa kiinnostaa laajalti muun muassa sijoittajia, analyytikoita ja yhtiöiden hallituksia. Myös media on hyvin kiinnostunut siitä, kuinka yritykset menestyvät suhteessa tulostavoitteisiin ja -ennusteisiin. Tilinpäätöksen laadinnassa yrityksillä on käytössä keinoja, jotka mahdollistavat harkinnanvaraisuuden käytön. Tämä on usein hyödyllinen mekanismi, sillä tämä antaa yrityksille enemmän liikkumavaraa tuloksen kommunikoinnin suhteen ulospäin. Toisaalta harkinnanvaraisuus tuo mukanaan myös omat haasteensa, sillä se mahdollistaa opportunistisen käyttäytymisen, jossa tavoitteena ei ole antaa mahdollisimman realistista kuvaa yrityksen tuloksesta, vaan ohjata sitä haluttuun suuntaan, esimerkiksi niin, että analyytikoiden konsensusennuste voitaisiin saavuttaa.

Yhdysvaltalaisilla aineistoilla toteutetuissa tutkimuksissa on ollut havaittavissa ilmiö, että yrityksillä, jotka saavuttavat tulosennusteen, on enemmän harkinnanvaraisia muuntoeroja tilinpäätöksissään verrattuna muihin yrityksiin. Yrityksen pitkän aikavälin hyödyn maksimoimisen kannalta tulosennuste kannattaa ylittää vain täpärästi, että tavoitteiden saavuttaminen olisi mahdollisimman helppoa myös tulevilla tilikausilla. Sen sijaan niissä tilanteissa, kun tulostavoitteesta jäädyään joka tapauksessa, voi olla kannattavaa pienentää tulosta entisestään, koska markkinoiden reaktiossa siihen, jäädyäänkö ennusteesta vähän vai vielä vähän enemmän, ei ole suurta eroa.

Tässä tutkimuksessa tuloksenjärjestelyä on tutkittu harkinnanvaraisten muuntoerojen käytön kautta. Yrityksen tilikauden tulos muodostuu kassavirran ja kokonaissiirtoerien erotuksena. Kokonaissiirtoerät puolestaan jakautuvat harkinnanvaraisiin ja ei-harkinnanvaraisiin eriin. Harkinnanvaraisten erien muovaaminen on oletettavasti helpompaa kuin yrityksen kassavirtoihin vaikuttaminen, ja näin ollen tuloksen manipuloinnin näiden erien kautta voidaan katsoa olevan helpompaa ja halvempaa yritykselle. Tuloksenjärjestely on mahdollista myös todellisten toimien kautta, mutta

se on rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle, sillä näiden toimien tunnistaminen taloudellisten tunnuslukujen kautta on todella hankalaa. Loppupeleissä kysymys siitä, järjesteleekö yritys tulostaan ja jos niin, käyttääkö se tulosta järjestelläkseen muuntoeroja vai todellisia toimia, on yrityksen johdon puntaroitava. Erityisesti Suomessa kirjanpito- ja arvopaperilainsäädännön puitteissa on mahdollista, että yritysjohtajat kokevat muuntoeroja hyödyntävät tuloksenjärjestelymenetelmät liian riskipitoisena toimintamenetelmänä. Myös analyytikoiden tulosennusteiden ohjailulla on merkittävä rooli siinä, kuinka hyvin tulosennusteisiin päästään, mutta tässä tutkimuksessa ei käsitellä sen vaikutusta.

Tutkimuksen ensimmäisen hypoteesin perusteella on tarkoitus selvittää, onko suomalaisten pörssiyrityöiden keskuudessa havaittavissa ilmiötä, että pieniä negatiivisia tulosyllätyksiä olisi poikkeuksellisen vähän, ja pieniä positiivisia tulosyllätyksiä sen sijaan epätavallisen paljon. Tutkimustulosten perusteella suomalaiset pörssiyrityöt eivät näytä välttelevän tulosennusteesta jäämistä samassa mittakaavassa, kuin yhdysvaltalaisilla aineistoilla on tilastollisesti aiemmin todistettu. Tarkasteltaessa muutamalla sentillä tulosennusteen ylittäneiden yritysten määrää ja verrattaessa sitä muutamalla sentillä ennusteesta jääneisiin yrityksiin, ei ole havaittavissa eroa. Tulosyllätykset siis jakautuvat tässä tutkimuksessa mukana olevien yritysten kesken suhteellisen tasaisesti nollan molemmille puolille. Tämä poikkeaa aikaisemmissa tutkimuksissa saaduista tuloksista, sillä niissä on ollut selkeästi havaittavissa huomattavasti pienempi määrä muutamalla sentillä tulosennusteesta jääneitä havaintoja, ja vastaavasti poikkeavan suuri määrä muutamalla sentillä ennusteen ylittäneitä havaintoja.

