

TAMPEREEN YLIOPISTO
Johtamiskorkeakoulu

**INSTITUTIONAALISEN YMPÄRISTÖN
VAIKUTUS OSINGONJAON JA
TULOKSENJÄRJESTELYN YHTEYTEEN**

Yrityksen laskentatoimi
Pro gradu -tutkielma
Toukokuu 2017
Ohjaaja: Hannu Ojala

Linda Alarautalahti

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto Johtamiskorkeakoulu; yrityksen laskentatoimi

Tekijä: ALARAUTALAHTI, LINDA
Tutkielman nimi: Institutionaalisen ympäristön vaikutus osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen
Pro gradu -tutkielma: 80 sivua
Aika: Kesäkuu 2017
Avainsanat: institutionaalinen ympäristö, osingonjako, tuloksenjärjestely

Tässä tutkielmassa tarkastellaan, onko institutionaalisella ympäristöllä vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn väliseen yhteyteen. Institutionaalisen ympäristön ja siihen liittyvien tekijöiden on esitetty vaikuttavan yhtiöiden taloudelliseen raportointiin ja tilinpäätösinformaation laatuun. Institutionaalisten tekijöiden vaikutusta on arvioitu muun muassa oikeusperinteen, sijoittajansuojan, osakemarkkinoiden kehittyneisyyden ja lakien täytäntöönpanon asteen näkökulmasta. Institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen ei kuitenkaan ole aikaisemmin juurikaan tutkittu eikä tuloksia ole raportoitu vertailemalla ainoastaan kahta maata, joissa institutionaalisten ympäristöjen voidaan odottaa olevan erilaiset. Lisäksi aikaisemmassa kirjallisuudessa osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn välisestä yhteydestä ei olla oltu täysin yksimielisiä. Osa tutkijoista esittää, että osingonjako motivoisi yritysjohtoa tuloksenjärjestelyyn, kun taas toiset ovat löytäneet viitteitä siitä, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteys olisi negatiivinen. Täten on myös tärkeää tutkia, millaiset tekijät mahdollisesti vaikuttavat osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen.

Aihetta lähestytään tutkimalla osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä suomalaisen ja isobritannialaisten pörssiyritysten keskuudessa vuosina 2012 ja 2014. Tutkielman teoreettisessa osiossa aikaisemman kirjallisuuden pohjalta muodostetaan hypoteesi, jota testataan empiirisessä osiossa kvantitatiivisin menetelmin. Tätä varten kerätään Thomson Reutersin tarjoamasta Datastream-palvelusta aineisto, johon sisältyy suomalaisia sekä isobritannialaisia pörssiyrityksiä ja yhteensä 404 havaintoa. Tutkimushypoteesia testataan pienimmän neliösumman (OLS) monimuuttujaregressioanalyysin avulla.

Empiiristen tulosten perusteella institutionaalisella ympäristöllä ei ole suomalaisten ja isobritannialaisten pörssiyritysten keskuudessa vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn väliseen yhteyteen. Viimeisimmän osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä tarkastelevan tutkimuksen mukaisesti osinkoa jakavat yhtiöt näyttäisivät kuitenkin järjestelvän tulostaan vähemmän kuin yhtiöt, jotka eivät jaa osinkoja. Vaikka yksittäisten institutionaalisten tekijöiden näkökulmasta institutionaaliset ympäristöt olisivat erilaisia, viitaisi tutkimustulokset siihen, että tutkittaessa institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen tai yleisesti tilinpäätösinformaation laatuun tulisi yksittäisten tekijöiden sijaan huomioon ottaa institutionaalinen ympäristö laaja-alaisemmin.

SISÄLLYS

1	JOHDANTO	4
1.1	Aihealueen esittely ja merkitys	4
1.2	Tutkielman tarkoitus ja tavoitteet	9
1.3	Tutkimusmetodologia	10
1.4	Tutkielman rakenne	11
2	KIRJALLISUUSKATSAUS	13
2.1	Epäsymmetrinen informaatio ja agenttiteoria	13
2.2	Tuloksenjärjestely ja tilinpäätösinformaation laatu	14
2.3	Tuloksenjärjestelyn määritelmä	15
2.4	Tuloksenjärjestelyn lajit ja keinot	16
2.5	Tuloksenjärjestelyn motiivit	21
2.5.1	Pääomamarkkinalähtöiset motiivit	21
2.5.2	Sopimusperusteiset motiivit	22
2.5.3	Viranomaiskäytännön pohjautuvat motiivit	25
2.6	Osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteys	25
2.6.1	Osingot ja osinkojen jakaminen	26
2.6.2	Osingonjakopolitiikasta lyhyesti	27
2.6.3	Osingonjako ja tilinpäätösinformaation laatu	29
2.6.4	Tutkimuksia liittyen osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen	30
2.7	Institutionaalinen ympäristö ja taloudellinen raportointi	35
2.7.1	Institutionaaliseen ympäristöön liittyviä tekijöitä	35
2.7.2	Institutionaalinen ympäristö ja tilinpäätösinformaation laatu	39
2.8	Tutkimushypoteesin muodostaminen	41
3	TUTKIELMAN EMPIIRISEN OSION AINEISTO JA MENETELMÄT	43
3.1	Aineiston valinta ja keruu	43
3.2	Tuloksenjärjestelyn mittaaminen	45
3.3	Regressioanalyysi	48
3.4	Muuttujien määrittäminen	49
4	EMPIIRISET TULOKSET	55
4.1	Aineiston kuvaus	55
4.2	Keskeiset tulokset	60
4.3	Robustisuus-testaus	68
5	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	70
	LÄHTEET	74

1 JOHDANTO

1.1 Aihealueen esittely ja merkitys

Aikaisemmassa tuloksenjärjestelyyn liittyvässä kirjallisuudessa on tarkasteltu muun muassa osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn välistä yhteyttä (ks. esim. He, Ng, Zaiats & Zhang 2017; Liu & Espahbodi 2014; Tong & Miao 2011). Osa tutkijoista on pyrkinyt osoittamaan, että osingonjako on yksi tuloksenjärjestelyn motiiveista. Tutkimuksissa onkin löydetty viitteitä osingonjakolähtöisestä tuloksenjärjestelystä (ks. esim. Liu & Espahbodi 2014; Daniel, Denis & Naveen 2008; Kasanen, Kinnunen & Niskanen 1996). Toisaalta viimeisin osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä tarkasteleva tutkimus on tuonut esille myös toisenlaisen näkökulman. Esimerkiksi Hen ym. (2017) tutkimustulokset viittaavat siihen, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteys olisikin negatiivinen. Aiheeseen liittyvät tutkimustulokset ovat siis hieman ristiriitaisia. Täten on tärkeää tutkia, mitkä tekijät mahdollisesti vaikuttavat osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn väliseen yhteyteen.

Tuloksenjärjestelyä ilmiönä on kuitenkin tutkittu hyvin laajalti ja aiheesta on julkaistu paljon tutkimuksia (ks. esim. Dechow, Ge & Schrand 2010). Monien näiden tutkimuksien tavoitteena on ollut tutkia, pyrkiikö yritysjohto vaikuttamaan taloudellisen tiedon raportointiprosessiin toissijaisia etuja saavuttaakseen. Lisäksi paljon on tutkittu myös sitä, mitkä tekijät motivoivat yritysjohtoa tuloksenjärjestelyyn ja millaisissa yrityksissä tuloksenjärjestelyä esiintyy. Tällaiset tutkimukset sivuavat positiivista laskentatoimen teoriaa ja pyrkivät siten tosielämän tapahtumien perusteella ennustamaan, millaisia valintoja yritysjohtajat tekevät koskien kirjanpitomenetelmiä ja miten yritysjohto esimerkiksi reagoi uusiin kirjanpitostandardeihin. (Ks. esim. Scott 2015, 321; Watts & Zimmerman 1978.)

Tuloksenjärjestelyn motiiveja voidaan tarkastella sekä taloudellisen raportoinnin näkökulmasta että sopimuksellisesta näkökulmasta. Taloudellisen raportoinnin näkökulmasta yritysjohto saattaa ohjata tulosta esimerkiksi täyttääkseen analyytikoiden tulosodotukset tai välttääkseen tappioiden raportoinnin. Yritysjohto voi myös tasata tulosta tuloksenjärjestelyn keinoin tilikausien välillä ja pyrkiä näin välittämään sisäpiiritietoa markkinoille. (Scott 2015, 444–445.) Esimerkiksi yrityksen raportoidessa tasaista tai tasaisesti

kasvavaa tulosta sijoittajien voi olla helpompi ennustaa yrityksen tulevaisuuden suorituskykyä. Tämä saattaa auttaa sijoittajia heidän tehdessä sijoituspäätöksiä. (Ks. esim. Tucker & Zarowin 2006.) Sopimuksellisesta näkökulmasta yrityksiä tarkastellaan eräänlaisina sopimusten verkostoina ja oletetaan, että nämä sopimukset sisältävät usein kirjanpidollisia muuttujia. Perinteisesti esimerkiksi johdon bonusjärjestelmät on aikaisemmassa kirjallisuudessa nähty yhtenä tuloksenjärjestelyn motiivina (ks. esim. Healy 1985). Toisaalta sopimuksellisesta näkökulmasta tuloksenjärjestely voidaan oikein käytettynä nähdä myös halpana tapana suojella yritystä epätäydellisten sopimusten seurauksilta ja sellaisissa tilanteissa, jotka eivät ole sopimusten syntymishetkellä ennakoitavissa. Esimerkiksi uusien kirjanpitostandardien käyttöönotto on hyvä esimerkki tällaisesta tilanteesta. (Scott 2015, 444–445.)

Aikaisempien tutkimusten perusteella monet yrityksen ja sen sidosryhmien väliset sopimukset saattavat luoda yritysjohdolle motiivin tuloksenjärjestelyyn (ks. esim. DeFond & Jiambalvo 1994; Boynton, Dobbins & Plesko 1992; Jones 1991; Healy 1985). Osingonjako onkin nähty yhtenä osakkeenomistajien ja yhtiön välisenä sopimuksena (ks. esim. Kasanen ym. 1996). Kuten tutkielman teoreettisessa osiossa huomataan, myös osingonjako on sidoksissa kirjanpidollisiin muuttujiin, sillä osinkoa on ainakin suomalaisen lainsäädännön mukaan mahdollista jakaa vain yhtiön osingonjakokelpoisista varoista. Täten osingonjako saattaa muodostaa yritysjohtajille motiivin tuloksenjärjestelyyn. Aikaisempi osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen liittyvä tutkimus on keskittynyt lähinnä yhteyden olemassaolon todentamiseen. Osingonjakolähtöisellä tuloksenjärjestelyllä viitataan tässä tutkielmassa sellaiseen tuloksenjärjestelyyn, jonka motiivina voidaan pitää osingonjakoon liittyviä tekijöitä.

Suomalainen tutkijakolmikko Kasanen ym. (1996) tarjosi ensimmäistä kertaa empiiristä näyttöä osingonjakolähtöisestä tuloksenjärjestelystä. Heidän tutkimuksensa kohteena oli suomalaisia teollisuuden alan pörssiyhtiöitä 1970- ja 1980-luvuilla. Taloudellinen ympäristö oli tuona aikana Suomessa ainutlaatuinen ja rahoitusmarkkinat olivat hyvin pankki-keskeiset. Kasanen ym. (1996) mukaan ohuet osakemarkkinat, keiretsu-tyyppinen talous ja institutionaalisten omistajien osinkojen tarve loivat yrityksille motiivin osingonjakoon. Taas osingonjaon ja verotuksen linkittyminen tilinkauden tulokseen loivat tarpeen tuloksenjärjestelylle. Toisin kun monissa muissa maissa suomalainen kirjanpitolainsäädäntö myös mahdollisti tuloksenjärjestelyn melko laajassa määrin. Kasanen ym. (1996) löysivät

empiiristä näyttöä osingonjakoperusteisesta tuloksenjärjestelystä pankkikeskeisiltä markkinoilta ja uskoivat, että tutkimustulokset olisivat yleistettävissä myös markkinoille, joilla keskeistä on oman pääoman ehtoinen rahoitus. Bernard ja Skinner (1996) kuitenkin huomauttavat, että motiivia osingonjakoperusteiselle tuloksenjärjestelylle ei välttämättä synny oman pääoman ehtoisilla markkinoilla, elleivät kirjanpitosäädökset ole suhteellisen vapaita ja ellei osingonjakoa ole lainsäädännöllä sidottu tilikauden tulokseen.

Vaikka monet osinkoihin ja osingonjakoon liittyvät tutkimukset ovat aikaisemmin keskittyneet lähinnä tarkastelemaan, kertovatko muutokset osingonjaossa ja osinkojen määrässä yrityksen tulevaisuuden suorituskyvystä, on viime aikoina tutkittu myös sitä, millainen osingonjakopäätösten informaation sisältö itsessään on. Näissä tutkimuksissa on löydetty viitteitä siitä, että osinkoa jakavien yritysten tilinpäätösinformaatio olisi parempilaatuista kuin yritysten, jotka eivät jaa osinkoa (ks. esim. Lawson & Wang 2016; Skinner & Soltes 2011; Tong & Miao 2011). Esimerkiksi Lawson ja Wang (2016) tutkivat tilinpäätösinformaation laadun, osingonjaon ja tilintarkastuspalkkioiden välistä yhteyttä. Heidän tuloksensa osoittavat, että tilintarkastusyhtiöt perivät osinkoa jakavilta yrityksiltä pienempiä tilintarkastuspalkkioita. Tämä viittaisi siihen, että tilintarkastusyhteisöt arvioivat osinkoa jakavien yritysten tilintarkastusriskin olevan pienempi, sillä osingonjako viittaa parempaan tilinpäätösinformaation laatuun.

Jos osingonjako on yhteydessä parempaan tilinpäätösinformaation laatuun, voitaisiin olettaa, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn suhde olisi negatiivinen. Tästä näkökulmasta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä ovat tutkineet He ym. (2017). He tutkivat osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn suhdetta laajalla kansainvälisellä aineistolla vuosien 1990 ja 2010 välisenä aikana. Heidän tutkimustulostensa mukaan osinkoa jakavat yritykset järjestelivät tulostaan vähemmän kuin yritykset, jotka eivät jaa osinkoja. Tulokset ovat siis jossain määrin ristiriidassa aikaisempien osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä tarkastelevien tutkimusten kanssa (ks. esim. Kasanen ym. 1996). Kuitenkin Hen ym. (2017) tulokset ovat yhteneviä osingonjaon ja tilinpäätösinformaation laatua tarkastelevien tutkimusten kanssa. Tämä viittaisi siis siihen, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteys ei ole täysin selkeä ja aihetta tulisi tutkia lisää.

Lisäksi aikaisemmassa tutkimuksessa ei paljoakaan ole tarkasteltu, miten institutionaalinen ympäristö vaikuttaa nimenomaan osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen. Institutionaalisisella ympäristöllä viitataan erilaisiin taloudellisiin, poliittisiin ja sosiaalisiin rakenteisiin, jotka vaikuttavat yritysten liiketoiminnan harjoittamiseen ja taloudelliseen raportointiin. Käytännössä sillä voidaan tarkoittaa muun muassa maassa voimassa olevaa yhteisöainsäädäntöä, arvopaperimarkkinalakeja, oikeusjärjestelmää sekä mekanismeja, joilla lakeja seurataan ja pannaan täytäntöön. (Preiato, Brown & Tarca 2015; Leuz 2010.) Aikaisemmassa kirjallisuudessa institutionaalista ympäristöä on arvioitu esimerkiksi maan oikeusperinteen, osakemarkkinoiden kehittyneisyyden, sijoittajansuojan ja lakien täytäntöönpanon asteen näkökulmasta (ks. esim. Preiato ym. 2015; Holthausen 2009; Beck & Levine 2002; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny 1998).

He ym. (2017) tutkivat osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyden lisäksi, miten yhteys vaihtelee eri maiden välillä. He tarkastelevat maita sijoittajansuojan näkökulmasta ja tulevat siihen tulokseen, että maissa joissa on heikoin sijoittajansuoja, osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn negatiivinen yhteys on voimakkain. Tämä viittaisi siihen, että heikon sijoittajansuojan maissa yritykset pyrkivät pienentämään agenttikustannuksia osingonjaon avulla. He ym. (2017) vertailevat myös osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä erikseen yhdysvaltalaisen ja Yhdysvaltojen ulkopuolisten yritysten keskuudessa. Institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen ei kuitenkaan aikaisemmin ole tutkittu vertailemalla ainoastaan kahta maata, joiden institutionaalisten ympäristöjen voidaan odottaa olevan erilaiset.

Aikaisemmassa kirjallisuudessa on kuitenkin tarkasteltu institutionaalisten tekijöiden vaikutusta tilinpäätösinformaation laatuun. Tällaisissa tutkimuksissa tilinpäätösinformaation laatua on muun muassa mitattu juuri tuloksenjärjestelyn tai tilinpäätösinformaation konservatiivisuuden avulla. Yleisesti ottaen katsotaan, että tuloksenjärjestely tai liiallinen konservatismi heikentäisi tilinpäätösinformaation laatua. (ks. esim. Lo 2008; Scott 2003, 368; Penman & Zhang 2002.) Aikaisemmin on tutkittu muun muassa oikeusperinteen vaikutusta tilinpäätösinformaation laatuun. Karkeasti ottaen erilaiset oikeusperinteet voidaan jakaa tapaoikeuteen ja säädösoikeuteen. Molemmilla oikeusperinteillä on omat alkuperänsä, ja ne perustuvat erilaiseen oikeuskäytäntöön (ks. esim. David & Brierley 1985). Lähtökohtaisesti aikaisemmassa kirjallisuudessa on lähdetty liikkeelle ajatuksesta, että tapaoikeuden maissa tilinpäätösinformaation laatu on parempaa kuin säädösoikeuden

maissa. Tutkijat ovat löytäneet myös empiiristä näyttöä tämän väitteen puolesta (ks. esim. Burgstahler, Hail & Leuz 2006; Ball, Kothari & Robin 2000; La Porta ym. 1998).