Tämän tutkimuksen toisena tarkoituksena on selvittää, hyödyntävätkö suomalaiset pörssiyrityöt tulosta kasvattavia harkinnanvaraisia muuntoeroja analyytikoiden konsensusennusteen saavuttamiseksi. Harkinnanvaraisten muuntoerojen mallintamiseen käytetään Jonesin mallia (1991), joka on toiminut pohjana useille myöhemmin kehitetyille malleille, ja jota on käytetty laajasti aiemmissa tutkimuksissa. Kun tarkastellaan suomalaisten yritysten tuloksenjärjestelyä harkinnanvaraisten muuntoerojen käytön kautta, tässä tutkimuksessa ei havaita, että yrityksillä, jotka saavuttavat analyytikoiden tulosennusteen useammin, olisi enempää tulosta kasvattavia harkinnanvaraisia muuntoeroja tilinpäätöksessään suhteessa muihin

yrityksiin. Tässä tutkimuksessa harkinnanvaraisia muuntoeroja analysoidaan tarkemmin sen perusteella, kuinka monta kertaa yritys pääsee tulosennusteeseen tilikauden aikana. Näin jaoteltuina harkinnanvaraisissa muuntoeroissa ei kuitenkaan ole havaittavissa selkeitä eroja. Harkinnanvaraisten muuntoerojen käyttö suomalaisissa pörssiyhtiöissä näyttäisi olevan pääasiallisesti tulosta pienentävää, siitä riippumatta, kuinka monta kertaa tulosennuste saavutetaan tilikauden aikana. Tämä tulos on ristiriidassa aiempien tutkimustulosten kanssa, sillä aikaisemmissa yhdysvaltalaisissa tutkimuksissa on osoitettu, että yhtiön johto näyttäisi haluavan kasvattaa tulostaan harkinnanvaraisten muuntoerojen avulla, jos tulosennustetta ei muutoin näytetä saavutettavan.

Siihen, että Suomessa yritykset eivät näytä hyödyntävän tulosta kasvattavia harkinnanvaraisia muuntoeroja analyytikoiden tulosennusteisiin pääsemiseksi, voi olla monta syytä. On esimerkiksi mahdollista, että yritykset pitävät jotain muuta tulostavoitetta analyytikoiden tulosennustetta tärkeämpänä, ja nämä tavoitteet voivat olla jopa ristiriidassa keskenään, jolloin useampaan tavoitteeseen pääseminen samaan aikaan voi olla haasteellista tai jopa mahdotonta. Yhdysvalloissa tehdyissä tutkimuksissa analyytikoiden tulosennusteisiin pääseminen on noussut yritysten keskeisimpien tulostavoitteisiin 2000-luvulla, mutta sen perusteella ei voida kuitenkaan tehdä suoraa johtopäätöstä, että näin olisi myös Suomessa. Kiinnostavaa olisikin tutkia, millaisia tulostavoitteita yritysten johto pitää tavoiteltavana Suomessa. Aiemmin mainittu seikka konsensusennusteille annetusta painoarvosta on tärkeä pitää mielessä, sillä on mahdollista, että Suomessa yritykset eivät koe samanlaista painetta analyytikoiden konsensusennusteisiin pääsemiseksi, kuin ulkomailla. Toisaalta tässä tutkimuksessa toteutetussa asetelmassa hieman haasteellista on myös se, ettei neljännesvuosittaisiin tulosennusteisiin pääsemisen motiivit ole välttämättä yrityksissä täysin samanlaiset, kuin koko tilikauden tulosennusteeseen ja tulostavoitteisiin pääsemisen suhteen. Esimerkiksi johdon palkitsemisjärjestelmät lienevät usein sidottuina tilikauden kokonaissuoriutumiseen, eikä neljännesvuosittaisiin tuloksiin. Oma vaikutuksensa tutkimuksen kannalta voi olla myös sillä, että analysoidut tilinpäätöstiedot ovat IFRS-raportointisäännösten mukaisia, ja avoimeksi jää kysymys siitä, voiko olla mahdollista, että yritykset viestivät tuloksestaan analyytikoille ei-IFRS tuloksen avulla. Tämän kysymyksen selvittämiseksi tarvittaisiin laajempi tutkimus,

jonka avulla verrattaisiin tuloksenjärjestelyn saamia muuntoerojen estimaatteja IFRS-tuloksen ja tavallisen tilinpäätöksen kesken.

Hyvin vähän on suomalaista tutkimusta siitä, kuinka voimakkaasti osakemarkkinat reagoivat siihen, ettei yritys yllä analyytikoiden konsensusennusteeseen. Siinä missä Yhdysvalloissa tätä aihetta on tutkittu paljon ja todistettu, että markkinareaktio on voimakas, Suomessa tilanne ei välttämättä ole täysin vastaava. Jos markkinareaktio tulosennusteesta jäämiseen ei ole merkittävä, tällöin tulosennusteen tavoittelemisen ei ole johdon näkökulmasta yhtä houkuttelevaa. Myös sillä, että lainsäädäntö on poikkeava kansainvälisesti, voi olla vaikutusta siihen, kuinka halukas yritysjohto on käyttämään tuloksenjärjestelyä, erityisesti muuntoeroja hyödyntäen. Suomessa kirjanpitolaki säätelee tilinpäätöstä siten, että sen tulee antaa oikeat ja riittävät tiedot kirjanpitovelvollisen toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Tämän lain nojalla siis opportunistisen manipuloinnin voidaan katsoa olevan kiellettyä.

Tämän tutkimuksen aineisto on selvästi pienempi kuin useissa kansainvälisissä tutkimuksissa, jotka koostuvat tuhansista tai kymmenistä tuhansista havainnoista. Suomalaisella yrityskannalla toteutettuna tällaisten havaintomäärien saavuttaminen on kuitenkin vaikeaa. Tässä tutkimuksessa paljon havaintoja rajasi pois se seikka, ettei kaikille yrityksille ollut saatavilla tilikauden jokaiselle neljännesvuodelle analyytikoiden tulosennustetta. Tämä rajasi havaintomäärät reilusta kolmesta tuhannesta vähän yli kuuteensataan. Havaintoja on tarpeeksi siihen, että pystytään tekemään tilastollisesti merkitseviä johtopäätöksiä, mutta on huomionarvoista, että aineistokokoa kasvattamalla tulokset voisivat olla vielä luotettavampia. Tutkittavat jakaumat tässä tutkimuksessa eivät ole normaalijakautuneita, joten tilastollisista testeistä on mahdollista valita vain epäparametrisiä menetelmiä. Tulokset ovat kuitenkin selkeät sen osalta, ettei harkinnanvaraisten muuntoerojen positiivisuudella ja tilikauden aikana tulosennusteiden ylitettyjen kertojen määrän välillä näytä olevan tilastollista riippuvuutta. Näin ollen parametriset testit eivät olisi tuoneet lisäarvoa tähän tutkimukseen.

Se, ettei useille suomalaisille pörssilistatuille yrityksille ole saatavilla konsensusennustetta tilikauden jokaiselle neljännesvuodelle on kiinnostavaa, ja rajaa tutkimusaineisto merkittävästi. Kyseessä voi olla se, ettei Thomson Reutersin

Datastream -tietokannasta ole saatavilla tietoa kaikista analyytikoiden konsensusennusteista suomalaisille yrityksille. Toinen mahdollinen selitys voi olla se, ettei suomalaisille yrityksille ole samanlaista tarjontaa analyytikoiden tuottaman tiedon osalta kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa. Onkin hyvä pohtia sitä, millaisille yrityksille konsensusennuste jokaiselle neljännesvuodelle on todennäköisesti ollut saatavilla. Voi esimerkiksi olla, että nuo yritykset ovat Helsingin pörssiin listatuista yrityksistä suurimpia ja vankimman aseman saavuttaneita, ja joihin kohdistuu suurin huomio ulkopuolisilta sidosryhmiltä. Tämä on tärkeää huomioida siitä syystä, että neljännesvuosittaisten ennusteiden puuttuminen rajaa otosta satunnaisella tavalla, eikä tätä rajausta ole tehty tutkimuksen laadun parantamiseksi.