Kuitenkin esimerkiksi Lindahl ja Schadéwitz (2013) kritisoivat kovasti tapaa, jolla oikeusperinteen vaikutusta tilinpäätösinformaation laatuun on tutkittu. He esittävät, että oikeusperinteellä tai ainakaan ryhmittelemällä maita yksioikoisesti eri oikeusperinneryhmien alle ei voida kovin luotettavasti selittää tilinpäätösinformaation laadullisia eroja eri maiden välillä. Lisäksi tutkijat ovat löytäneet myös viitteitä siitä, että tapaoikeuden asema tilinpäätösinformaation laadun osoittajana ei välttämättä ole niin vahva (ks. esim. Filip, Labelle & Rousseau 2015). Tämä viittaisi siihen, että on vielä hieman epäselvää, millainen vaikutus oikeusperinteellä on tilinpäätösinformaation laatuun ja sitä kautta tuloksenjärjestelyn ilmenemiseen. Osa tutkijoista kuitenkin yhä esittää, että institutionaalisilla tekijöillä on olennainen vaikutus tilinpäätösinformaation laatuun, mutta oikeusperinnejatotelua olisi ehkä tarvetta tarkastella uudelleen. Lisäksi tilinpäätösinformaation laatua arviotaessa huomioon tulisi ottaa myös muita institutionaalisia tekijöitä (ks. esim. Filip ym. 2015; Lindahl & Schadéwitz 2013).

Institutionaalisen ympäristön vaikutuksia tilinpäätösinformaation laatuun on tutkittu myös muiden tekijöiden näkökulmasta. Preiato ym. (2015) esittää aikaisemman kirjallisuuden pohjalta, että sijoittajansuoja on yksi keskeisimmistä institutionaalista tekijöistä, jotka vaikuttavat yritysten tekemiin taloudelliseen raportointiin liittyviin valintoihin. Leuz, Nanda ja Wysocki (2003) esittävät, että korkea sijoittajansuoja vähentää yrityksen sisäpiiriläisten epäedullisen käyttäytymisen todennäköisyyttä ja lieventää yritysjohdon motiiveja tuloksenjärjestelyyn. Burgstahler ym. (2006) tutkivat, miten pääomamarkkinat ja muut institutionaaliset tekijät muokkaavat yritysten motiiveja raportoida tulosta. Heidän havaintojensa mukaan osakemarkkinoiden kehittyneisyys ja keskeinen asema ovat yhteydessä laadukkaaseen tilinpäätösinformaatioon. Tämä on sinänsä luonnollista, sillä sijoittajat tarvitsevat päätöksenteon tueksi laadukasta, relevanttia ja luotettavaa tietoa.

Vaikka tuloksenjärjestelyä on ilmiönä tutkittu jo melko paljon, on sen ymmärtäminen tärkeää, sillä se auttaa laskentatoimen asiantuntijoita ymmärtämään paremmin nettotuloksen käyttökelpoisuutta ja hyödyllisyyttä sekä sijoittajille että yritysten eri sopimusosapuolille (Scott 2015, 445). Kuten edellä huomattiin, osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn välinen yhteys ei aikaisemman tutkimuksen perusteella ole vielä täysin yksiselitteinen

ja aihe kaipaa lisää tarkastelua. Myös institutionaalisen ympäristön vaikutuksista osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen on hyvin vähän tietoa, vaikka institutionaalisten tekijöiden vaikutuksia tilinpäätösinformaation laatuun on tutkittu aikaisemminkin. Kasanen ym. (1996) urauurtaneen tutkimuksen näkökulmasta monet keskeiset tekijät, kuten pörssiyhtiöiden soveltamat tilinpäätösstandardit, ovat ajansaatossa muuttaneet muotoaan Suomessa. Täten institutionaalisen ympäristön vaikutuksen tutkimisen ohella on mielenkiintoista nähdä, millainen yhteys osingonjaolla ja tuloksenjärjestelyllä on nykypäivänä suomalaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa.

1.2 Tutkielman tarkoitus ja tavoitteet

Kuten aiemmin huomattiin, osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä on tutkittu jo jonkin verran. Saadut tutkimustulokset eivät kuitenkaan yksiselitteisesti kerro, millainen osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteys on. Lisäksi institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen ei juurikaan ole tutkittu. He ym. (2017) toki tarkastelevat sijoittajansuojan vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen. Tuloksia ei kuitenkaan aikaisemmin ole raportoitu vertailemalla vain kahta maata, joiden institutionaaliset ympäristöt ovat erilaiset. Tuoreimmissa osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä tarkastelevissa tutkimuksissa (ks. He ym. 2017; Liu & Espahbodi 2014) tarkasteltavalle ajanjaksolle sijoittuu myös vuosien 2007-2008 finanssikriisi. Tämä saattaa osaltaan vaikuttaa aikaisemmassa kirjallisuudessa saatuihin tutkimustuloksiin.

Tämän tutkielman tarkoituksena on tutkia, onko institutionaalisella ympäristöllä vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen. Tutkielman tavoitteena on saada lisää tietoa osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteydestä sekä ymmärrystä siitä, millainen on institutionaalisen ympäristön vaikutus tähän yhteyteen. Tutkielmassa vertaillaan suomalaisia ja isobritannialaisia pörssiyhtiöitä vuosina 2012 ja 2014. Institutionaalisten ympäristöjen voidaan olettaa olevan erilaiset Suomessa ja Iso-Britanniassa. Eroihin perehdytään tarkemmin tutkielman teoriaosuudessa. Tässä tutkielmassa institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen tutkitaan hyödyntämällä Hen ym. (2017) kehittämää regressiomallia. Kuitenkin tuloksenjärjestelyn mittaamisessa

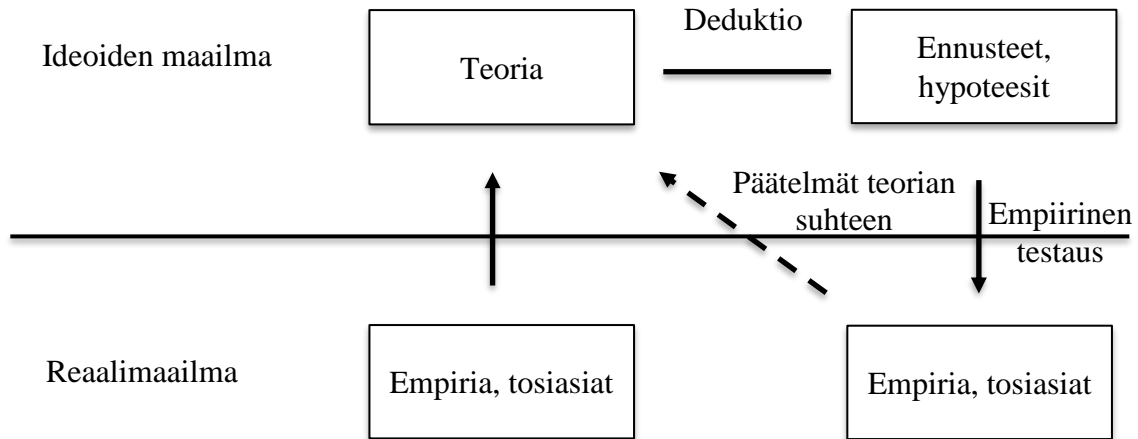
Jonesin mallin tilalla käytetään muunneltua Jonesin mallia, sillä Hen ym. (2017) käyttämään alkuperäiseen Jonesin malliin on todettu liittyvän metodologisia ongelmia (ks. Dechow, Sloan & Sweeney 1995). Tarkasteltavat vuodet on valittu niin, että data olisi mahdollisimman tuoretta, mutta regressiomallissa käytettävät muuttujat on mahdollista muodostaa. Tämän tutkielman tutkimuskysymys voidaan kirjoittaa muotoon:

Onko institutionaalisella ympäristöllä vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn väliseen yhteyteen?

Tutkimuksen tulokset voivat auttaa laskentatoimen asiantuntijoita ymmärtämään, millaisia kirjanpitoa ja raportointia koskevia päätöksiä yritysjohto tekee ja miksi he tekevät tietynlaisia päätöksiä. Lisäksi sijoittajat ja yrityksen muut sidosryhmät pystyvät arvioimaan yrityksen tuottamaa taloudellista informaatiota paremmin, kun heillä on tietoa siitä, millaiset tekijät vaikuttavat taloudellisen tiedon tuottamiseen ja informaation laatuun. Tutkielma täydentää sekä osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä tarkastelevaa kirjallisuutta että institutionaalista ympäristöä koskevaa kirjallisuutta.

1.3 Tutkimusmetodologia

Tieteenfilosofisesti tämä tutkielma pohjautuu positivismiin. Positivistiselle tieteenfilosofialle tyypillistä on empiriapohjaisuus, eli kokemus ja aistihavainto ovat keskeisiä elementtejä. Nämä heijastuvat vahvasti myös positivistisen tutkimuksen tiedonkeruutapaan. (Neilimo & Näsi 1980, 15–17.) Morgan ja Smircich (1980) toteavat todellisuuden olevan positivismin näkökulmasta konkreettinen rakenne, ja ihmiset nähdään sopeutujina sekä informaationkäyttäjinä. Positivismissa keskeisessä asemassa on myös hypoteettis-deduktiivinen ajatusmalli. Mallin mukaan tiedonhankinnassa keskeistä on sekä tutkimuksen teoreettinen osuus, jossa aikaisemman kirjallisuuden pohjalta muodostetaan testattavat hypoteesit, että empiirinen osuus, jossa muodostettuja hypoteeseja testataan aineiston avulla. Positivistisen tutkimuksen tehtävänä on pyrkiä löytämään säännönmukaisuuksia ja luomaan yleistyksiä löydettyjen lainomaisuuksien pohjalta. (Neilimo & Näsi 1980, 17–19.) Kuviossa 1 on esitetty tiivistetysti hypoteettisdeduktiivisen ajatusmallin idea.



Kuvio 1 Hypoteettis-deduktiivinen malli (mukaillen Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2005, 134)

Tässä tutkielmassa on nomoteettinen tutkimusote, jonka mukaan tutkimuksen tehtävänä on ilmiöiden selittäminen ja kausaalisten syy-seuraus -suhteiden tarkasteleminen muuttujien välillä. Se on yksi neljästä Neilimon ja Näsin (1980, 67) esittelemän liiketaloustieteen tutkimusotejaottelun tutkimusotteesta. Tutkimusotteelle tyypillistä on runsas metodologinen säännöstö sekä tutkimuksen empiirisen osuuden keskeinen rooli. Nomoteettisen tutkimusotteen valinta on perusteltua, sillä tutkielman taustalla on vahva teoreettis-metodologinen tausta. Kuten jo aihealueen esittelyn yhteydessä huomattiin tuloksenjärjestelyä sekä institutionaalisen ympäristön vaikutusta tilinpäätösinformaation laatuun on tutkittu jo melko paljon. Lisäksi aihealueeseen liittyen on saatavilla empiiristä aineistoa, jonka avulla aikaisemman kirjallisuuden perusteella muodostettua hypoteesia on mahdollista testata tilastollisesti.

1.4 Tutkielman rakenne

Tutkielma alkoi johdannolla, jossa esiteltiin tutkielman aihealue ja sen merkitys, tutkielman tarkoitus ja tavoite sekä lyhyesti myös tutkimusmetodologia. Seuraavaksi rakennetaan tutkielman teoreettinen viitekehys ja esitellään tutkielman kannalta keskeisin aikaisempi kirjallisuus. Ensin tarkastellaan tuloksenjärjestelyä ilmiönä ja käsitellään sen keskeisimpiä piirteitä sekä siihen liittyvää kirjallisuutta. Sitten tuodaan lyhyesti esille osingonjaon peruseriaatteita sekä tarkastellaan osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen

liittyvää aikaisempaa tutkimusta. Sen jälkeen perehdytään vielä aikaisemman tutkimuksen pohjalta siihen, millainen vaikutus institutionaalisella ympäristöllä on tilinpäätösinformaatioon. Toisen pääluvun lopussa aikaisemman kirjallisuuden pohjalta johdetaan tutkimushypoteesi.

Tutkielman empiirisessä osiossa käsitellään ensin tutkielman toteutusta. Kolmannessa pääluvussa kuvataan aineiston valintaan liittyviä tekijöitä sekä aineiston keruuprosessia. Samassa esitellään tarkemmin tutkimusmetodi sekä malli, jolla testataan osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn välistä yhteyttä sekä institutionaalisen ympäristön vaikutusta tähän yhteyteen. Neljännessä luvussa analysoidaan ja esitellään tutkimuksen keskeiset tulokset. Viimeinen pääluku pitää sisällään yhteenvedon ja johtopäätökset. Siinä myös esitellään mahdolliset jatkotutkimusaiheet.

2 KIRJALLISUUSKATSAUS

Seuraavaksi perehdytään tutkielman aihealueen kannalta keskeisimpään aikaisempaan kirjallisuuteen. Ensiksi tarkastellaan tuloksenjärjestelyn keskeisimpiä piirteitä sekä siihen liittyvää aikaisempaa tutkimusta. Aluksi esitellään joitakin taustaedellytyksiä tuloksenjärjestelyn ilmenemiselle sekä syitä sille, miksi tuloksenjärjestelyä on ylipäättään tutkittu. Sen lisäksi perehdytään muun muassa tuloksenjärjestelyn keinoihin ja motiiveihin. Tämän jälkeen siirrytään tarkastelemaan tarkemmin osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä. Ensin käsitellään lyhyesti osingonjakoa ilmiönä ja sitten perehdytään aikaisempiin osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen liittyviin tutkimuksiin. Kirjallisuuskatsauksen loppupuolella tarkastellaan vielä institutionaaliseen ympäristöön liittyviä tekijöitä sekä niiden vaikutusta tilinpäätösinformaation laatuun. Lopuksi aikaisemman kirjallisuuden pohjalta muodostetaan vielä tutkimushypoteesi, jota testataan tutkielman empiirisessä osiossa.

2.1 Epäsymmetrinen informaatio ja agenttiteoria

Aikaisempi tutkimus on tuonut esille tuloksenjärjestelyn ja epäsymmetrisen informaation välisen yhteyden ja osoittanut, että epäsymmetrinen informaatio yrityksen johdon ja osakkeenomistajien tai muiden sidosryhmien välillä on edellytys tuloksenjärjestelyn ilmeneemiselle (Dye 1988; Trueman & Titman 1988). Myös Beatty ja Harris (1999, 299–300) toteavat, että epäsymmetrinen informaatio ja agenttiongelmien ovat tekijöitä, joiden myötä tuloksenjärjestelyä esiintyy. Heidän mukaan epäsymmetristä informaatiota on olemassa, kun johdolla on täydellisempää tietoa yrityksen tilasta kuin osakkeenomistajilla tai yrityksen muilla sidosryhmillä. Agenttiongelmia taas syntyy epäsymmetrisen informaation seurauksena, kun yrityksen johdolla on tietoa, jonka avulla heillä on mahdollisuus ajaa omaa etuaan osakkeenomistajien tai yrityksen muiden sidosryhmien kustannuksella. Johto saattaa esimerkiksi pyrkiä maksimoimaan omat tulokset sidoksissa olevat bonuksensa tuloksenjärjestelyn keinoin, jos näyttää siltä, että tilikauden tulos olisi jäämässä toivottua alhaisemmaksi.

Epäsymmetrinen informaatio ja agenttiongelmien ovat eräitä syitä myös taloudellisen raportoinnin olemassaololle. Taloudellinen raportointi tarjoaa osakkeenomistajille ajankohtaista ja relevanttia informaatiota, jonka avulla johdon suoriutumista agenttitehtävissä voidaan valvoa. Taloudellisen raportoinnin avulla ei kuitenkaan yksin pystytä ratkaisemaan epäsymmetrisen informaation aiheuttamia ongelmia, joten omistajat käyttävät lisäksi erilaisia omistajien ja johdon välisiä sopimuksia yrityksenä lieventää näitä ongelmia. (Beatty & Harris 1999, 299–300.) Schipper (1989, 95–96) kuitenkin esittää, ettei edes sopimuksellisia asetelmia muuttamalla voida informaation epäsymmetriaa poistaa kokonaan.

2.2 Tuloksenjärjestely ja tilinpäätösinformaation laatu

Tuloksenjärjestelyn vaikutus raportoidun tuloksen laatuun on yksi syy, miksi tuloksenjärjestelyä on tutkittu niin laajalti. IFRS:n taloudellisen raportoinnin käsitteellisen viitekehyksen (Technical Summary: The Conceptual Framework for Financial Accounting 2014) mukaan taloudellisen raportoinnin tarkoituksena on taloudellisen tiedon tarjoaminen yrityksen nykyisille ja mahdollisille tulevaisuuden sijoittajille, lainanantajille sekä muille mahdollisille luotonantajille, jotka harkitsevat resurssiensa antamista taloudellista tietoa raportoivan yrityksen käyttöön. Täten taloudellisen tiedon tulee olla sellaista, jonka perusteella sijoittajat ja lainanantajat sekä muut tilinpäätösinformaatiota hyväksikäyttävät tahot voivat tehdä päätöksensä. IFRS:n käsitteellisen viitekehyksen mukaan laadukkaan tilinpäätösinformaation tunnuspiirteitä ovat muun muassa tiedon olennaisuus, vertailukelpoisuus, todennettavuus, ajankohtaisuus sekä ymmärrettävyys. Lisäksi tiedon tulee olla luotettavasti esitetty.

Toisaalta tilinpäätösinformaation laadun arviointiin liittyy perustavanlaatuinen ongelma. Täysin yksiselitteistä määritelmää tilinpäätösinformaation laadulle on hankala määrittää, sillä laadun merkitys riippuu vahvasti tilinpäätösinformaation loppukäyttäjän tiedon tarpeista. Scottin (2015, 24) mukaan laskentatoimen perusongelma liittyy siihen, että laskentainformaatiolla on kaksi roolia: Toisaalta tuotetun informaation tulee palvella sijoittajia heidän tehdessä sijoituspäätöksiä, ja toisaalta informaatiota tarvitaan myös arvioita-

essa yritysjohton suoriutumista agenttitehtävässä. Ensiksi mainitusta näkökulmasta tilinpäätösinformaatio on laadukasta, kun se on mahdollisimman informatiivista. Informatiivisuudella tarkoitetaan sitä, että tilinpäätösinformaatio heijastaa myös yrityksen tulevaisuuden suorituskykyä ja auttaa siten sijoittajia tekemään sijoituspäätöksiä. Jäljempänä mainitusta näkökulmasta informaatio on laadukasta, kun lainanantajat pystyvät mahdollisimman ajoissa ennakoimaan yrityksen mahdollista taloudellista ahdinkoa. Toisaalta myös sijoittajat vaativat mahdollisimman luotettavaa ja konservatiivista informaatiota, jotta yritysjohto ei pystyisi hyväksikäyttämään sisäpiiritietoa tavoitellakseen omaa etuaan sijoittajien edun kustannuksella. (Scott 2015, 24, 314; ks. myös Dechow & Schrand 2004.)