Suurin vaikutus tutkimustuloksiin on kuitenkin harkinnanvaraisten muuntoerojen estimointiin käytetyllä malilla. Tähän tutkimukseen on valittu Jonesin alkuperäinen malli, jota on käytetty myös monissa aiemmissa tutkimuksissa. Tämän tutkimuksen voisikin toistaa käyttämällä jotain toista harkinnanvaraisten muuntoerojen estimoinnin mallia, ja näin pystyttäisiin vertailemaan keskenään eri mallien vaikutusta saatuihin johtopäätöksiin.

Tässä tutkimuksessa esitetty muuttuja, joka saa arvot 0–4 sen mukaan, kuinka monta kertaa tilikauden aikana yritys pääsee tulosennusteeseen, tarjoaisi kiinnostavat puitteet myös jatkotutkimukselle. Olisi esimerkiksi mielenkiintoista tutkia, onko havaittavissa ilmiötä, jossa yrityksessä luovutaan tulosennusteen tavoittelemisesta jäljemmillä neljännesvuosilla, jos heti ensimmäisen vuosineljänneksen tulosennusteesta jäädytään. Tämä ajatus pohjautuu siihen, että yrityksen kannalta voisi olla kannattavampaa siirtää katse tulevaan kuin käyttää resursseja kuluvan tilikauden tulosennusteisiin pääsemiseksi, jos markkinoiden odotukset on jo kertaalleen petetty. Teoreettisina viitekehyksinä tälle voisi nähdä olevan kappaleessa 2.3. esitelty kylvyn ottaminen ja tuloksen minimointi, jos uskotaan, että tulosennusteesta jäämistä seuraa todennäköisesti yksi tai useampi negatiivinen tulosyllätys tilikauden aikana.

## LÄHTEET

Arvopaperimarkkinatalaki 14.12.2012/746.

Athanasakou, V.E., Strong N.C. & Walker, M. (2008). Earnings management or forecast guidance to meet analyst expectations? *Accounting and Business Research*, 39(1), 3-35. doi:10.1080/00014788.2009.9663347

Ball, R. (2013). Accounting Informs Investors and Earnings Management is Rife: Two Questionable Beliefs. *Accounting horizons*, 27(4), 847-853. doi:10.2308/acch-10366

Bartov, E., Givoly, D. & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of accounting & economics*, 33(2), 173-204. doi:10.1016/S0165-4101(02)00045-9

Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of accounting & economics*, 24(1), 3-37. doi:10.1016/S0165-4101(97)00014-1

Brown, L. D. & Caylor, M. L. (2005). A Temporal Analysis of Quarterly Earnings Thresholds: Propensities and Valuation Consequences. *The Accounting review*, 80(2), 423-440. doi:10.2308/accr.2005.80.2.423

Burgstahler, D. & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126. doi:10.1016/s0165-4101(97)00017-7

Burgstahler, D. & Eames, M. (2006). Management of Earnings and Analysts' Forecasts to Achieve Zero and Small Positive Earnings Surprises. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(5-6), 633-652. doi:10.1111/j.1468-5957.2006.00630.x

Chen, S. K., Lin, B-X., Wang, Y. & Wu, L. (2010). The frequency and magnitude of earnings management: Time-series and multi-treshold comparisons. *International Review of Economics and Finance*, 19(4), 671-685. doi:10.1016/j.iref.2010.02.005

Cohen, D. A. & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of accounting & economics*, 50(1), 2-19. doi:10.1016/j.jacceco.2010.01.002

Cunningham, L. M., Johnson, B. A., Johnson, E. S. & Lisic, L. L. (2020). The Switch-Up: An Examination of Changes in Earnings Management after Receiving SEC Comment Letters. *Contemporary accounting research*, 37(2), 917-944. doi:10.1111/1911-3846.12546