Jos yritysjohto muokkaa tulosta tavalla tai toisella, raportoitu tulos ei anna oikeaa kuvaa yrityksen toiminnasta ja taloudellisesta tilasta. Yleisesti ottaen tuloksenjärjestelyn on katsottu heikentävän taloudellisen raportoinnin laatua ja lisäävän siten agenttikustannuksia. Esimerkiksi Scottin (2003, 368) mukaan liiallinen tuloksenjärjestely vähentää taloudellisen raportoinnin luotettavuutta. Myös Lo (2008) esittää, että paljon muokatut tulokset ovat huonolaatuisia. Tuloksenjärjestelyn negatiivisesta maineesta huolimatta on myös esitetty, että pienimuotoinen tuloksenjärjestely saattaa olla positiivista (Tucker & Zarowin 2006; Scott 2003, 368). Väitettä on perusteltu sillä, että tuloksenjärjestely saattaa toimia yritysjohton välineenä kommunikoida sisäpiiritietoa sijoittajille. Lähtökohtaisesti tuloksenjärjestelyn on katsottu siis lisäävän epäsymmetristä informaatiota omistajien ja yritysjohton välillä ja heikentävän näin taloudellisen raportoinnin laatua. Mutta kuten huomattiin, sopivassa määrin tuloksenjärjestely saattaa myös vähentää informaation epäsymmetrisyyttä.

2.3 Tuloksenjärjestelyn määritelmä

Tämän tutkielman kannalta yksi keskeisimpiä käsitteitä on tuloksenjärjestely. Jotta siihen liittyviä ilmiöitä voitaisiin tarkastella, tulee se ensin määritellä. Aikaisemmassa tutkimuksessa tuloksenjärjestelylle on annettu useita erilaisia määritelmiä, ja näyttäisikin siltä, ettei määritelmästä olla kovin yksimielisiä (Beneish 2001, 4–6). Esimerkiksi Healy ja Wahlen (1999, 368) määrittelevät tuloksenjärjestelyn seuraavasti:

Tuloksenjärjestelyä ilmenee, kun johto käyttää harkintakykyään taloudellisessa raportoinnissa ja liiketapahtumien organisoinnissa muuttaakseen taloudellisia raportteja joko johtaakseen osakkeenomistajia harhaan yrityksen todelliseen suorituskykyyn liittyen tai vaikuttaakseen sopimuksellisiin seurauksiin, jotka ovat riippuvaisia raportoiduista kirjanpidon luvuista.

Määritelmässä tuodaan esille johdon pyrkimys puuttua taloudelliseen raportointiin toissijaisia etuja saavuttaakseen. Se myös korostaa sitä, että johdon pyrkimyksenä on johtaa osakkeenomistajia harhaan tuloksenjärjestelyn avulla. Beneishin (2001, 5) mukaan aiempi tutkimus ei kuitenkaan ole pystynyt yksiselitteisesti linjaamaan, käyttääkö johto tuloksenjärjestelyä johtaakseen osakkeenomistajia harhaan vai informoidakseen heitä. Vaihtoehdoisen määritelmän tarjoaa Schipper (1989, 92), jonka mukaan tuloksenjärjestely on johdon tarkoituksenmukaista puuttumista yrityksen taloudellisen tiedon raportointiprosesseihin tavoitteenaan saavuttaa jotain henkilökohtaista hyötyä. Schipper kuitenkin lisää, että tuloksenjärjestelynä tulisi pitää myös reaalista tuloksenjärjestelyä, jolla tarkoitetaan esimerkiksi investointien ajoittamista. Kuitenkin myös Schipper tuo esille määritelmässään johdon pyrkimyksen toissijaisiin etuihin.

Scott (2015, 445) puolestaan määrittelee tuloksenjärjestelyn valinnoiksi, joita johto tekee kirjanpidollisten menettelytapojen tai todellisten liiketoimien osalta vaikuttaakseen tulokseen jonkin tietyn raportoitavaan tulokseen liittyvän tavoitteen saavuttamiseksi. Määritelmä tuo Schipperin (1989) lailla esiin molemmat tuloksenjärjestelyn keinot, eli sekä kirjanpidolliset valinnat että reaaliset tuloksenjärjestelykeinot, mutta ei tarkkaan erittele motiiveja, joista käsin johto tuloksenjärjestelyä harjoittaa. Edellä mainituista määritelmistä Scottin (2015) määritelmä on ehkä yksinkertaisin sekä lyhykäisyydessään kattavin.

2.4 Tuloksenjärjestelyn lajit ja keinot

Scottin (2015, 447) mukaan yrityksen johdolla on monenlaisia tapoja toteuttaa tuloksenjärjestelyä. Yrityksen valitsema malli riippuu siitä, mitä tuloksenjärjestelyllä tavoitellaan. On kuitenkin otettava huomioon, että yrityksen käyttämä malli saattaa muuttua ajan kuluessa, kun tuloksenjärjestelyn taustalla olevat motiivit ja tavoitteet muuttuvat. On myös mahdollista, että yrityksellä on tuloksenjärjestelyn suhteen ristiriitaisia tarpeita, jolloin yrityksessä aikaisemmin omaksuttu malli ei välttämättä sovellu kyseiseen tilanteeseen, ja

mallia joudutaan vaihtamaan. Scott (2015, 447) jakaa tuloksenjärjestelyn lajit tuloksen minimointiin, tuloksen maksimointiin, tuloksentasaukseen sekä suuren tappion näyttämiseen yhtenä tilikautena (eng. a big bath).

Tuloksen minimoimisella tarkoitetaan mahdollisimman pienen tuloksen näyttämistä. Ehkä yksinkertaisin motiivi tuloksen minimoimiseen on verotukselliset syyt. Yritys pyrkii tällöin näyttämään mahdollisimman alhaisen tuloksen, jotta maksettavaksi koituvien verojen määrä olisi mahdollisimman pieni. Esimerkiksi Boynton ym. (1992) osoittavat tutkimuksessaan, että yritykset pyrkivät pienentämään tulostaan saadakseen verohyötyjä veropolitiikan muutostilanteessa.

Tuloksen maksimoimisella pyritään luonnollisesti mahdollisimman suuren tuloksen näyttämiseen. Yritysjohdon motiiveja tuloksen maksimoimiselle ovat esimerkiksi mahdollisimman suurten bonusten tavoittelu sekä lainoihin liittyvien kovenanttien laukeamisen estäminen. Muun muassa Healy (1985) tunnetussa tutkimuksessa tutkitaan bonusjärjestelmien ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä ja osoitetaan, että johto pyrkii kasvattamaan tulosta, kun tulos ei yllä bonukset maksimoivalle tasolle. Sweeney (1994) taas on tutkinut lainaehtojen ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä. Hän osoittaa, että lainaehtoja laiminlyöneet yritykset käyttävät tulosta kasvattavia tuloksenjärjestelykeinoja.

Kolmas tuloksenjärjestelyn malli on tuloksentasaus. Tuloksentasauksella pyritään mahdollisimman tasaiseen tuloksen näyttämiseen tilikaudesta toiseen. Pyrkimyksenä on siis näytetyn tuloksen vaihtelun vähentäminen tilikausien välillä. Mosesin (1987) mukaan tuloksentasauksen taustalla olevia tekijöitä ovat esimerkiksi bonusjärjestelmät ja poliittiset kustannukset. Goel ja Tahkor (2003) pyrkivät tutkimuksessaan löytämään muitakin tuloksentasauksista selittäviä tekijöitä kuin johdon oman edun tavoittelu tai verotukselliset syyt. He toteavatkin, että tuloksentasauksen motiivina voi olla myös johdon pyrkimys kasvattaa yrityksen osakkeen hintaa osakemarkkinoilla. Myös osingonjaon on katsottu olevan yksi tuloksentasauksen taustalla oleva syy (ks. esim. Liu & Espahbodi 2014).

Suuren tappion näyttäminen yhtenä tilikautena muistuttaa tuloksen minimoimista siinä mielessä, että siinä käytetään niin ikään tulosta laskevia tuloksenjärjestelykeinoja mutta erittäin äärimmäisellä tavalla. Tätä mallia käytetään ikään kuin pöydän putsamiseen,

jotta tulevaisuudessa voitaisiin suuremmalla todennäköisyydellä näyttää positiivisia tuloksia. Jos yrityksen on jonain vuotena näytettävä tappio, voi johto ajatella, että se voi tällöin yhtä hyvin näyttää vielä suuremman tappion, jonka seurauksena kirjanpidollisia tulosta kasvattavia tuloksenjärjestelyn keinoja voidaan hyödyntää seuraavilla tilikausilla. (Scott 2015, 447.)

Tuloksenjärjestelyn määrittelyn yhteydessä huomattiin, että tuloksenjärjestelyn keinot ovat valintoja, joita yrityksen johto tekee sekä kirjanpidollisten menettelytapojen että todellisten liiketoimien suhteen (Scott 2015, 445). Tuloksenjärjestelyä koskevassa kirjallisuudessa tuloksenjärjestelykeinot on yleensä jaettu juurikin kirjanpidollisiin keinoihin ja niin sanottuihin reaalisiin tuloksenjärjestelykeinoihin. Muun muassa Dechow ja Skinner (2000, 238–240) tekevät eron kirjanpidollisten valintojen ja todellisten kassavirtoihin vaikuttavien valintojen välillä. Myös Schipper (1989, 92) jaottelee tuloksenjärjestelyn keinot kahteen ryhmään: kirjanpidollisiin valintoihin ja reaalisiin tuloksenjärjestelykeinoihin. Tuloksenjärjestelyn keinojen osalta aikaisempi tutkimus on pitkälti keskittynyt kirjanpidollisiin tuloksenjärjestelyn keinoihin ja etenkin kokonaisjaksotusten tarkastelemiseen, mutta viime aikoina myös reaalisia tuloksenjärjestelykeinoja on alettu tutkia enemmän.

Fieldsin, Lysin ja Vincentin (2001, 255–256) mukaan kirjanpidolliset valinnat ovat mitä tahansa valintoja, joiden ensisijaisena tarkoituksena on vaikuttaa kirjanpidon tuottamaan tietoon. Kirjanpidollisia valintoja voivat olla johdon tekemät valinnat kirjanpitopolitiikan tai yksittäisten kirjanpitomenetelmien suhteen. Voimassa oleva kirjanpitolainsäädäntö voi joissain tapauksissa antaa johdolle mahdollisuuden valita vaihtoehtoisten kirjanpidollisten menettelytapojen väliltä. Toisaalta johto tekee valintoja myös sen suhteen, miten tiettyjä lainsäädännössä annettuja menettelytapoja sovelletaan yrityksessä käytännössä (Schipper 1989, 92). Esimerkkinä valinnanmahdollisuudesta voidaan mainita suomalaisen lainsäädännön osalta kirjanpitolain 5:4:n mukainen mahdollisuus valita tulon kirjaaminen pitkän valmistusajan vaativasta suoritteesta tuotoksi valmistusasteen perusteella. Tämä niin kutsuttu osatuloutus poikkeaa perinteisestä suoriteperusteesta, ja sen soveltamisen aloittamisesta päättää siis yrityksen johto johdonmukaisuusperiaate kuitenkin huomioiden.

Lanne, Niskanen ja Viikari (1997, 28) toteavat, että kaiken kaikkiaan kirjanpidollisista keinoista esimerkiksi poistot ja varaukset ovat olleet Suomessa keskeisessä asemassa.

Scott (2015, 445) kuitenkin huomauttaa, että kirjanpidolliset valinnat tulkitaan yleisesti melko laajana käsitteenä. Hän jakaakin ne vielä edelleen kahteen kategoriaan: kirjanpito-menettelytapojen valintaan itsessään ja jaksotusten hyödyntämiseen. Jaksotuksilla hän viittaa muun muassa varaston arvostamiseen ja poistojen ajankohtaan ja määrään.

Monet tutkimukset ovat tuoneet esille mahdollisuuden, että johtajat käyttäisivät tuloksenjärjestelyssä kirjanpidollisten keinojen ohella myös reaalisia tuloksenjärjestelykeinoja (Roychowdhury 2006, 337). Schipperin (1989, 92) mukaan niitä toteutetaan ajoittamalla investointeja tai taloudellisia päätöksiä siten, että niillä on vaikutusta raportoitavaan tulokseen tai johonkin osaan siitä. Ne on määritelty johdon toimiksi, jotka poikkeavat yrityksen tavanomaisesta liiketoiminnan harjoittamisesta ja joita tehdään, jotta saavutettaisiin jokin tietty tulostavoite (Roychowdhury 2006, 336). Tiivistetysti voidaan sanoa, että reaaliset tuloksenjärjestelykeinot ovat muita kuin kirjanpidollisia valintoja. Reaaliset tuloksenjärjestelykeinot liittyvät tavallaan yrityksen reaaliprosessiin, ja siten ne vaikuttavat aina jossain määrin suoraan yrityksen kassavirtoihin ja täten myös tulokseen (Lanne ym. 1997, 28). Esimerkkeinä reaalista tuloksenjärjestelykeinoista on kirjallisuudessa mainittu muun muassa markkinointi- tai tutkimus- ja kehittämismenojen leikkaaminen, ostojen ajoitus, ylituotanto ja myönnetyt alennukset (ks. esim. Scott 2015, 336; Roychowdhury 2006).

Vaikka reaalisten tuloksenjärjestelykeinojen on katsottu olevan yritykselle kalliita, koska ne vaikuttavat yrityksen reaaliprosessiin ja siten sen toimintaan pitkällä aikavälillä, on osoitettu, että johtajat suosivat reaalisia tuloksenjärjestelykeinoja kirjanpidollisten valintojen sijaan (Scott 2015, 446; Graham, Harvey & Rajgopal 2005). Graham ym. (2005) toteuttivat kyselyn ja haastattelivat yli 400 johtajaa ottaakseen selvälle, mitkä tekijät vaikuttavat raportoituun tulokseen ja tiedon julkistamispäätöksiin. Tutkimuksesta selviää, että 78 prosenttia vastanneista uhraisi pitkän aikavälin arvon tasoittaakseen tulosta yksittäisten tilikausien välillä. Tutkimuksen yllättävin löytö onkin, että suurin osa tuloksenjärjestelystä saavutetaan reaalisin keinoin kirjanpidollisten keinojen sijaan. Kirjanpidollisia keinoja ei niinkään kannateta, sillä aggressiivisella kirjanpitopolitiikalla saattaa olla oikeudellisia ja maineellisia seurauksia, joita yritysjohto haluaa välttää. Kuviossa 2 on esitetty johdon käytettävissä olevia tuloksenjärjestelyn keinoja sekä esimerkkejä siitä, millaisia keinoja pidetään aggressiivisinä tai jopa petollisina.

	Kirjanpidolliset valinnat	Todellisiin kassavirtoihin vaikuttavat valinnat
	Hyvän kirjanpitotavan mukaiset valinnat	
”Konservatiivinen” kirjanpito	Maltillinen varausten kirjaaminen	Myyntien viivästyttäminen
Neutraali tulos	Ylisuuret varojen alaskirjaukset Neutraalin taloudellisen raportointiprosessin mukainen tulos	Markkinointi- tai t&k-kulujen jouduttaminen
”Aggressiivinen” kirjanpito	Luottotappiovarausten aliarvostaminen Varausten purkaminen etukäteen	Markkinointi- tai t&k-kulujen aikaistaminen Myyntien jouduttaminen
	Hyvän kirjanpitotavan vastaiset valinnat	
”Petollinen” kirjanpito	Myyntien tulouttaminen ennen realisoitumista Kuvitteellisten myyntien tulouttaminen Varaston yliarvostaminen laskemalla mukaan kuvitteellisia hyödykkeitä	

Kuvio 2 Esimerkkejä johdon käytettävissä olevista harkinnanvaraisista valinnoista (mukaillen Dechow & Skinner 2000, 239)

Aggressiivisen ja petollisen kirjanpidon välillä on todettu olevan selvä käsitteellinen ero (Dechow & Skinner 2000, 239). Petollisella kirjanpidolla tarkoitetaan käytäntöjä, jotka ilmentävät aikomusta petokseen. Aggressiivinen kirjanpito taas käsittää sellaiset kirjanpidolliset valinnat, jotka ovat hyvän kirjanpitotavan mukaisia mutta voivat viitata tuloksenjärjestelyyn riippuen yritysjohdon tarkoituseristä. Käytännössä petollisen ja aggressiivisen kirjanpidon välinen ero ei ole niin teräväpiirteinen, ja niiden erottaminen toisistaan ei ole kovin yksinkertaista (Scott 2015, 446). Kaiken kaikkiaan tuloksenjärjestelyn keinot ovat melko moninaisia, ja ulkopuolisen silmin niitä saattaa olla hankala erottaa yrityksen normaalista jokapäiväisestä toiminnasta.

2.5 Tuloksenjärjestelyn motiivit

Tuloksenjärjestelyä koskeva aikaisempi tutkimus on tuonut esille monia motiiveja tuloksenjärjestelylle. Seuraavaksi esitellään tuloksenjärjestelyn motiiveja Healyn ja Wahlenin (1999, 370–379) esittämän jaottelun mukaisesti. He jaottelevat tuloksenjärjestelyn motiivit kolmeen luokkaan: 1) pääomamarkkinalähtöisiin motiiveihin, 2) sopimus pohjaisiin motiiveihin ja 3) viranomaissääntelyyn pohjautuviin motiiveihin. Pääomamarkkinalähtöiset motiivit ja sopimus pohjaiset motiivit ovat olleet aikaisemmassa tutkimuksessa laajasti tutkittuja aiheita. Sopimus pohjaisten motiivien tutkimus on keskittynyt erityisesti velkasopimuksiin sekä johdon ja omistajien välisiin kompensatiosopimuksiin.

2.5.1 Pääomamarkkinalähtöiset motiivit

Koska sijoittajat ja analyytikot käyttävät laajasti kirjanpidollista informaatiota hyödykseen esimerkiksi arvioidessaan yrityksen osakkeen arvoa, voivat pääomamarkkinat luoda yrityksen johdolle motiivin tuloksenjärjestelyyn (Healy & Wahlen 1999, 370–371). Johdon pyrkimyksenä voi tällöin olla taloudellisiin raportteihin sisältyvien tietojen muokkaaminen tuloksenjärjestelyn keinoin niin, että analyytikkojen tai sijoittajien silmissä tällä tiedolla olisi vaikutusta yrityksen osakkeen arvoon lyhyellä tähtämellä. Aikaisempi tutkimus onkin osoittanut, että odotettua suuremman tuloksen raportoivan yrityksen osakkeen arvo nousee, sillä sijoittajien näkemys tulevaisuuden hyvästä suorituskyvystä vahvistuu (ks. esim. Ball & Brown 1968).

Bartovin, Givolyn ja Haynin (2002) tutkimus osoittaa, että markkinat palkitsevat yrityksiä, jotka onnistuvat täyttämään analyytikkojen tulosodotukset tai jopa ylittämään ne. Skinner ja Sloan (2002) taas toteavat, että yrityksen osakkeen hinta laskee, jos tulosodotuksia ei pystytä täyttämään. Jos markkinat rankaisevat yrityksiä, jotka eivät yllä tulosodotuksiin, muodostuu johdolle tarve välttää negatiivisten tulosten esittämistä. Nämä tutkimustulokset siis tukevat väitettä, että pääomamarkkinat voivat luoda johdolle motiivin tuloksenjärjestelyyn.

On myös keskusteltu siitä, ovatko sijoittajat tietoisia tällaisesta yritysjohton käyttäytymisestä. Scottin (2015, 456) mukaan rationaaliset sijoittajat ovat tietoisia pääomamarkkinoiden aiheuttamasta tuloksenjärjestelyn motiivista. Hän esittää, että sen takia yrityksen kannalta on yhä tärkeämpää, että tulosodotukset täytetään. Muussa tapauksessa markkinat tulkitsevat, että johto ei ole pystynyt edes tulosta järjestelemällä välttämään epäonnistumista ja yrityksen tulevaisuuden näkymät näyttävät synkiltä. Keung, Lin ja Shih (2010) tutkivat, miten sijoittajat reagoivat siihen, että yritykset manipuloivat tuloksiaan. Heidän tulostensa mukaan sijoittajat ovat oppineet yhdistämään pienet positiiviset tulosyllätykset ja tulosodotusten täyttymisen tuloksenjärjestelyyn ja pitävät näitä itsessään varoitussignaaleina.

Tulosodotusten täyttämisen lisäksi tuloksenjärjestelyä on todettu tapahtuvan pääomamarkkinaoperaatioiden kuten osakeannin yhteydessä (ks. esim. Erickson & Wang 1999; Teoh, Welch & Wong 1998a, 1998b; Teoh, Wong & Rao 1998). Kun yritys suunnittelee laskevanaan liikkeelle osakkeita, johdolle saattaa tulla houkutus ohjata tulosta ylöspäin maksimoidakseen osakeannista saatavan pääoman määrän (Scott 2015, 457). Teoh ym. (1998b) tutkivat tuloksenjärjestelyn ja osaketuottojen välistä yhteyttä listautumisannin jälkeen. He tulevat siihen tulokseen, että yhtiöt, jotka laskevat liikkeelle osakkeita listautumisannin yhteydessä, käyttävät enemmän harkinnanvaraisia jaksotuksia suhteessa verrokkiyhtiöihin. He myös havaitsivat, että näiden yhtiöiden osakkeiden tuotto on heikompi liikkeeseenlaskua seuraavina kolmena vuotena.

2.5.2 Sopimusohjaiset motiivit

Healyn ja Wahlenin (1999, 375) mukaan laskentatoimen tuottamaa taloudellista tietoa yhtiön toiminnasta käytetään hyväksi yhtiön ja sen sidosryhmien välisten sopimusten laatimisessa ja valvonnassa. Sopimukset sisältävät usein kirjanpidollisia muuttujia, joihin yhtiön johdolla olisi ehkä mahdollisuus tuloksenjärjestelyn keinoin vaikuttaa. Aikaisempi tutkimus on pyrkinyt selvittämään, ovatko nämä sopimukselliset motiivit tuloksenjärjestelyä selittäviä tekijöitä. Kirjallisuus on keskittynyt laajalti lainasopimuksiin ja johdon palkitsemiseen liittyviin sopimuksiin. Lainasopimuksia tehdään, jotta voitaisiin rajoittaa johdon toimia, jotka hyödyttäisivät osakkeenomistajia lainanantajien kustannuksella.

Johdon palkitsemiseen liittyviä sopimuksia taas tehdään, jotta yhtiön johdon ja sen osakkeenomistajien tavoitteet olisivat yhdenmukaisempia. Seuraavaksi perehdytään hieman tarkemmin näihin kahteen sopimustyyppiin ja tuloksenjärjestelyyn liittyvään tutkimukseen.

Lainasopimukseen sisältyy usein ehtoja, jotka suojaavat lainanantajaa sellaisilta johdon toimilta, jotka eivät ole lainanantajan eduksi. Scottin (2015, 454) mukaan ehdot suojaavat lainanantajaa liialliselta osingonjaolta tai muilta sellaisilta toimilta, jotka heikentävät lainanantajan asemaa tai suojaa. Voidaan olettaa, että jos ehtojen rikkominen aiheuttaa yhtiölle kalliita seurauksia, johto pyrkisi välttämään lainasopimusten rikkomista. Tuloksenjärjestelyn keinoin johto pystyy pienentämään todennäköisyyttä sille, että lainaehtoja jouduttaisiin rikkomaan. Monissa tutkimuksissa on tarkasteltu, muokkaavatko lähellä lainaehtojen osinkorajoitteen rikkomista olevat yritykset tuloksiaan. On kuitenkin löydetty vain vähän todisteita siitä, että yritykset käyttävät tuloksenjärjestelyä osinkorajoitteen rikkomisen estämiseksi (ks. esim. DeAngelo, DeAngelo & Skinner 1994; Healy & Palepu 1990).

Sweeney (1994) tutki yrityksiä, jotka olivat laiminlyöneet julkisia ja yksityisiä lainasopimuksia. Hänen mukaan tällaiset yritykset käyttivät enemmän tulosta kasvattavia kirjanpidollisia keinoja kuin kontrolliryhmän yritykset. Hän havaitsi myös, että lainasopimuksia laiminlyöneet yritykset olivat taipuvaisempia ottamaan uusia kirjanpitostandardeja aikaisemmin käyttöönsä silloin, kun ne kasvattivat taloudellista tulosta ja päinvastoin. DeFond ja Jambalvo (1994) tutkivat myös yrityksiä, jotka olivat raportoineet lainasopimusten rikkomuksista toimintakertomuksissaan. He osoittivat, että yritykset käyttivät harkinnanvaraisia jaksotuksia vuotta ennen sekä vuotena, jolloin lainasopimusrikkomus tapahtui. Näiden kahden tutkimuksen tulokset ovat hieman ristiriitaisia, sillä Sweeney (1994) esitti, että tulosta kasvattavia tuloksenjärjestelykeinoja käytettiin tyypillisesti vasta lainasopimusrikkomuksen jälkeen. Tulos viittaa siihen, että yritykset eivät käyttäneetkään kirjanpidollisia keinoja estääkseen lainasopimusrikkomuksia. Healyn ja Wahlenin (1999, 376) mukaan on kuitenkin mahdollista, että näin toimittiin, koska haluttiin vähentää lainasopimusrikkomusten todennäköisyyttä tulevaisuudessa.

Healy ja Wahlen (1999, 375) jakavat johdon palkitsemiseen liittyvät sopimukset suoriin ja epäsuoriin sopimuksiin. Suorien sopimusten tarkoituksena on pyrkiä motivoimaan

johtoa bonusjärjestelmällä, joka on sidoksissa kirjanpidon tuottamiin tietoihin. Healy (1985) tutki bonusjärjestelmän ja tuloksenjärjestelyn välistä yhteyttä tilikauden aikana käytettyjen harkinnanvaraisten jaksotusten määrän avulla. Hän oletti, että yritysjohto käyttäisi harkinnanvaraisia jaksotuksia tulosta kasvattavasti, kun kirjanpidollinen tulos ei ylittäisi tulokseen, jossa bonukset maksimoituisivat. Päinvastoin yritysjohto pyrki alentamaan tulosta, jos kirjanpidollinen tulos olisi niin matala, että edes tulosta järjestelemällä ei ylittäisi bonukset maksimoivaan tulokseen. Vastaavasti jos kirjanpidollinen tulos olisi niin korkea, että se ylittäisi bonukset maksimoivan tuloksen reilusti, yritysjohto pyrki myöskin alentamaan tulosta. Hänen tutkimuksensa empiiriset tulokset tukivat näitä väitteitä.

Haleyn (1985) tutkimuksessa oli kuitenkin joitakin metodologisia ongelmia, ja myöhemmin Jones (1991) muodosti kehittyneemmän mallin, jolla pystyttäisiin arvioimaan harkinnanvaraisten jaksotusten määrää tarkemmin. Holthausen, Larcker ja Sloan (1995) toistivat Haleyn (1985) tutkimuksen käyttämällä niin kutsuttua Jonesin mallia. He huomasiivat, että vastoin Haleyn (1985) tuloksia johtajat eivät pyrkineet alentamaan tulosta harkinnanvaraisten jaksotusten avulla, jos he eivät olleet saamassa bonusta. Kaiken kaikkiaan voidaan kuitenkin todeta, että bonusjärjestelmiä pidetään yhtenä tuloksenjärjestelyn motiivina.

On myös tutkittu, selittävätkö epäsuorat johdon palkitsemista koskevat sopimukset tuloksenjärjestelyä. Tällaiset tutkimukset liittyvät usein tilanteisiin, joissa johdon työpaikka ei ole turvattu tai joissa odotetaan, että johtajan toimikausi tulee olemaan lyhyt. Esimerkiksi Dechow ja Sloan (1991) ovat tutkineet aihetta edellä mainittujen tilanteiden kaltaisessa asetelmassa. Tutkimuksessaan he tarkastelivat toimitusjohtajia, jotka työskentelivät toimikautensa loppuvaiheessa. Heidän tutkimustulostensa mukaan toimitusjohtajat, jotka ovat toimikautensa loppuvaiheessa, kohdentavat tutkimus- ja kehitystoimintaan vähemmän yrityksen resursseja ilmeisesti tulosta parantaakseen. Dechow ja Sloan (1991) perustelevat tällaista toimintaa sillä, että se on yhdenmukaista lyhyen aikavälin menestymistä korostavien palkitsemisjärjestelmien kanssa.

2.5.3 Viranomaissääntelyyn pohjautuvat motiivit

Healyn ja Wahlenin (1999, 377) jaottelun mukaan kolmas tuloksenjärjestelyn motiivien kategoria on viranomaissääntelyyn liittyvät motiivit. He toteavat, että aikaisempi tuloksenjärjestelyyn liittyvä tutkimus on tarkastellut sekä toimialakohtaista että kartelleihin liittyvää sääntelyä. Erityisesti pankki-, vakuutus- ja yleishyödyllisten palveluiden toimialoilla on todettu olevan kirjanpitoinformaatioon sidoksissa olevaa toimialakohtaista sääntelyä. Toistuvasti onkin esitetty, että tällainen sääntely yllyttää johtajia tuloksenjärjestelyyn. Monet tutkimustulokset tukevat tätä väitettä (ks. esim. Adiel 1996; Petroni 1992; Moyer 1990).

Myös toisenlainen sääntely voi aiheuttaa johtajille motiivin tuloksenjärjestelyyn. On esimerkiksi esitetty, että kartellitutkimuksille tai muille epäsuotuisille poliittisille seurauksille herkkiä olevien yritysten johtajilla on motiivi muokata tulosta vähemmän kannattavaksi (Watts & Zimmerman 1978). Jones (1991) tutki yrityksiä sellaisilla toimialoilla, joilla oli mahdollista hakea tuontitulleihin helpotuksia. Hän havaitsi, että yritykset jaksottivat tuottoja hakemuksen tekemistä seuraaville tilikausille, jotta helpotuksien saaminen olisi alhaisemman tuloksen vuoksi todennäköisempää. Tutkimuksien mukaan viranomaissääntely voi siis aiheuttaa johtajille motiivin tuloksenjärjestelyyn. Healyn ja Wahlenin (1999, 379) mukaan on kuitenkin vain vähän todisteita siitä, kuinka yleisiä tai harvinaisia viranomaissääntelyyn pohjautuvat motiivit ovat.

2.6 Osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteys

Seuraavaksi tarkastellaan tarkemmin osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn välistä yhteyttä. Ensin perehdytään osingonjaon peruseriaatteisiin suomalaisen lainsäädännön näkökulmasta. Sen jälkeen keskustellaan lyhyesti yritysten erilaisista tavoista toteuttaa osingonjakoa sekä siitä, miksi yritykset jakavat osinkoja. Sitten tarkastellaan lyhyesti aikaisemman kirjallisuuden pohjalta, mitä osingonjaon on katsottu kertovan tilinpäätösinformaation laadusta. Lopuksi perehdytään vielä keskeisimpiin osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen liittyviin tutkimuksiin.

2.6.1 Osingot ja osinkojen jakaminen

Tässä alaluvussa käsitellään osingonjaon peruseriaatteita yksinkertaisuuden vuoksi ainoastaan suomalaisen lainsäädännön näkökulmasta. Tarkoituksena on saada peruskuva osingoista ja niiden merkityksestä yrityksen taloudellisessa toiminnassa. Osakeyhtiölain (jäljempänä OYL) 13:1:ssä osingonjako määritellään yhdeksi yhtiön varojenjakotavaksi. Yhtiön varojen jakamisella tarkoitetaan vastikkeetonta yhtiön varojen luovuttamista osakkeenomistajille tai jollekin muulle henkilölle (Immonen & Nuolimaa 2012, 177). Yhtiö ei tällöin saa suorituksestaan täyttä vastasuoritusta. OYL 13:1:n mukaan yhtiön varoja ja siten myös osinkoja voidaan jakaa vain sen mukaan kuin OYL:ssä säädetään. Tästä seuraten varojen jakaminen on käsitteenä jaettu yleisesti lailliseen ja laittomaan varojen jakamiseen. OYL:n asettamissa rajoissa yhtiöt voivat kuitenkin toteuttaa haluaansa osingonjakopolitiikkaa.

Osingonjako on yksi OYL:n mukaisista laillisista varojenjakotavoista. Tarkemmin sanottuna osingonjako on luonteeltaan voiton jakamista, sillä osinkoja voidaan jakaa vain kertyneistä voittovaroista. Osingonjakokelpoisilla varoilla tarkoitetaan siis edellisten tilikautien voitto tai tilikauden voitto -tileille merkittyä varojen määrää. Osakeyhtiön varojen jakaminen ja siten myös osingon jakaminen on tarkoin säänneltyä. Varojen jakaminen onkin sallittua vain OYL:n asettamien ehtojen täytyttyä. Tiukka sääntely perustuu sekä osakeyhtiön pääomayhtiö luonteeseen että oman ja vieraan pääoman ehtoisten sijoitusten väliseen maksusaantijärjestykseen (Villa 2013, 318).

Osingonjaon sekä muunlaisen varojenjaon yhteydessä tulee yhtiön johdon suorittaa niin kutsutut tase- ja maksukykyisyystestit. Näiden testien tarkoituksena on varmistaa, että osakkeenomistajille ei jaeta varoja velkojien asemaa vaarantaen, eli ne toimivat velkojien suojana. Tasetestillä tarkoitetaan sitä, että yhtiöllä on viimeksi vahvistetussa taseessa jakokelpoisia varoja. Osinkojen osalta näitä ovat jo aiemmin mainitut kertyneet voittovarot. OYL 13:4:n mukaisella maksukykyisyystestillä pyritään taas varmistumaan siitä, ettei varojen jakaminen johda yhtiön maksukyvyttömyyteen ja ettei tulevaa maksukyvyttömyyttä voida jakopäätöstä tehtäessä ennakoida. OYL:ssa ei olla nimenomaisesti määrättyä sitä, missä muodossa varoja voidaan jakaa, joten osinkoa voidaan jakaa sekä rahana että muuna omaisuutena. (Immonen & Nuolimaa 2012, 179.)

OYL 13:6:n mukaan päätös varojenjaosta tehdään yhtiökokouksessa. Päätöksen osingonjaosta tekee siis osakkeenomistajat. Yhtiökokouksen päätöksellä voidaan kuitenkin valtuuttaa myös hallitus päättämään osinkojen jakamisesta, mutta tällöin yhtiökokouksen tulee määrittää jaon enimmäismäärä. OYL:ssa on kuitenkin lähdetty siitä, että yhtiön hallitus määrittelee raamit osingonjaolle sekä muulle varojenjaolle. Käytännössä hallitus antaa yhtiön toimintakertomuksessa oman esityksensä yhtiön voittoa koskeviksi toimenpiteiksi (Immonen & Nuolimaa 2012, 182). Varojenjaon toimeenpanosta vastaa hallitus, mutta se ei saa noudattaa varojen jakamista koskevaa päätöstä, joka on OYL:n tai yhtiöjärjestyksen vastainen. OYL 13:7:ssä mainitaan myös vähemmistöosakkeenomistajien mahdollisuudesta vaatia vähemmistöosinkoa tietyin edellytyksin.

2.6.2 Osingonjakopolitiikasta lyhyesti

OYL 1:5:n mukaan osakeyhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jos yhtiöjärjestyksessä ei toisin mainita. Lähtökohtaisesti osakkeenomistajat tavoittelevat sijoitukselleen tuottoa kompensoidakseen sitä riskiä, jonka he ovat yhtiön osakkeita ostaessaan ottaneet. Sijoittajan näkökulmasta yrityksen osingonjakokyky voi olla yksi merkittävä tekijä heidän miettiessään, minkä yhtiön osakkeita he ostaisivat. Osingonjakopolitiikalla tarkoitetaan yhtiöiden erilaisia tapoja maksaa omistajille osuus tilikauden voitosta (Leppiniemi 2008, 38). Se on myös yritysjohdon pidemmän aikavälin linjaus ylipäätään siitä, jaetaanko yhtiön jakokelpoiset varat yhtiön omistajille osinkoina vai jätetäänkö ne yritykseen investointien rahoittamiseksi (Niskanen & Niskanen 2007, 146). Vaikka yrityksillä on erilaisia tapoja jakaa osinkoja, on todettu, että yritysjohto ei mielellään nosta osinkoja sellaiselle tasolle, jota he eivät pysty jatkossa ylläpitämään (Lintner 1956, 97–100).