Das, S. & Zhang, H. (2003). Rounding-up in reported EPS, behavioral thresholds, and earnings management. *Journal of accounting & economics*, 35(1), 31-50. doi:10.1016/S0165-4101(02)00096-4

DeAngelo, L. E. (1988). Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests. *Journal of Accounting and Economics*, 10(1), s. 3-36. doi:10.1016/0165-4101(88)90021-3

Dechow, P., Ge, W. & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting & economics*, 50(2), 344-401. doi:10.1016/j.jacceco.2010.09.001

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. & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-226. search.proquest.com/docview/38748044?accountid=13031

DeFond, M. L. & Park, C. W. (2001). The Reversal of Abnormal Accruals and the Market Valuation of Earnings Surprises. *The Accounting review*, 76(3), 375-404. doi:10.2308/accr.2001.76.3.375

Degeorge, F., Patel, J. & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1-33. doi-org.pc124152.oulu.fi:9443/10.1086/209601

Erkkilä, J. (2020). Kuinka pitkälle Nokian tulosityllätys kantaa? Salkunrakentaja 4.8.2020. Haettu osoitteesta <https://www.salkunrakentaja.fi/2020/08/nokia-tulosityllatys-tulevaisuus/>

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivit 2001/34/EY ja 2004/109/EY.

Fields, T. D., Lys, T. Z. & Vincent, L., (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 255-307. doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00028-3

Graham, J.R., Harvey C.R. & Rajgopal S. (2005). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73. doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.05.004

Guidry, F. (1999). Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1), 113-142. doi:10.1016/s0165-4101(98)00037-8

Gunny, K. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888. doi:10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x

Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting & economics*, 7(1), 85-107. doi:10.1016/0165-4101(85)90029-1

Healy, P. M., & Palepu K. G. (1993). The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices. *Accounting Horizons*, 7(1), 1-11.



Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting & economics*, 31(1), 405-440. doi:10.1016/S0165-4101(01)00018-0

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. doi:10.2308/acch.1999.13.4.365

Holopainen, M., Tenhunen L. & Vuorinen, P. (2004). *Tutkimusaineiston analysointi ja SPSS*. Yrityssanoma.

Hribar, P. & Collins, D. W. (2002). Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. *Journal of accounting research*, 40(1), 105-134. doi:10.1111/1475-679X.00041

Huang, P. C., & Wang, Y. S. (2014). Earnings manipulation and profitability. *Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research*, 48(1), 1-22.

Huhta, A. (2020). Yksi Helsingin pörssin yhtiö on tarjonnut positiivisia tulosityllätyksiä muita varmemmin – Tässä ovat asetelmat pian alkavalle tuloskaudelle. Kauppalehti 30.9.2020. Haettu osoitteesta <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/yksi-helsingin-porssin-yhtio-on-tarjonnut-positiivisia-tulosityllatyksia-muita-varmemmin-tassa-ovat-asetelmat-pian-alkavalle-tuloskaudelle/6055bb3c-3298-48fd-a5ea-11873e90b416>

Jensen, M. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 34(1), 5-19. doi:10.1111/j.1755-053X.2005.tb00090.x

Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228. doi:10.2307/2491047

Kallunki, J. (2014). *Tilinpäätösanalyysi*. Alma Talent-verkkokirjajhyllly, s. 188-198

Keung, E., Lin, Z. & Shih, M. (2010). Does the Stock Market See a Zero or Small Positive Earnings Surprise as a Red Flag? *Journal of accounting research*, 48(1), 105-135. doi:10.1111/j.1475-679X.2009.00354.x

Kin, L. (2008). Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 350-357. doi:10.1016/j.jacceco.2007.08.002

Kinney, W., Burgstahler, D. & Martin, R. (2002). Earnings Surprise "Materiality" as Measured by Stock Returns. *Journal of accounting research*, 40(5), 1297-1329. doi:10.1111/1475-679X.t01-1-00055

Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336.