Knüpferin ja Puttosen (2012, 194) mukaan osingonjakopolitiikka voi olla joko passiivista tai aktiivista. Passiivisessa osingonjakopolitiikassa osingon määrä ei ole riippuvainen tilikauden tuloksesta, vaan se on euromääräisesti saman suuruinen sekä hyvinä että huonoina vuosina. Osinkoa maksetaan siis kiinteä ja yleensä alhainen määrä jokaisella tilikaudella. Aktiivinen osingonjako taas tarkoittaa sitä, että jaettavan osingon määrä riippuu tilikauden tuloksesta. Käytännössä osingonjakotapoja voivat olla esimerkiksi osingonjako residuaaleina, tasainen osingonjako sekä vakiona pidettävä osingonjakosuhde.

Osingonjako residuaaleina tarkoittaa sitä, että jaettavan osingon määrä määräytyy investointeja koskevien rahoituspäätösten jälkeen. Käytännössä tämä merkitsee sitä, että osinkoina jaetaan se, mitä investointipäätösten jälkeen jää jäljelle. Osinkojen määrä riippuu siis siitä, kuinka paljon yritykselle on vuosittain investointimahdollisuuksia tarjolla. Osingonjakosuhte, jolla tarkoitetaan yrityksen jakaman osingon määrän suhdetta tilikauden tulokseen, voi tällä tavoin vaihdella voimakkaasti eri vuosien välillä. Tasaisella osingolla taas tarkoitetaan sitä, että yritys maksaa tasaista osakekohtaista osinkoa tilikauden tuloksesta riippumatta. Tällöin osakkeenomistajat saavat vuosittain saman suuruisen osingon, mutta osingonjakosuhte vaihtelee vuosittain tuloksen mukaan. Yritys voi myös pyrkiä pitämään osingonjakosuhteen mahdollisimman vakiona. Tällöin vuosittain jaettavan osingon määrä on täysin riippuvainen yhtiön tekemästä tuloksesta. Toimialoilla, joilla tuloskehitys on tasaista, osingonjakosuhteen pitäminen vakiona onnistuu luonnollisesti helpommin. (Niskanen & Niskanen 2007, 152–153.)

Miksi sitten yritykset ylipäätään jakavat osinkoja? Aikaisemmassa kirjallisuudessa osingonjaolle on annettu muutamiakin eri selityksiä. Osingonjaon taustalla voidaan ajatella olevan esimerkiksi puutteelliset investointimahdollisuudet ja ylimääräiset kassavarat. Mikäli investointimahdollisuuksia ei ole ja yrityksen kassa on suurempi, kuin mitä liiketoiminnan kannalta on tarpeen, saattaa olla kannattavampaa jakaa varoja ulos osinkoina, kuin pitää ne yrityksessä. Kassassa oleville varoille saatava tuotto on useimmiten alhainen, jolloin sijoittajien tuotto-odotus ei täyty ja yrityksen markkina-arvo laskee. Tällöin voi olla yrityksen ja sijoittajien kannalta kannattavampaa jakaa omistajille osinkoa, jolloin heillä on mahdollisuus sijoittaa varat parempiin kohteisiin. (Knüpfer & Puttonen 2012, 196–199.)

Toinen selitys osingonjaolle on se, että osakkeenomistajat yksinkertaisesti pitävät osingoista. Osalle sijoittajista osingot voivat olla tärkeitä tulonlähteitä. Esimerkiksi piensijoittajat ja säätiöt on nähty tällaisina sijoittajina. Osakkeenomistajille sijoituksestaan saama tuotto voi realisoitua kahdella tapaa: osingoilla tai myymällä osakkeita voitolla. Piensijoittajat voivat kokea pienten osakemäärien myymisen hankalana jo kaupankäyntikustannusten vuoksi. Heille osingot saattavatkin olla hyvin tärkeitä. Toisaalta myös säätiöille tasaiset osinkotulot voivat olla tärkeitä esimerkiksi apurahojen jakamisen takia, sillä jotkut säätiöt eivät voi sääntöjensä mukaan maksaa apurahoja myyntivoitoistaan.

(Knüpfer & Puttonen 2012, 196–199.) Edellä mainittu ilmiö tunnetaan myös niin sanottuna clientele-efektinä, jonka mukaan erilaisen osingonjakopolitiikan omaavilla yrityksillä saattaa olla erilaiset omistajakunnat (Miller & Modigliani 1961).

Myös osingonjaon sisältämän informaation on katsottu selittävän osingonjakoa. Sijoittajat saattavat pitää korkeita osinkoja merkinä siitä, että yrityksen sisäpiiri uskoo yrityksen menestymiseen tulevaisuudessa. Jos yritys ilmoittaa osinkojen nostosta, yrityksen osakkeen kurssi keskimäärin nousee ja päinvastoin. Koska yritysjohto välttää osinkojen nostamista sellaiselle tasolle, jota ei pystytä ylläpitämään, sijoittavat saattavat uskoa osinkojen noston merkitsevän yrityksen kykyä maksaa saman suuruisia osinkoja jatkossakin. (Knüpfer & Puttonen 2012, 196–199.) Aikaisemmassa kirjallisuudessa tästä ilmiöstä puhutaan osinkojen signaalointivaikutuksena (ks. esim. Ross 1977).

2.6.3 Osingonjako ja tilinpäätösinformaation laatu

Kuten jo johdannon yhteydessä todettiin, aikaisemmin osinkoihin ja osingonjakoon liittyvä tutkimus on lähinnä tarkastellut sitä, mitä osingonjaossa ja osinkojen määrässä tapahtuneet muutokset kertovat yrityksen tulevaisuuden suorituskyvystä. Tämä näkökulma pohjautuu edellä mainittuun näkemykseen osinkojen signaalointivaikutuksesta. Sitten on alettu myös tutkia, mitä osinkojen jakaminen ylipäätään kertoo tilinpäätösinformaatiosta. Joukko tutkimuksia onkin tarkastellut osinkojen ja tilinpäätösinformaation laadun yhteyttä. Seuraavaksi perehdytään muutamaa tällaiseen tutkimukseen.

Skinner ja Soltes (2011) tutkivat, mitä yrityksen osingonjakopolitiikka kertoo tilinpäätösinformaation laadusta. He tarkastelevat, onko osinkoja jakavien yritysten tilinpäätösinformaatio laadukkaampaa kuin yritysten, jotka eivät jaa osinkoja. He odottavat, että osinkoja jakavien yritysten tulokset ovat tulevaisuudessa pysyvämpiä, mikä viittaisi parempaan tilinpäätösinformaation laatuun. Hypoteesin mukaisesti Skinner ja Soltes (2011) raportoivat, että osinkoa jakavilla yrityksillä nykyhetken ja tulevaisuuden tulosten välillä on vahvempi korrelaatio kuin yrityksillä, jotka eivät jaa osinkoja. He myös huomauttavat, että osinkojen määrän ei havaittu vaikuttavan yhteyden voimakkuuteen. Tulokset osoittavat, että osingonjako itsessään kertoo yrityksen tulevaisuuden suorituskyvystä ja viittaa parempaan tilinpäätösinformaation laatuun.

Myös Lawson ja Wang (2016) tarkastelevat tilinpäätösinformaation laadun ja osingonjaon välistä yhteyttä. He lisäävät tarkastelun kohteeksi myös tilintarkastuspalkkiot ja pyrkivät siten selvittämään, vaikuttaako yrityksen osingonjakopolitiikka tilintarkastusyhtiöiden suorittamaan tilintarkastusriskin arviointiin. He mittaavat tilinpäätösinformaation laatua Skinnerin ja Soltesin (2011) tapaan yrityksen raportoimien tulosten pysyvyydellä. Heidän tuloksensa osoittavat, että osingonjaon ja tilinpäätösinformaation laadun välillä vallitsee positiivinen yhteys. Lawson ja Wang (2016) raportoivat myös, että tilintarkastusyhteisöt perivät pienempiä tilintarkastuspalkkioita yrityksiltä, jotka jakavat osinkoja. Tämä viittaisi siihen, että tilintarkastusyhteisöt ottaisivat tilintarkastuspalkkioiden hinnoittelussa huomioon osinkopolitiikkaan sisältyvän laadukkaan tilinpäätösinformaation informaatioisällön.

2.6.4 Tutkimuksia liittyen osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen

Tutkimukset, jotka käsittelevät osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä, voidaan karkeasti ottaen jakaa kahteen kategoriaan. Osassa tutkimuksista on pyritty osoittamaan, että osingonjako motivoi yritysjohtoa tuloksenjärjestelyyn. Toisaalta on myös tutkimuksia, joiden tulosten perusteella osingonjaon voidaan tulkita vähentävän tuloksenjärjestelyn todennäköisyyttä ja parantavan siten tilinpäätösinformaation laatua. Seuraavaksi käsitellään osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen liittyviä tutkimuksia näistä kahdesta näkökulmasta.

Kuten aiemmin huomattiin osingonjakoa koskeva sääntely asettaa tiettyjä rajoituksia ja ehtoja yritysten osingonjaolle: Suomen lainsäädännön mukaan yhtiöllä on oltava osingonjakokelpoisia varoja viimeksi vahvistetussa taseessaan ja osingonjako ei saa vaarantaa yhtiön maksukykyisyyttä. Edellä havaittiin myös, että yrityksillä voi olla tiettyjä osingonjakoon liittyviä tavoitteita ja ne saattavat pyrkiä ylläpitämään tietynlaista osingonjakopolitiikkaa. Yritykset saattavat esimerkiksi pyrkiä täyttämään sijoittajien tuotto-odotukset tai välittämään informaatiota sijoittajille osingonjakopolitiikan avulla. Jos yritysjohdolla on käytettävissään joitakin tuloksenjärjestelykeinoja, voisi olettaa, että tiukan paikan tullen yritysjohto turvautuisi tuloksenjärjestelyyn saavuttaakseen osingonjakoon liittyvät tavoitteet. Jos oletetaan, että yrityksellä ei ole taseessaan edellisten tilikausien voittovaroja, tulee yrityksen näyttää tilinpäätöksessään positiivinen tulos jakaakseen

osinkoja kyseiseltä tilikaudelta. Jos tulos olisi jäämässä negatiiviseksi, voisi yritysjohto yrittää muokata tulosta korkeammaksi tuloksenjärjestelyn avulla. Aiheesta on tehty joitakin tutkimuksia, jotka pyrkivät osoittamaan osingonjaon olevan yksi tuloksenjärjestelyn ajureista.

Kasanen ym. (1996) tarjosivat ensimmäistä kertaa empiiristä näyttöä osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn välisestä positiivisesta yhteydestä. Tutkimuksessaan he tarkastelivat vuosien 1970 ja 1989 välisenä aikana 37 Helsingin pörssissä listattua teollisuusyritystä, joiden markkinaosuus kaikista listatuista teollisuusyrityksistä oli yli 90 prosenttia. He odottivat, että tietynlaisessa taloudellisessa ympäristössä osingot ovat merkittävä tuloksenjärjestelyn ajuri. Heidän mukaan tuloksenjärjestelyn tarve ja mahdollisuudet ovatkin pitkälti riippuvaisia taloudellisen institutionaalisen ympäristön rakenteesta. Aikaisempi sopimus pohjaisten motiivien tutkimus oli pääosin koskenut markkinoita, joilla merkittävässä roolissa oli oman pääoman ehtoinen rahoitus. Suomalainen taloudellinen ympäristö tarjosi hieman poikkeavan tutkimusympäristön, sillä rahoitusmarkkinat olivat hyvin pankkikeskeiset ja yritysten omistajina oli suuria instituutioita, joille tärkeää oli tasaisen osingon saaminen vuosittain. Osingonjakotarpeet ja suomalainen lainsäädäntö, joka sitoo osingonjaon kertyneisiin voittovaroihin ja joka toisaalta mahdollisti tietyt tuloksenjärjestelykeinot, antoivat motiivin sekä myös mahdollisuuden tuloksenjärjestelyyn.

Kasanen ym. (1996, 292) uskoivat, että yritysjohtajat pyrkisivät muokkaamaan tulosta ylöspäin, kun tilikauden tulos olisi alhaisempi kuin tavoiteltuun osingon maksamiseen tarvittu tulos. He ottivat huomioon myös verotuksellisen näkökulman ja olettivat, että kun kirjanpidollinen tulos ylittäisi osingonmaksuun tarvittavan tuloksen, pyrkisivät johtajat muokkaamaan tulosta alaspäin. Verotukselliset syyt loivat yritysjohdolle motiivin muokata tulosta alaspäin, koska Suomessa verotus on osittain sidoksissa raportoituun kirjanpidolliseen tulokseen ja yritysjohto saattaa pyrkiä minimoimaan maksettavien verojen määrää. Heidän tutkimustuloksensa tukivat väitettä, että osingonjako olisi tärkeä tuloksenjärjestelyn ajuri (Kasanen ym. 1996, 305). He uskoivat, että tulokset olisivat myös yleistettävissä maihin, joissa on olemassa hyvin keskittyneet omistajarakenteet ja joissa yritysverotus on sidottuna raportoituun tulokseen (Kasanen ym. 1996, 286). Samalla he myös esittivät, että tarvetta osingonjakolähtöiselle tuloksenjärjestelylle saattaisi esiintyä myös oman pääoman ehtoisen rahoituksen markkinoilla, kuten Yhdysvalloissa.

Bernard ja Skinner (1996, 323) kuitenkin huomauttavat, että tuloksia ei välttämättä voitaisi yleistää Kasasen ym. (1996) kuvaamiin maihin, ellei niissä olisi myös melko vapaita kirjanpitosääntöjä ja ellei osingonjakoa olisi sidottu vahvasti raportoituun tulokseen. Tarvetta osingonjakolähtöiselle tuloksenjärjestelylle ei välttämättä myöskään syntyisi oman pääoman ehtoisen rahoituksen markkinoilla, vaikka omistus olisi keskittynyt muutamille instituutioille. Johtajilla ei siltikään olisi tarpeeksi syytä jakaa osinkoja tai tarvetta ohjata tulosta, koska institutionaaliset kytkökset eivät vain olisi niin voimakkaita (Bernard & Skinner 1996, 323). He kuitenkin myöntävät, että Kasanen ym. (1996) ovat onnistuneet löytämään vahvaa näyttöä osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn välisestä positiivisesta yhteydestä.

Myös Cormier, Magnan ja Morard (2000) tutkivat raportoitujen tulosten merkitystä institutionaalisessa ympäristössä, jossa sijoittajat arvostavat tasaista osingonjakoa. Heidän tutkimuksessaan tarkastellaan sveitsiläisiä pörssilistattuja yrityksiä vuodesta 1990 vuoteen 1995. Cormierin ym. (2000) tutkimus muistuttaa jokseenkin Kasasen ym. (1996) tutkimusta, mutta kirjoittajat tuovat esille muutamia tärkeitä huomioon otettavia eroavaisuuksia. Ensinnäkin he toteavat, että tutkimus sijoittuu erilaiseen kansalliseen ympäristöön. Heidän mukaan Sveitsissä on ainutlaatuinen taloudellinen toimintaympäristö ja siellä toimii useita yrityksiä, joiden liiketoiminta on maailmanlaajuista. Toiseksi he olettavat, että tulosta muokatessaan johtajat ottavat huomioon muitakin tekijöitä kuin osingonjakoon liittyvät tavoitteet, kun taas Kasanen ym. (1996) olettivat, että ainoastaan osingonjakoa ajaisi johtajia tuloksenjärjestelyyn. Heidän tutkimuksensa pyrkii myös antamaan kokonaisvaltaisen kuvan sveitsiläisestä taloudellisesta raportoinnista yhdistämällä tuloksenjärjestelyn sopimusnäkökulman ja raportoitujen tulosten arvon merkityksen. Cormierin ym. (2000) tutkimuksen tulokset osoittavat, että sveitsiläisyriyten johtajat toteuttavat osingonjakolähtöistä tuloksenjärjestelyä. Lisäksi sveitsiläiset sijoittajat näyttäisivät arvioivan yrityksen markkina-arvon enimmäkseen osinkojen perusteella. Kaiken kaikkiaan Cormier ym. (2000) toteavat tutkimustuloksien antavan yhtenäisen kuvan tuloksien ja osinkojen merkityksestä Sveitsissä.

Daniel ym. (2008) lähestyvät osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn suhdetta hieman eri näkökulmasta kuin edellä mainitut tutkimukset. He tutkivat, käyttävätkö yritykset tuloksenjärjestelyä tavoittaakseen osingonjakoon liittyvät tavoitteet. Daniel ym. (2008) kuitenkin

lähtevät liikkeelle havainnosta, että osinkorajoitukset ovat yksi yleisimmistä lainaehtoista lainasopimuksissa. Heidän mukaan tällaisten ehtojen olemassaolo tarkoittaa, että raportoidun tuloksen taso on ratkaiseva tekijä osingonjaossa, koska lainaehtojen mukaan osinkoa voidaan jakaa vain tietyin edellytyksin. Tästä seuraten johdolla voisi olla motiivi ohjata tulosta ylöspäin, jos tulos ei muuten olisi riittävä tietyn suuruisen osingon jakamiseen. Kyseisen tutkimuksen tulokset osoittavat, että yritykset ohjaavat tulostaan saavuttaakseen osingonjakotavoitteensa. Daniel ym. (2008) toteavat, että yritykset pitävät odotettua osinkotasoa raportoidun tuloksen alarajana. He mainitsevat myös, että yritykset ohjaavat tulosta saavuttaakseen odotetun osinkotason, vaikka tuloksenjärjestelyllä sinänsä ei olisi kassavirtavaikutuksia. Tuloksenjärjestely ei siten rahallisesti vaikuta yrityksen kykyyn maksaa osinkoja.