Kirschenheiter, M. (2002). Can "Big Bath" and Earnings Smoothing Co-Exist as Equilibrium Financial Reporting Strategies? *Journal of Accounting Research*, 40(3), 761-796. doi:10.1111/1475-679X.00070

Kothari, S., Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting & economics*, 39(1), 163-197. doi:10.1016/j.jacceco.2004.11.002

Kothari, S. P., Li, X. & Short, J. E. (2009). The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis. *The Accounting Review*, 84(5), 1639-1670. doi:10.2308/accr.2009.84.5.1639

Lakonishok, J., Shleifer, A. & Vishny, R., (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of finance (New York)*, 49((5), 1541-1578. doi:10.1111/j.1540-6261.1994.tb04772.x

Leppiniemi, J., Leppiniemi, R. & Kaisanlahti, T. (2017). *Tilinpäätöksen tulkinta*. Helsinki: WSOYpro.

Levitt, A. (1998). The “numbers game”. Haettu osoitteesta <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>

Magrath, L. & Weld, L. G. (2002). Abusive earnings management and early warning signs. *The CPA journal (1975)*, 72(8), 50.

Matsumoto, D.A., (2002). Management’s incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review*, 77(3), 483-514. doi:10.2308/accr.2002.77.3.483

Meek, G.K., Rao, R.P. & Skousen, C.J. (2007). Evidence on factors affecting the relationship between CEO stock option compensation and earnings management. *Review of Accounting and Finance*, 6(3), 304-323. doi:10.1108/14757700710778036

Payne, J. L. & Robb, S. W. G. (2000). Earnings Management: The Effect of Ex Ante Earnings Expectations. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 15(4), 371-392. doi:10.1177/0148558X0001500401

Perols, J. L. & Lougee, B. A. (2011). The relation between earnings management and financial statement fraud. *Advances in accounting*, 27(1), 39-53. doi:10.1016/j.adiac.2010.10.004

Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of financial economics*, 50(1), 101-122. doi:10.1016/S0304-405X(98)00033-6

Saarinen, M. (2020). PÖRSSI: Revenio oli laskupörssin tähti – Tulosyllätys kiidatti osakkeen 22 prosentin nousuun. Kauppalehti 6.8.2020. Haettu osoitteesta <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/porssi-revenio-oli-laskuporssin-tahti-tulosyllatys-kiidatti-osakkeen-22-prosentin-nousuun/9101ab6d-39d5-4d15-b222-83327a9152a4>

Schipper, K. (1989). Earnings Management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.

Scott, W. (2015). *Financial accounting theory* (7. painos). 444-458.

SIC-koodit kategorioittain. Haettu osoitteesta <https://siccode.com/sic-code-lookup-directory>

Skinner, D. J. & Sloan, R. G. (2002). Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of accounting studies*, 7(2), 289-312. doi:10.1023/A:1020294523516

Teoh, S. H., Welch, I. & Wong, T. J. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of finance (New York)*, 53(6), 1935-1974. doi:10.1111/0022-1082.00079

Teoh, S. H., Wong, T. J. & Rao, G. R. (1998). Are accruals during initial public offerings opportunistic? *Review of accounting studies*, 3(1), 175-208. doi:10.1023/A:1009688619882

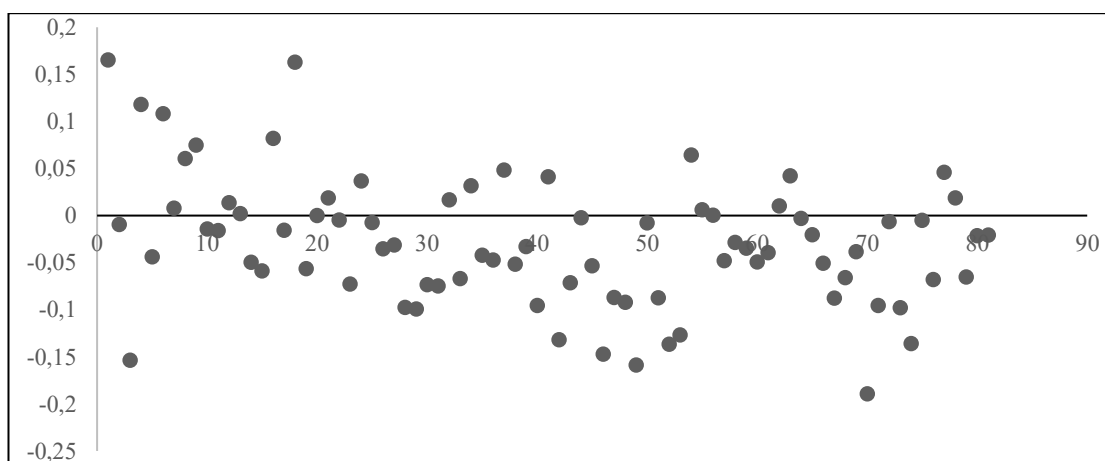


## LIITTEET

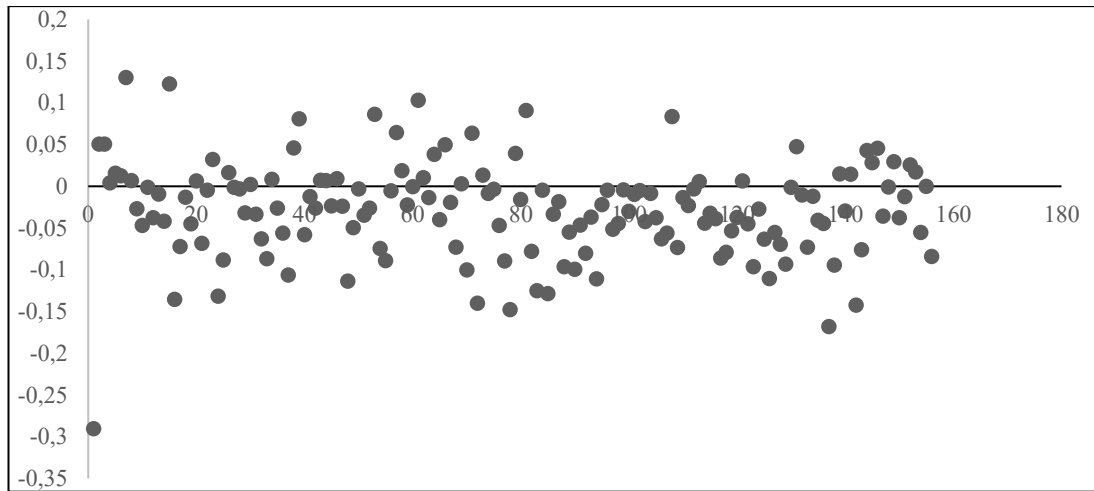
SIC-koodi	Toimiala
0–17	maatalous, metsätalous, kalastus, kaivostoiminta ja rakentaminen
20–39	Valmistusteollisuus
40–49	kuljetusala ja julkiset laitokset
50–51	Tukkukauppa
52–59	Vähittäiskauppa
60–67	rahoitus-, vakuutus ja kiinteistöala
70–89	Palveluala
91–99	Julkishallinto

### Liite 1. Selitteet eri SIC-koodien toimialoille

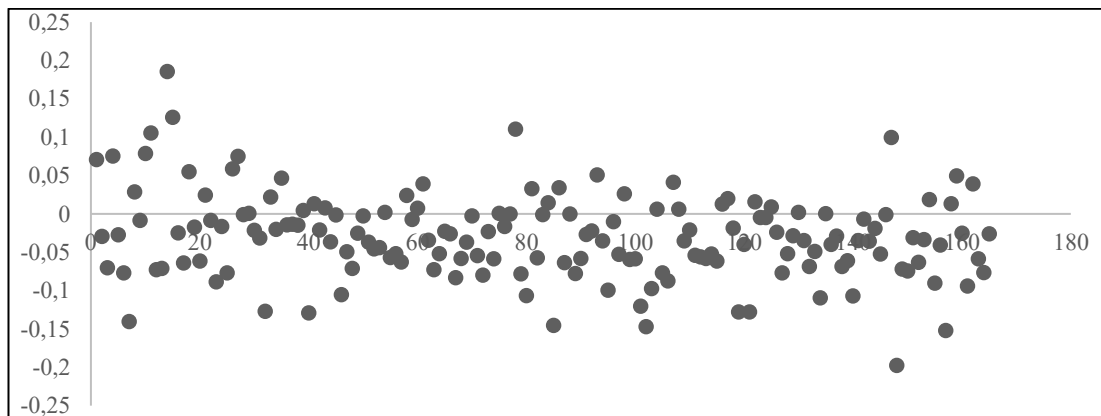
Alapuolella esitetyistä kuvaajista on nähtävissä harkinnanvaraisten muuntoerojen jakautuminen havaintojen keskuudessa sen mukaan, kuinka monta kertaa yritys onnistui saavuttamaan tai ylittämään tulossennusteen tilikauden aikana.