Liu ja Espahbodi (2014) tutkivat osinkoa maksavien yritysten taipumusta tuloksentasaukseen. He vertailevat osinkoja maksavia yrityksiä yrityksiin, jotka eivät maksa osinkoja. He tulevat siihen tulokseen, että osinkoa maksavat yritykset pyrkivät tasaisempaan tuloksen esittämiseen, sillä tasaista tulosta näyttämällä yritykset pystyvät myös tasaisempaan osingonjakoon. Liu ja Espahbodi (2014) huomauttavat, että he ottivat tutkimuksessaan huomioon sekä jaksotusten avulla tapahtuvan tuloksenjärjestelyn että reaalisen tuloksenjärjestelyn toisin kuin aikaisempi osingonjakolähtöisen tuloksenjärjestelyn tutkimus. He myös toteavat täsmentävänsä Danielin ym. (2008) tuloksia kahdella tapaa. Ensinnäkin he osoittavat, että tuloksentasaus on osinkoa jakaville yrityksille tärkeämpää kuin yrityksille, jotka eivät maksa osinkoja omistajilleen. Toiseksi he esittävät, että osingonjakopolitiikka ei aja yrityksiä muokkaamaan tulostaan ainoastaan ylöspäin vaan myös alaspäin.

Skinnerin ja Soltesin (2011) sekä Lawsonin ja Wangin (2016) tapaan Tong ja Miao (2011) tarkastelevat osingonjaon ja tilinpäätösinformaation laadun välistä yhteyttä. He kuitenkin arvioivat tilinpäätösinformaation laatua tuloksenjärjestelyn avulla, kun taas esimerkiksi Skinner ja Soltes (2011) arvioivat tilinpäätösinformaation laatua tulosten pysyvyyden perusteella. He tutkivat osingonjaon yhteyttä erilaisiin tuloksenjärjestelyn ilmenemisestä kertoviin mittareihin ja osoittavat, että osingonjako on positiivisesti yhteydessä laadukkaaseen tilinpäätösinformaatioon. Käytännössä tämä siis viittaisi siihen, että aikaisemmista tuloksista poiketen tuloksenjärjestelyn ja osingonjaon välillä vallitsisi negatiivinen yhteys. Tong ja Miao (2011) myös raportoivat, että saadut tutkimustulokset voisivat

tukea joidenkin akateemikkojen ja sijoittajien esittämää väitettä, että osingonjako rajoittaa yritysjohtoon opportunistisen raportoinnin mahdollisuutta (ks. esim. Pinkowitz, Stultz & Williamson 2006).

Viimeisimpänä He ym. (2017) tutkivat osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä. He tarkastelevat myös sitä, miten osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn suhde vaihtelee maittain riippuen siitä, kuinka läpinäkyvät ja institutionaalisesti vahvat olosuhteet maassa vallitsevat. Hen ym. (2017) tutkimus lähtee liikkeelle nimenomaan ajatuksesta, jonka mukaan osingonjako rajoittaa yrityksen sisäpiirin mahdollisuutta ajaa omaa etuaan muiden osakkeenomistajien tai sidosryhmien kustannuksella (ks. Pinkowitz ym. 2006). Osinkoja jaettaessa yhtiön varoja jaetaan yrityksen rajojen ulkopuolelle, jolloin esimerkiksi yritysjohtolla tai enemmistöosakkailla ei enää osingonjaon jälkeen ole mahdollisuutta vaikuttaa vähemmistölle jaettujen varojen käyttöön. He näkevät, että osinkoa jakavat yritykset ovat vähemmän taipuvaisia peittämään todellista taloudellista suorituskykyään tuloksenjärjestelyn keinoin. Täten he esittävät, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteys olisi negatiivinen. Lisäksi he uskovat, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn suhteen voimakkuus vaihtelee maittain sen mukaan, kuinka vahva sijoittajansuoja maassa on.

Hen ym. (2017) tutkimustulokset tukevat näitä väitteitä. Heidän tulostensa mukaan osinkoja jakavat yritykset järjestelivät tuloksiaan vähemmän kuin yritykset, jotka eivät jaa osinkoja. Lisäksi he löytävät viitteitä siitä, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn negatiivinen yhteys on voimakkaampi maissa, joissa on heikko sijoittajansuoja ja läpinäkyvyys. He esittävätkin, että yritykset saattavat käyttää osingonjakopolitiikkaa keinona lieventää agenttiongelmia ja luodakseen luotettavan maineen, jotta niiden olisi helpompi saada ulkopuolista rahoitusta.

Suuri osa aikaisemmasta tutkimuksesta viittaisi siihen, että osingonjako ajaisi yrityksiä muokkaamaan tulostaan, jotta osinkojen maksaminen olisi mahdollista. On kuitenkin otettava huomioon, että tutkimustulokset ovat paikkansapitäviä ainoastaan tietynlaisissa olosuhteissa. Esimerkiksi Kasanen ym. (1996) tutkimuksen tulokset eivät välttämättä pitäisi paikkansa edes nykypäivän Suomessa, sillä lainsäädäntö sekä muu taloudellinen toimintaympäristö on voinut jokseenkin muuttua vuosien varrella. Toisaalta taas muun muassa He ym. (2017) ovat löytäneet empiiristä näyttöä sille, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn suhde olisi negatiivinen, eli osinkoa jakavat yritykset eivät ohjaisi tulostaan

osinkoja jakaakseen. Heidän tuloksensa eivät siis ole yhteneviä aikaisempien osingonjakolähtöiseen tuloksenjärjestelyyn liittyvien tutkimustulosten kanssa, mutta ne ovat linjassa osingonjaon ja tilinpäätösinformaation yhteyttä tarkastelevien tutkimusten kanssa. Osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteys ei aikaisemman tutkimuksen perusteella ole täysin yksiselitteinen, ja aihe kaipaa täten lisää tarkastelua.

2.7 Institutionaalinen ympäristö ja taloudellinen raportointi

Seuraavaksi tarkastellaan institutionaaliseen ympäristöön liittyviä tekijöitä. Ensin keskustellaan siitä, mitä institutionaalisella ympäristöllä tarkoitetaan ja mistä tekijöistä institutionaalinen ympäristö muodostuu. Samalla institutionaalisen ympäristön tarkasteluun valittujen näkökulmien avulla perehdytään myös siihen, millainen institutionaalinen ympäristö vallitsee tutkielman tarkastelun kohteena olevissa maissa, eli Suomessa ja Iso-Britanniassa. Lopuksi tarkastellaan vielä aikaisemman kirjallisuuden pohjalta sitä, millainen vaikutus institutionaalisella ympäristöllä on katsottu olevan taloudelliseen raportointiin ja erityisesti tilinpäätösinformaation laatuun.

2.7.1 Institutionaaliseen ympäristöön liittyviä tekijöitä

Liiketoimintaa harjoittaessaan yritykset eivät toimi tyhjiössä, vaan niiden toimintaan ja siten myös taloudelliseen raportointiin vaikuttaa yrityksen toimintaympäristö. Suomessa ja Iso-Britanniassa pörssiyhtiöiden taloudellista raportointia on pitkälti määrittänyt Euroopan unionin tasoinen sääntely. Euroopan unionin alueella pörssiyhtiöiden on sovellettava tilinpäätösten laadinnassa kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja. Kansainvälisten tilinpäätösstandardien tarkoituksena on ollut yhdenmukaistaa taloudellista raportointia, mutta niihin sisältyy kuitenkin jonkin verran tulkinnanvaraisuutta ja vaihtoehtoisia laskentaperiaatteita. Aikaisemmassa kirjallisuudessa onkin esitetty, että yrityksen institutionaalinen ympäristö saattaa vaikuttaa yritysten tekemiin IFRS-tulkintoihin ja vaihtoehtoiisiin laskentaperiaatteisiin liittyviin valintoihin (ks. esim. Leuz 2010; Ball ym. 2000). Kvaal ja Nobes (2010) esittävät myös, että kirjanpitotavat, jotka ovat olleet käytössä ennen IFRS-standardien käyttöönottoa, selittävät valintoja, joita yritykset tekevät IFRS-standardien soveltamiseen liittyen.

Institutionaalinen ympäristö on käsitteenä melko laaja. Sillä tarkoitetaan toimintaympäristöä, johon vaikuttavat erilaiset institutionaaliset tekijät. Näitä tekijöitä ovat muun muassa maassa voimassa oleva yhteisöainsäädäntö ja arvopaperimarkkinat, pörssiin listautumiseen liittyvä sääntely sekä mekanismit, joilla sääntelyä toimeenpannaan (Preiato ym. 2015). Leuz (2010) lisää, että institutionaaliseen ympäristöön sisältyy myös maan oikeusjärjestelmä, verotusjärjestelmä, pääomamarkkinat, toimialajärjestöt sekä lainsäätäjät. Käytännössä institutionaalisella ympäristöllä voidaan viitata kaikkiin taloudellisiin, poliittisiin ja sosiaalisiin rakenteisiin, jotka vaikuttavat liiketoiminnan harjoittamiseen. Aikaisemmasta kirjallisuudesta on kuitenkin havaittavissa tekijöitä, joiden näkökulmasta maiden institutionaalisia ympäristöjä on erityisesti tarkasteltu. Tässä tutkielmassa institutionaalista ympäristöä arvioidaan aikaisemman kirjallisuuden pohjalta maan oikeusperinteen, osakemarkkinoiden kehittyneisyyden, sijoittajan suojan ja lakien täytäntöönpanon asteen näkökulmasta.

Maan oikeusperinteellä viitataan yleensä siihen, mihin oikeusjärjestelmäryhmään (eng. legal family) maa kuuluu. Perinteisesti on katsottu, että nykypäivän oikeusjärjestelmät pohjautuvat kahteen eri oikeusperinteeseen: tapaoikeuteen (eng. common law) ja sädös-oikeuteen (eng. civil law) (La Porta ym. 1998, 1115). Tapaoikeus pohjautuu englantilaiseen oikeusperinteeseen, ja sille on ominaista ennakkotapausten keskeinen asema. Se on syntynyt vallitsevan oikeuskäytännön vakiinnuttua aikojen kuluessa velvoittavaksi säädökseksi. Sädös-oikeuden perinne taas on roomalais-germaaninen. Lailliset opit ovat olleet sädös-oikeuden perustana ja kirjoitetulla lainsäädännöllä on keskeinen asema. (David & Brierley 1985.) Sädös-oikeuden on katsottu jakaantuvan vielä ranskalaiseen, saksalaiseen ja pohjoismaiseen oikeusperinteeseen (La Porta ym. 1998, 1115).

La Portan ym. (1998) käyttämää oikeusperinnejaottelua on hyödynnetty melko monessa tutkimuksessa (ks. esim. Filip ym. 2015; Preiato ym. 2015; Burgstahler ym. 2006). He luokittelevat Iso-Britannian luonnollisesti englantilaisen tapaoikeuden alle ja Suomen pohjoismaisen sädös-oikeuden alle. Tapaoikeudella on pitkät juuret nimenomaan Iso-Britanniassa, mutta se on levinnyt myös Iso-Britannian siirtomaihin sekä moniin muihin maihin. Pohjoismaista sädös-oikeutta tarkastellaan usein omana oikeusperinteenään, koska pohjoismaiset lait muistuttavat toisiaan mutta koska ne kuitenkin eroavat muista oikeusperinteistä. (La Porta ym. 1998.) Oikeusperinteen osalta maiden institutionaalisten ympäristöjen voidaan todeta siis olevan erilaiset.

Maan institutionaalista ympäristöä voidaan tarkastella myös osakemarkkinoiden kehittyneisyyden näkökulmasta. Aikaisemmassa kirjallisuudessa maan osakemarkkinoiden kehittyneisyyttä on arvioitu muun muassa sen pohjalta, onko maassa pankkikeskeiset vai pääomakeskeiset rahoitusmarkkinat (ks. esim. Beck & Levine 2002). Pankkikeskeisillä markkinoilla pankit ovat yritysten tärkein rahoituksenlähde, kun taas pääomakeskeisillä markkinoilla on tyypillistä, että yritykset keräävät rahoitusta erilaisilla oman pääoman ehtoisilla rahoitusinstrumenteilla. Se, vallitseeko maassa pankkikeskeiset vai pääomakeskeiset markkinat, muokkaa myös tilinpäätösinformaatioon liittyviä tiedon tarpeita. Kuten tuloksenjärjestelyn ja tilinpäätösinformaation laadun yhteyden tarkastelun yhteydessä huomattiin, esimerkiksi pankit ja osakkeenomistajat tarvitsevat luototuspäätösten ja sijoituspäätösten tueksi erilaista taloudellista informaatiota (Scott 2015, 24).

Perinteisesti Iso-Britanniassa on katsottu vallitsevan hyvin vahvat pääomakeskeiset markkinat (ks. esim. Leuz ym. 2003; Beck & Levine 2002). Suomessa taas markkinat on nähty melko pankkikeskeisinä (Leuz ym. 2003; Beck & Levine 2002; Kasanen ym. 1996). Hyytisen, Kuosan ja Takalon (2003) mukaan pääomamarkkinoiden merkitys on kuitenkin kasvanut myös Suomessa. Vuonna 2012 osakkeiden keskimääräistä vaihtuvuutta osakemarkkinoilla mittaava tunnusluku oli Iso-Britanniassa 96 prosenttia ja Suomessa 86 prosenttia (Beck, Demirguc-Kunt, Levine, Cihak & Feyen 2016). Kasanen ym. (1996) mukaan vastaava luku oli vuonna 1990 Iso-Britanniassa 36 prosenttia ja Suomessa vain 19 prosenttia. Tämä viittaisi siihen, että Suomessakaan osakemarkkinat eivät ainaakaan ole niin ohuet kuin aikaisemmin. Kuitenkin myös osakemarkkinoiden kehittyneisyyden näkökulmasta maiden välillä voidaan nähdä olevan eroa. Suomen Pankin mukaan suomalainen rahoitusjärjestelmä on edelleen pankkikeskeinen, ja etenkin pienet ja keski-suuret yritykset ovat hyvin riippuvaisia pankkirahoituksesta, kun taas Iso-Britanniassa pääomamarkkinoiden asema on vahva.

Myös sijoittajansuoja on yksi institutionaalista ympäristöä määrittävä tekijä. Sijoittajansuojalla viitataan sääntelyyn, jonka avulla pyritään turvaamaan sijoittajien luottamusta markkinoihin ja suojelemaan yrityksen osakkeenomistajia ja velkojia yrityksen sisäpiiriläisten epäedulliselta käyttäytymiseltä. La Porta ym. (1998) tutkivat, miten lait koskien sijoittajansuojaa ja näiden lakien täytäntöönpanon aste vaihtelevat eri maiden ja erilaisten oikeusjärjestelmäryhmien välillä. Osakkeenomistajien näkökulmasta he tarkastelevat esi-

merkiksi osakkeenomistajien oikeutta kutsua yhtiökokoukskoolle, äänestysioikeutta yhtiökokouksessa sekä vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia. Velkojien näkökulmaan liittyvät tekijät koskevat muun muassa sitä, millaisessa asemassa velkojat ovat suhteessa osakkeenomistajiin, onko velkojilla oikeus yhtiön varoihin luottotappiutilanteessa ja onko yrityksen johdolla mahdollisuus hakea yritystä velkasaneeraukseen ilman velkojien lupaa.

Heidän tutkimustuloksiensa mukaan lait vaihtelevat maittain paljonkin. Tulosten perusteella tapaoikeuden maissa on sekä vahvin sijoittajan- että velkojansuoja. Ranskalaisen säädösoikeuden maissa sijoittajilla ja velkojilla on heikoimmat oikeudet. Maissa, joissa vallalla on saksalainen tai pohjoismainen säädösoikeus, sijoittajan- ja velkojansuoja on tältä väliltä. Toisaalta heidän mukaan lakien täytäntöönpanon aste on parhaimmalla tasolla saksalaisen ja pohjoismaisen säädösoikeuden maissa. La Portan ym. (1998) tutkimuksen maakohtaisten pisteytysten perusteella sekä osakkeenomistajilla että velkojilla on Iso-Britanniassa paremmat oikeudet kuin Suomessa. Myös Leuz ym. (2003) tarkastelevat sijoittajansuojaa kansainvälisellä aineistolla. La Portan ym. (1998) indeksin pohjalta myös he olettavat sijoittajansuojan olevan paremmalla tasolla Iso-Britanniassa.

Lopuksi tarkastellaan vielä lakien täytäntöönpanon astetta institutionaalisenä tekijänä. Lakien täytäntöönpanolla tarkoitetaan ”julkisen hallinnon toimenpiteitä, joilla lakeja sovelletaan ja käytännössä toteutetaan” (Finlex). Aikaisemmassa kirjallisuudessa on osoitettu, että kirjanpitostandardien täytäntöönpanon aste vaikuttaa siihen, millaisia käytäntöjä maassa on taloudelliseen raportointiin liittyen (ks. esim. Holthausen 2009). Sillä on todettu olevan tärkeä rooli laadukkaan taloudellisen raportoinnin edistämässä. Aikaisemmassa kirjallisuudessa lakien täytäntöönpanon astetta on arvioitu muun muassa markkinavalvontaviranomaisten aktiivisuuden ja viranomaistoimien seurauksien näkökulmasta. (Preiato ym. 2015.) La Portan, Lopez-de-Silanesin ja Shleiferin (2006) luoman indeksin mukaan Iso-Britanniassa on parempi arvopaperimarkkinalakien täytäntöönpanon aste kuin Suomessa. Tämä on tavallaan luonnollista, sillä Iso-Britanniassa arvopaperimarkkinoiden rooli on keskeinen, joten myös viranomaisten tulee olla lainvalvonnan näkökulmasta aktiivinen, jotta sijoittajien luottamus markkinoihin säilyisi. Myös Preiton ym. (2015) tutkimuksen mukaan Iso-Britanniassa lakien täytäntöönpanon aste on parempi kuin Suomessa seitsemällä mittarilla yhdeksästä.

Institutionaalisten ympäristöjen voidaan todeta olevan erilaisia Suomessa ja Iso-Britanniassa ainakin edellä mainittujen tekijöiden näkökulmasta. Täten institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen on mielekästä lähteä tarkastelemaan nimenomaan vertailemalla näitä kahta maata. Seuraavaksi perehdytään vielä aikaisemman kirjallisuuden avulla siihen, millainen vaikutus institutionaalisella ympäristöllä on tässä tutkielmassa tarkastelun kohteena olevien tekijöiden valossa tilinpäätösinformaation laatuun.