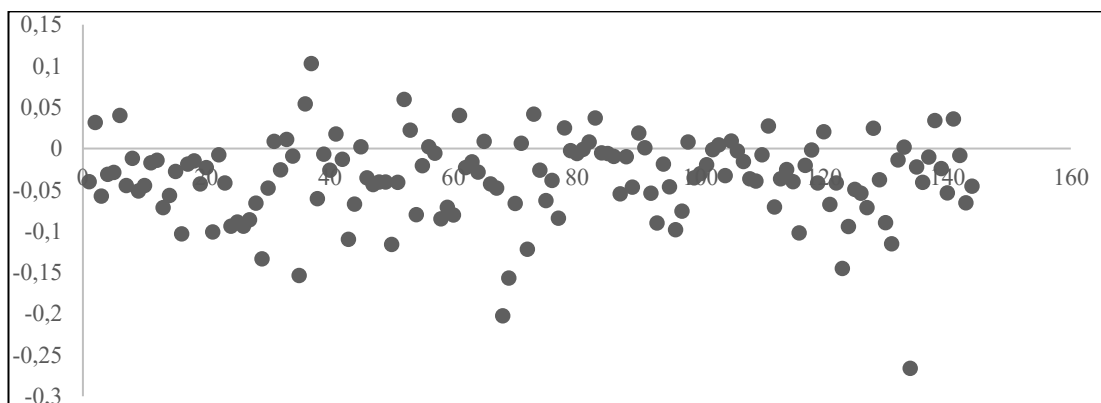
Liite 2. Harkinnanvaraisten muuntoerojen jakautuminen y-akselille, kun tulossennusteeseen ei päästä kertaakaan tilikauden aikana.



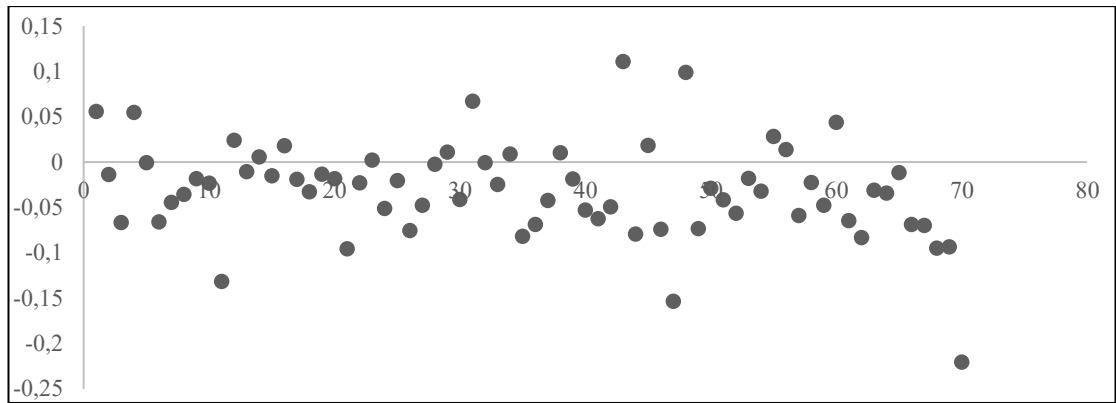
**Liite 3. Harkinnanvaraisten muuntoerojen jakautuminen y-akselille, kun tulosennusteeseen päästään kerran tilikauden aikana.**



**Liite 4. Harkinnanvaraisten muuntoerojen jakautuminen y-akselille, kun tulosennusteeseen päästään kaksi kertaa tilikauden aikana.**



**Liite 5. Harkinnanvaraisten muuntoerojen jakautuminen y-akselille, kun tulosennusteeseen päästään kolme kertaa tilikauden aikana.**



**Liite 6. Harkinnanvaraisten muuntoerojen jakautuminen y-akselille, kun tulosenusteeseen päästään neljä kertaa tilikauden aikana.**