2.7.2 Institutionaalinen ympäristö ja tilinpäätösinformaation laatu

Osa aikaisemmasta tutkimuksesta on tarkastellut, millainen tilinpäätösinformaation laatu on eri maissa (Lindahl & Shadéwitz 2013). Kuten tuloksenjärjestelyn tarkastelun yhteydessä huomattiin, yksi näkökulma, josta tilinpäätösinformaation laatua voidaan arvioida, on se, kuinka paljon yritysjohto järjestee yrityksen tulosta. Toisaalta aikaisemmassa tutkimuksessa tilinpäätösinformaation laatua on arvioitu myös sen perusteella, kuinka konservatiivista taloudellinen raportointi on (ks. esim. Ruch & Taylor 2015). Erilaisten institutionaaliseen ympäristöön liittyvien tekijöiden on katsottu vaikuttavan siihen, millainen on tilinpäätösinformaation laatu eri maissa.

Leuz ym. (2003) tutkivat sijoittajansuojan ja tuloksenjärjestelyn välistä yhteyttä. He odottavat, että korkea sijoittajansuoja rajoittaa sisäpiirin epäedullisen käyttäytymisen todennäköisyyttä ja lieventää yritysjohton motiivia tuloksenjärjestelyyn. Heidän empiiriset tulokset tukevat väitettä ja viittaavat siihen, että sijoittajansuojalla on tärkeä rooli tuloksenjärjestelyä lieventävänä tekijänä. Heidän tulosten mukaan tuloksenjärjestelyä ilmenee vähemmän maissa, joissa on kehittyneet oman pääoman markkinat, hajautunut omistus, korkea sijoittajansuoja sekä korkeampi lakien täytäntöönpanon aste.

Burgstahler ym. (2006) tutkivat, miten pääomamarkkinat ja institutionaaliset tekijät muokkaavat yritysten motiiveja raportoida tulosta. Kirjanpitostandardit sisältävät usein mahdollisuuden johdon harkinnalle, jolloin Burgstahlerin ym. (2006) näkemyksen mukaan institutionaalinen ympäristö saattaa vaikuttaa johdon taloudelliseen raportointiin liittyviin päätöksiin. He arvioivat tilinpäätösinformaation laatua sillä, kuinka paljon yri-

tysten tilinpäätökset sisältävät tuloksenjärjestelyä. Heidän tulostensa mukaan tuloksenjärjestelyä ilmenee enemmän maissa, joissa on heikommat oikeusjärjestelmät ja alhaisempi lakien täytäntöönpanon aste. Vastaavasti tilinpäätösinformaation todetaan olevan laadukkaampaa maissa, joissa on isot ja kehittyneet omanpääoman markkinat.

Lindahl ja Schadéwitz (2013) jokseenkin kritisoivat La Portan ym. (1998) käyttämää oikeusjärjestelmäryhmittelyä. He kyseenalaistavat aikaisemmassa kirjallisuudessa esiintyvää keskeistä oletusta, jonka mukaan tapaoikeuden maissa tilinpäätösinformaation laatu on parempi kuin säädösoikeuden maissa. Ensimmäiseksi Lindahl ja Schadéwitz (2013) kysyvätkin, onko oikeusjärjestelmiä mielekästä jaotella erilaisiin ryhmiin ja pystytäänkö ryhmittelyn avulla selittämään tilinpäätösinformaation laadullisia eroja maiden välillä. Toiseksi heidän mukaan tulisi miettiä, ottaako ryhmittely tarpeeksi huomioon ryhmän sisäisiä eroja tai antaako maiden karkea jaottelu erilaisiin ryhmiin liian epätarkan arvion. Kolmanneksi he huomauttavat, että keskeistä olisi myös arvioida sijoittajainsuojan merkitystä tilinpäätösinformaation laatua tarkastellessa, sillä aikaisemmassa kirjallisuudessa sijoittajainsuojalla on ollut keskeinen asema. Heidän analyysinsä perusteella aikaisempi kirjallisuus ei tarjoa riittävästi näyttöä siitä, että maan oikeusperinteellä olisi vaikutusta tilinpäätösinformaation laatuun. He esittävät, että tilinpäätösinformaation laatuun vaikuttaisivat myös muut institutionaaliset tekijät.

Myös Filip ym. (2015) tutkivat, miten maan oikeusperinne vaikuttaa tilinpäätösinformaation laatuun. Heidän tutkimusasetelmansa on hieman aikaisemmasta kirjallisuudesta poikkeava. He keskittyvät tutkimuksessaan ainoastaan ranskalaisen säädösoikeuden ja tapaoikeuden vertailemiseen, koska heidän tutkimuskohteena olevassa Kanadassa esiintyy molempia oikeusperinteitä samanaikaisesti. Filipin ym. (2015) mukaan Kanadassa markkinoita säädellään enemmänkin maakunnallisella kuin kansallisella tasolla. Hieman vastoin aikaisempia tutkimustuloksia he raportoivat, että ranskalaisen säädösoikeuden vaikutuksen alaiset yritykset julkaisevat laadukkaampaa taloudellista informaatiota. He korostavatkin, että laillisen raportointiympäristön ja tilinpäätösinformaation laadun suhde ei välttämättä ole aivan niin yksiselitteinen, kuin aikaisemmassa kirjallisuudessa on todettu. Myös he näkevät, että säädösoikeuden ja tapaoikeuden vastakkain asettelua sekä perinteistä oikeusjärjestelmien ryhmittelyä olisi ehkä syytä tarkastella uudelleen.

2.8 Tutkimushypoteesin muodostaminen

Aikaisemman kirjallisuuden perusteella voidaan siis todeta, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteys ei välttämättä ole aivan yksiselitteinen. Täten on tärkeää tutkia, millaiset tekijät mahdollisesti vaikuttavat osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen. Vaikka suuressa osassa aikaisemmista osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen liittyvistä tutkimuksista on löydetty näyttöä siitä, että osingonjako olisi yksi tuloksenjärjestelyn ajureista (ks. esim. Liu & Espahbodi 2014; Kasanen ym. 1996), lähdetään tässä tutkielmassa liikkeelle oletuksesta, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteys olisi negatiivinen. Tätä tukee myös se, että osingonjaon ja tilinpäätösinformaation laadun yhteyttä tarkasteleva tutkimus on löytänyt viitteitä siitä, että osingonjako olisi yhteydessä laadukkaampaan tilinpäätösinformaatioon. Aikaisemmin ei varsinaisesti kuitenkaan ole tutkittu sitä, millainen vaikutus yrityksen institutionaalisella ympäristöllä on osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen.

Aikaisemmassa institutionaaliseen ympäristöön ja sen tekijöihin liittyvässä tutkimuksessa on löydetty viitteitä siitä, että yrityksen institutionaalisella ympäristöllä on vaikutusta yrityksen taloudelliseen raportointiin. Perinteisesti vallalla on ollut käsitys, jonka mukaan maissa, joissa vallitsee tapaoikeus ja sijoittajansuoja sekä lakien täytäntöönpanon aste ovat korkeampia, tilinpäätösinformaatio on laadukkaampaa. On myös esitetty, että maissa, joissa on kehittyneet ja laajat omanpääoman markkinat, tilinpäätösinformaatio olisi laadukkaampaa. (Ks. esim. Burgstahler ym. 2006; Leuz ym. 2003; La Porta ym. 1998.) Jos tilinpäätösinformaatio on laadukasta, voitaisiin tällöin olettaa, että tuloksenjärjestelyä ilmenee vähemmän (ks. esim. Lo 2008; Scott 2003, 368).

Tämän tutkielman kohteena on isobritannialaisia ja suomalaisia pörssiyrityksiä. Tutkielman tarkoituksena on vertailla osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä erilaisissa institutionaalisissa ympäristöissä. Institutionaaliseen ympäristöön liittyvien tekijöiden tarkastelun yhteydessä huomattiin, että näiden kahden maan välillä institutionaalisissa ympäristöissä on eroavaisuuksia. Koska Iso-Britanniassa oikeusperinteen voidaan katsoa pohjautuvan tapaoikeuteen, siellä on laajat ja kehittyneet omanpääoman markkinat sekä korkeampi sijoittajansuoja ja lain täytäntöönpanon aste, voidaan odottaa, että Iso-Britan-

niassa pörssiyhtiöiden keskuudessa ilmenee vähemmän tuloksenjärjestelyä kuin suomalaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa. Suomessa oikeusperinne pohjautuu pohjoismaalaiseen säädösoikeuteen ja rahoitusmarkkinoiden on katsottu olevan enemminkin pankki-keskeiset, jolloin Suomessa osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn negatiivinen yhteys ei välttämättä ole yhtä voimakas kuin isobritannialaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa. Tämän perusteella voitaisiin siis odottaa, että institutionaalisella ympäristöllä olisi siten vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen. Tämän tutkimuksen hypoteesi voidaan kirjoittaa seuraavaan muotoon:

H₁: Osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn välinen negatiivinen yhteys on voimakkaampi isobritannialaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa kuin suomalaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa.

Hypoteesia voitaisiin kuitenkin kyseenalaistaa muutamista eri näkökulmista. Ensinnäkin osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteydestä ei olla täysin yksimielisiä. Osa aikaisemmasta tutkimuksesta on myös löytänyt viitteitä osingonjakolähtöisestä tuloksenjärjestelystä. Muun muassa Kasanen ym. (1996) ovat esittäneet empiiristä näyttöä osingonjakolähtöisestä tuloksenjärjestelystä nimenomaan suomalaisilla markkinoilla. Tosin heidän tutkimuksen kannalta monet keskeiset tekijät, kuten pörssiyhtiöiden soveltamat tilinpäätösstandardit, ovat muuttuneet vuosien kuluessa. Toiseksi Lindahl ja Schadéwitz (2013) myös arvostelevat sitä, onko erilaisten oikeusjärjestelmien jaottelu oikeusperinteiden perusteella erilaisiin ryhmiin edes mielekäästä. Heidän mukaansa aikaisempi kirjallisuus ei tarjoa tarpeeksi näyttöä siitä, että maassa vallitsevalla oikeusperinteellä olisi ylipäätään vaikutusta tilinpäätösinformaatioon tai sen laatuun. Tässä tutkielmassa kuitenkin vertailaan vain kahta maata, joiden institutionaaliset ympäristöt ovat erilaisia myös muista näkökulmista kuin oikeusperinteen näkökulmasta. Kolmanneksi Hyytisen ym. (2003) mukaan institutionaaliset tekijät, kuten sijoittajansuojan voimakkuus ja pääomamarkkinoiden keskeisyys, ovat Suomessa muuttaneet muotoaan kohti isobritannialaista mallia. Täten on mahdollista, että tässä tutkielmassa kohteena olevien maiden väliltä mahdollisesti löydettävät erot eivät välttämättä ole kovin voimakkaita.

3 TUTKIELMAN EMPIIRISEN OSION AINEISTO JA MENETELMÄT

Tässä luvussa perehdytään tutkielmassa käytettyyn aineistoon ja tutkimusmenetelmiin. Ensiksi kuvataan aineiston valintaan ja keräämiseen liittyvää prosessia. Sitten tarkastellaan, miten tuloksenjärjestelyä on tutkittu ja mitattu aikaisemmassa tutkimuksessa, ja valitaan tässä tutkielmassa käytetty menetelmä. Sen jälkeen perehdytään lyhyesti regressioanalyysin peruseräiteisiin. Lopuksi esitellään tässä tutkielmassa hypoteesin testauksessa käytettävä regressiomalli sekä määritetään ja kuvataan regressiomallissa käytettävät muuttujat.

3.1 Aineiston valinta ja keruu

Tutkimushypoteesin testaamista varten kerättiin aineisto, joka koostuu kahdesta otoksesta. Toinen otos kerättiin suomalaisista pörssiyrityksistä ja toinen isobritannialaisten pörssiyrityksien keskuudesta. Suomalaisten pörssiyrityksien osalta alustava aineisto koostui vuonna 2012 ja 2014 Helsingin pörssiin listatuista yritysistä. Nasdaq OMX:n tietojen mukaan Helsingin pörssiin oli listautunut vuoden 2012 lopussa 122 yritys ja vuoden 2014 lopussa 123 yritys. Kauppalehden www-sivuilta löytyvän historiatietohaun avulla pystyttiin tuottamaan listaus yritysistä, jotka oli noteerattu Helsingin pörssissä vuosien 2012 ja 2014 lopussa. Saaduista listauksista poistettiin ensin First North -noteeratut yritys ja vaihtoehtoiset osakesarjat, jonka jälkeen saatiin Nasdaq OMX:n tietojen mukainen listaus Helsingin pörssissä listatuista yritysistä. Isobritannialaisten pörssiyrityksien osalta alustava aineisto muodostettiin käyttämällä koko populaation eli kaikkien Lontoon pörssiin listautuneiden yritysien sijaan otoksena MSCI United Kingdom Small Cap -indeksiin sisältyviä yritysistä (MSCI). Kyseinen indeksi valittiin, jotta aineiston käsittely olisi helpompaa, mutta otos olisi silti riittävässä määrin vertailukelpoinen suomalaisista pörssiyritysistä koostuvan otoksen kanssa. Aineiston muodostamiseen liittyvät vaiheet on esitetty tiivistetysti taulukossa 1.

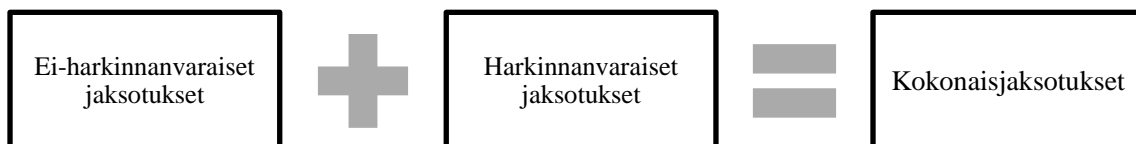
TAULUKKO 1 - Aineiston muodostaminen ja siihen liittyvät rajaukset			
	2012	2014	Yht.
Tarkasteltavat yhtiöt (suomalaiset)			
Helsingin pörssiin listatut yhtiöt	122	123	245
- Ulkomaiset yhtiöt	3	4	7
- Rahoitus- ja vakuutusalan yhtiöt	14	15	29
- Puutteelliset tiedot	22	23	45
Suomalaiset yhtiöt (Otos A)	83	81	164
Tarkasteltavat yhtiöt (isobritannialaiset)			
MSCI United Kingdom Small Cap -indeksin yhtiöt	241	241	482
- Ulkomaiset yhtiöt	13	13	26
- Rahoitus- ja vakuutusalan yhtiöt	47	47	94
- Puutteelliset tiedot tai yhtiön tietoja ei ollenkaan saatavilla kyseiseltä vuodelta	61	61	122
Isobritannialaiset yhtiöt (Otos B)	120	120	240
Koko aineisto	203	201	404

Kun sekä suomalaisten että isobritannialaisten pörssiyhtiöiden alustavat listaukset olivat valmiina, tehtiin aineistoon vielä muutamia rajauksia. Ensiksi lopullisen aineiston ulkopuolelle rajattiin yhtiöt, joiden pääkonttori oli muualla kuin Suomessa tai Iso-Britanniassa, koska tutkimuksen tarkoituksena on vertailla juuri suomalaisen ja isobritannialaisen institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen. Lisäksi listauksista poistettiin vielä rahoitus- ja vakuutusalan yhtiöt, sillä niiden toiminta ja taloudellinen raportointi eroavat jokseenkin muista toimialoista. Tämän jälkeen suoritettiin varsinainen aineiston keruu hyödyntämällä Thomson Reutersin tarjoamaa Datastream-palvelua. Kaikki tämän tutkielman tutkimushypoteesia testaavaan regressiomalliin tarvittavat muuttujat tai niiden muodostamiseen tarvittavat tiedot saatiin joko Worldscope- tai Datastream-tietokannasta.

Aineiston keruun yhteydessä otoksista jouduttiin karsimaan yhtiöitä vielä puutteellisten tietojen vuoksi. Jotta yhtiö voitiin ottaa mukaan tarkasteluun, tuli yhtiöstä olla saatavilla sekä tuloksenjärjestelyn mittaamiseen tarvittavat tiedot että varsinaiseen hypoteesia testaavaan regressiomalliin sisältyvien muuttujien muodostamiseen tarvittavat tiedot. Lopujen lopuksi suomalaisista pörssiyhtiöistä koostuvan otoksen suuruudeksi muodostui 164 yritysvuotta. Vastaavasti isobritannialaisista pörssiyhtiöistä koostuvan otoksen kooksi muodostui 240 yritysvuotta. Koko aineistoon sisältyy täten 404 yritysvuotta.

3.2 Tuloksenjärjestelyn mittaaminen

Vaikka tuloksenjärjestelyä voidaan toteuttaa sekä kirjanpidollisin että reaalisin keinoin, on aikaisemmassa tutkimuksessa usein keskitytty tarkastelemaan juuri kirjanpidollisten keinojen ja nimenomaan jaksotusten avulla tapahtuvaa tuloksenjärjestelyä. Kun tarkastellaan tuloksenjärjestelyä jaksotusten avulla, pyritään tilikauden tuloksesta erottamaan harkinnanvarainen osuus, joka on yritysjohton muokattavissa. Osa malleista, joilla pyritään mittaamaan tätä harkinnanvaraista komponenttia, on hyvin yksinkertaisia, ja osa taas on hieman monimutkaisempia. Yksinkertaisissa malleissa harkinnanvaraisia jaksotuksia arvioidaan kokonaisjaksotuksien avulla ja monimutkaisemmissa malleissa kokonaisjaksotuksista pyritään erottamaan harkinnanvarainen ja ei-harkinnanvarainen komponentti. (Dechow ym. 1995.) Koska harkinnanvaraisia jaksotuksia ei pystytä määrittelemään yksiselitteisesti, joudutaan tuloksenjärjestelyn mittaamisessa käyttämään arvioita (Scott 2015, 452). Seuraavaksi käydään lyhyesti läpi muutama yleisesti tunnettu malli, jonka avulla tuloksenjärjestelyä on mitattu aikaisemmissa tutkimuksissa. Kokonaisjaksotuksien jakautumista ei-harkinnanvaraiseen ja harkinnanvaraiseen komponenttiin on kuvattu kuviossa 3.



Kuvio 3 Kokonaisjaksotusten jakautuminen ei-harkinnanvaraiseen ja harkinnanvaraiseen komponenttiin

Healyn (1985) urauurtavassa tutkimuksessa tarkastellaan johdon bonusjärjestelmiä tuloksenjärjestelyn motiivina. Hän olettaa, että johto käyttää nimenomaan jaksotuksia tuloksenjärjestelyn keinona. Koska tutkijalla on harvoin mahdollisuus analysoida tutkimuksen kohteena olevan yhtiön kirjanpitoa, Healy käyttää kokonaisjaksotuksia arviona harkinnanvaraisista jaksotuksista. Kokonaisjaksotukset skaalataan taseen loppusummalla, jotta eri suuruisia yhtiöitä voidaan vertailla keskenään. Dechow ym. (1995) mukaan Healyn (1985) tutkimus eroaa muista tuloksenjärjestelyyn liittyvistä tutkimuksista

siinä, että hän olettaa tuloksenjärjestelyä ilmenevän systemaattisesti jokaisella tilikaudella. Jos kokonaisjaksotuksia käytetään arviona harkinnanvaraisten jaksotusten määrästä, altistutaan helposti mittavirheelle, sillä ei-harkinnanvaraisten jaksotusten määrä todennäköisesti korreloi tilikauden tuloksen kanssa.

Toinen käytetty malli on DeAngelon (1986) malli, jossa käytetään edellisen tilikauden kokonaisjaksotuksia arviona harkinnanvaraisista jaksotuksista. Tässäkin mallissa kokonaisjaksotukset skaalataan taseen loppusummalla. Dechow ym. (1995) mukaan se voidaan nähdä muunneltuna versiona Healyn (1985) mallista, sillä ainoana erona on, että kokonaisjaksotukset määritetään edellisen tilikauden perusteella. DeAngelon (1986) malliin liittyy vastaavia metodologisia ongelmia kuin Healyn (1985) malliin. Kaplan (1985) huomauttaa, että jaksotusten kirjaamisen luonteen vuoksi ei-harkinnanvaraisten jaksotusten määrän tulisi vaihdella riippuen muutoksista taloudellisissa olosuhteissa. Jos taloudellisten olosuhteiden muutosten vaikutusta ei-harkinnanvaraisiin jaksotuksiin ei voida mallintaa, voi tämä aiheuttaa virhettä tuloksenjärjestelyn mittaamisessa.

Myöhemmin Jones (1991) kehitti kehittyneemmän tavan arvioida harkinnanvaraisia jaksotuksia. Malli pyrkii kontrolloimaan taloudellisissa olosuhteissa tapahtuneiden muutosten vaikutuksia ei-harkinnanvaraisiin jaksotuksiin. Se pyrkii myös erottelemaan kokonaisjaksotukset ei-harkinnanvaraiseen ja harkinnanvaraiseen komponenttiin. Jonesin mallin regressioyhtälön avulla ei-harkinnanvaraisia jaksotuksia voidaan arvioida seuraavasti (kaava 1):

$$(1) \quad NDA_t = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta REV_t) + \alpha_3 (PPE_t)$$

, jossa

$$\begin{aligned} \Delta REV_t &= \text{myyntitulot ajanhetkellä } t \text{ vähennettynä myyntituloilla} \\ &\quad \text{ajanhetkellä } t-1 \text{ skaalattuna ajanhetken } t-1 \text{ taseen} \\ &\quad \text{loppusummalla} \\ PPE_t &= \text{käyttöomaisuus ajanhetkellä } t \text{ skaalattuna ajanhetken } t-1 \\ &\quad \text{taseen loppusummalla} \\ A_{t-1} &= \text{taseen loppusumma ajanhetkellä } t-1 \end{aligned}$$

Muuttujan ΔREV_t tarkoituksena on kontrolloida lyhytaikaisten varojen ja velkojen ei-harkinnanvaraisia jaksotuksia, sillä ne riippuvat muutoksista liiketoiminnassa. Lisäksi muut-

tuja PPE_t kontrolloi poistojen ei-harkinnanvaraista komponenttia, sillä poistojen kokonaismäärään vaikuttaa myös se, paljonko yritys ylipäätään tekee investointeja käyttöomaisuuteen. (Scott 2015, 453.) Ei-harkinnanvaraisten jaksotusten määrää (NDA_t) on usein mitattu kokonaisjaksotusten määrällä, esimerkiksi vähentämällä oikaistusta tilikauden tuloksesta liiketoiminnan kassavirta (ks. esim. Dechow ym. 1995). Yleisesti ottaen katsotaan, että nimenomaan harkinnanvaraiset jaksotukset viittaavat tuloksenjärjestelyyn. Jonesin mallissa harkinnanvaraisten jaksotuksien määrää arvioidaan regressiomallin jäännöstermin avulla. Toisin sanoen tuloksenjärjestelyä voidaan katsoa olevan se osa jaksotuksista, mitä Jonesin malli ei pysty selittämään ei-harkinnanvaraisiksi jaksotuksiksi.

Alkuperäiseen Jonesin malliin liittyy kuitenkin eräs metodologinen ongelma. Yritysjohto pystyy nimittäin käyttämään harkintaansa myös myyntitulojen jaksottamiseen. Täten myyntitulojen jaksottamiseen liittyvää harkinnanvaraisuutta tulisi jotenkin kontrolloida arvioitaessa ei-harkinnanvaraisten jaksotusten määrää. Niin kutsuttuun muunneltuun Jonesin malliin on lisätty yksi muuttuja, jolla pyritään eliminoimaan harkinnanvaraisten jaksotusten mittaamiseen liittyvä virhe, kun yritysjohto käyttää harkintaansa myös myyntitulojen jaksottamisessa. Mallin regressioyhtälö on seuraavanlainen (kaava 2):

$$(2) \quad NDA_t = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) + \alpha_3 (PPE_t)$$

, jossa

ΔREC_t = nettosaamiset ajanhetkellä t vähennettynä nettosaamisilla ajanhetkellä t-1 skaalattuna ajanhetken t-1 taseen loppusummalla

Muut muuttujat ovat vastaavat kuin alkuperäisessä Jonesin mallissa. Ainoa muunnos alkuperäiseen Jonesin malliin on siis se, että myyntitulojen muutosta oikaistaan saamisten muutoksella. Jonesin mallista ja sen muunnelmasta on käytännössä tullut yleisesti hyväksytty tapa arvioida harkinnanvaraisia jaksotuksia (Scott 2015, 453). Tämän vuoksi tässä tutkielmassa tuloksenjärjestelyä mitataan niin kutsutun muunnellun Jonesin mallin avulla.

3.3 Regressioanalyysi

Institutionaalisen ympäristön mahdollista kausaalista vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen sekä tämän mahdollisen vaikutuksen voimakkuutta voidaan tutkia monimuuttujaregression avulla. Regressioanalyysin etuna on, että sen avulla voidaan tutkia yhtäaikaisesti monen selittävän muuttujan vaikutusta selitettävään muuttujaan. Tuloksien perusteella on mahdollista saada tietää, mikä on yksittäisen selittävän muuttujan vaikutuksen osuus silloin, kun muiden selitettävään muuttujaan vaikuttavien tekijöiden vaikutus on otettu huomioon. (Baddeley & Barrowclough 2009 121.) Heikkilän (2014, 222) mukaan regressioanalyysi voidaan määritellä tilastolliseksi menetelmäksi, jolla haetaan parasta mahdollista selittävien muuttujien yhdistelmää ennustettaessa yhtä selitettävää muuttujaa.

Lähtökohtaisesti regressioanalyysissä tulee käyttää välimatka- tai suhdeasteikkotason muuttujia. Jos järjestys- tai nominaaliasteikollisista muuttujista muodostetaan niin kutsuttuja dummy-muuttujia, myös ne kelpaavat. (Heikkilä 2014, 222.) Dummy-muuttujaksi kutsutaan sellaista muuttujaa, jonka on mahdollista saada vain kaksi eri arvoa. Käytännössä nämä mahdolliset arvot ovat nolla ja yksi. Tässä tutkielmassa monimuuttujaregressioanalyysi suoritetaan lineaariseen malliin perustuvaa OLS-regressioanalyysiä hyödyntämällä. OLS-regressiomalli pohjautuu pienimmän neliösumman menetelmään, ja se on saanut nimensä tavasta, jolla regressiosuora muodostetaan. Menetelmä perustuu siihen, että havaintopisteiden suorasta laskettujen etäisyyksien neliöiden summaa pyritään minimoimaan. (Heikkilä 2014, 223.) Regressiosuora voidaan esittää yhtälömuodossa seuraavasti (kaava 3):

$$(3) \quad y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \epsilon$$

Mallissa y on selitettävä muuttuja, β_0 on vakiotermi, joka kertoo regressiosuoran ja y -akselin leikkauspisteen, β_1 on selittävän muuttujan kerroin, ja x_1 on selittävä muuttuja. Selittävän muuttujan kerrointa kutsutaan regressiokertoimeksi, ja se kertoo, kuinka paljon selitettävä muuttuja y muuttuu, kun selittävä muuttuja x_1 kasvaa yhden yksikön verran. Jäännöstermi eli residuaali ϵ kuvaa mallissa esiintyvää satunnaisvaihtelua eli virheen suuruutta. Käytännössä se on se osa y :n arvosta, jota malli ei pysty ennustamaan. Tilastollisia

testejä tehtäessä olennaista on myös pystyä arvioimaan mallin hyvyttä. Käytännössä mallin hyvyttä voidaan arvioida sen selitysasteen perusteella. Selitysaste ilmaisee, kuinka suuri osa selitettävän muuttujan y vaihteluista voidaan selittää selittävän muuttujan avulla. Mallista riippuen selittäviä muuttujia voi myös olla useita. Tällöin puhutaan niin kutsutusta monimuuttujaregressiomallista. Käytännössä erona monimuuttujaregressiomallin ja perinteisen regressiomallin välillä on selittävien muuttujien ja tuntemattomien kertoimien määrä. (Heikkiä 2014, 223.)

3.4 Muuttujien määrittäminen

Kuten edellä todettiin, tuloksenjärjestelyn mittarina käytetään harkinnanvaraisia jaksotuksia, joita mitataan muunnellun Jonesin mallin residuaalien avulla. Kun harkinnanvaraiset jaksotukset on määritetty, tulee muodostaa myös toinen regressioyhtälö tutkimushypoteesin testaamista varten. Institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn väliseen yhteyteen tutkitaan tässä tutkielmassa hyödyntämällä Hen ym. (2017) kehittämää regressiomallia. Kyseinen malli on pohjana sekä tutkimushypoteesia testaavassa mallissa että mallissa, jonka avulla osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä voidaan tarkastella erikseen suomalaisten ja isobritannialaisten pörssiyritysten keskuudessa. Tässä tutkielmassa käytettävät regressiomallit 1 ja 1a on esitetty kaavoissa 4 ja 5. Regressiomallia 1 käytetään siis tutkimushypoteesin testaamiseen. Regressiomallia 1a käytetään osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyden tarkastelemiseen erikseen suomalaisten pörssiyritysten ja isobritannialaisten pörssiyritysten keskuudessa. Seuraavaksi perehdytään tarkemmin malleissa käytettäviin muuttujiin ja niihin liittyviin oletuksiin.

$$(4) \quad Accr(J)_{t+1} = a + bDiv_t + cFinland_t + dDiv_Finland_t + \sum_i^N e_{it}X_{it} + Fixed\ effects + \epsilon_{t+1} \quad (regressiomalli\ 1)$$

$$(5) \quad Accr(J)_{t+1} = a + bDiv_t + \sum_i^N e_{it}X_{it} + Fixed\ effects + \epsilon_{t+1} \quad (regressiomalli\ 1a)$$

Hen ym. (2017) regressiomallissa yhtälön vasemmalla puolella on selitettävänä muuttujana tuloksenjärjestelyn mittarina käytettävän Jonesin mallin absoluuttisten residuaalien

arvo ajanhetkellä $t+1$. Kuten kolmannen pääluvun toisessa alaluvussa huomattiin, tuloksenjärjestelyn mittaamiselle on olemassa erilaisia tapoja. Tässä tutkielmassa kuitenkin päädyttiin käyttämään tuloksenjärjestelyn mittarina Hen ym. (2017) tutkimuksesta poiketen perinteisen Jonesin mallin tilalla muunnellun Jonesin mallin residuaaleja. Muunnellussa Jonesin mallissa ei-harkinnanvaraisten jaksotusten määrää arvioidaan kokonaisjaksotuksilla, jotka lasketaan vähentämällä oikaistusta tilikauden tuloksesta liiketoiminnan kassavirta. Muunnellun Jonesin mallin residuaalien absoluuttinen arvo kertoo, missä määrin yhtiö ohjaa tulostaan. Oletuksena on, että suurempi absoluuttisten residuaalien arvo viittaa voimakkaampaan tuloksenjärjestelyyn. Muunnellun Jonesin mallin absoluuttisten residuaalien arvoa kuvataan termillä $\text{Accr}(J)_{t+1}$.

Hen ym. (2017) regressiomallin keskeisenä tarkoituksena on kuvata osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn välistä yhteyttä, joten selittävän muuttujan osalta mielenkiinnon kohteena on se, maksaako yhtiö osinkoja vai ei. Täten heidän regressioyhtälönsä oikealla puolella on selittävänä muuttujana dummy-muuttuja Div. Tämä muuttuja saa arvon 1, mikäli yhtiö maksaa tarkastelun kohteena olevana vuonna osinkoja. Muussa tapauksessa muuttuja saa arvon 0. Muuttujaa Div käytetään sellaisenaan regressiomallissa 1 ja 1a. Tutkimushypoteesin mukaisesti oletetaan, että osinkoa jakavat yhtiöt järjestelivät tulostaan vähemmän kuin yhtiöt, jotka eivät jaa osinkoja. Täten muuttujan Div kertoimen b odotetaan olevan negatiivinen.

Koska tämän tutkielman tarkoituksena on kuitenkin tarkastella institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen, muodostetaan regressiomalliin 1 yhtiön kotimaasta, joka viittaa yhtiön institutionaaliseen ympäristöön, ja muuttujasta Div interaktio muuttuja Div_Finland. Tämän muuttujan tarkoituksena on kuvata sitä, selittääkö osingonjaon ja institutionaalisen ympäristön yhteisvaikutus tuloksenjärjestelyä. Div_Finland-muuttujan muodostamista varten perustetaan ensin dummy-muuttuja Finland, joka saa arvon 1, jos yhtiön kotimaa on Suomi, ja muussa tapauksessa arvon 0. Aikaisemman kirjallisuuden pohjalta odotetaan, että isobritannialaisten yhtiöiden keskuudessa ilmenee vähemmän tuloksenjärjestelyä. Muuttujan Finland kertoimen odotetaan siten olevan positiivinen.

Interaktiomuuttujan Div_Finland arvo on muuttujien Div ja Finland tulo. Muuttuja Div_Finland saa siis arvon 1, jos sekä muuttuja Div että muuttuja Finland saa arvon 1.

Muussa tapauksessa Div_Finland-muuttuja saa arvon 0. Käytännössä muuttujan Div_Finland arvo kertoo, onko tuloksenjärjestelyn ilmenemisessä eroa suomalaisten osinkoa jakavien yhtiöiden keskuudessa verrattuna isobritannialaisiin osinkoa jakavien yhtiöihin. Muuttujan Div_Finland etumerkin odotetaan olevan positiivinen, sillä tutkimushypoteesissa oletettiin, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn negatiivinen yhteys on voimakkaampi isobritannialaisten pörssi-yhtiöiden keskuudessa. Täten suomalaisten osinkoa jakavien yhtiöiden keskuudessa odotetaan ilmenevän enemmän tuloksenjärjestelyä.

Jotta regressiomalli olisi mahdollisimman selitysvoimainen, tuloksenjärjestelyä sekä osingonjaon ja institutionaalisen ympäristön vaikutusta ilmentävien muuttujien lisäksi mallissa on myös niin kutsuttuja kontrollimuuttujia, joiden on todettu aikaisemmissa tutkimuksissa vaikuttavan tuloksenjärjestelyn ilmenemiseen (He ym. 2017). Regressioyhtälöissä (kaavat 4 ja 5) yrityskohtaisia kontrollimuuttujia kuvaa termi $\sum_i^N e_{it}X_{it}$. Hen ym. (2017) tutkimuksessa käytetään yhteensä 13 kontrollimuuttujaa, joita muutamien poikkeuksin käytetään myös tämän tutkimuksen kontrollimuuttujina. Seuraavaksi perehdytään niihin hieman tarkemmin.

Hen ym. (2017) regressiomallissa kontrollimuuttujia ovat Jonesin mallin residuaalien absoluuttinen arvo ajanhetkellä t-1 ($Accr(J)_L$), yrityksen koko (MV), vapaa kassavirta (FCF), kirjanpitoarvon ja markkina-arvon suhde (BM), myynnin kasvu ($Sales_g$), yrityksen ikä (Age), velkaantuneisuus (DE), aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet (PPE), kannattavuus (ROA) sekä lähipiiriin omistama osuus yhtiön osakkeista (Chold). Näitä samaisia muuttujia käytetään muuttujaa $Accr(J)_L$ lukuun ottamatta sellaisenaan tässä tutkimuksessa kontrollimuuttujina. Ainoa muutos muuttujaan $Accr(J)_L$ on, että absoluuttisia residuaaleja määritettäessä perinteisen Jonesin mallin tilalla käytetään muunneltua Jonesin mallia.

Edellä mainittujen muuttujien lisäksi He ym. (2017) käyttävät kontrollimuuttujina vielä kolmea dummy-muuttujaa, joista ensimmäinen kertoo, onko yhtiön tilintarkastajana niin kutsuttu Big4-tilintarkastusyhteisö (Big4). Suomalaisen otoksen osalta Big4-muuttujasta muodostuu vakio, joten sitä ei ole mielekäästä käyttää kontrollimuuttujana tässä tutkielmassa. Big4-kontrollimuuttujan tarkoituksena on heijastaa laadukkaan tilintarkastuksen vaikutusta tuloksenjärjestelyyn. Aikaisemmassa tutkimuksessa myös tilintarkastuspalkkioiden määrään on katsottu kertovan laadukkaasta tilintarkastuksesta (ks. esim. Bell,

Landsman & Shackelford 2001). Täten Big4-muuttuja korvataan tässä tutkimuksessa tilintarkastuspalkkioiden luonnollisella logaritmillä (AFEE) ja muuttujan etumerkin odotetaan olevan negatiivinen.

Toinen dummy-kontrollimuuttuja määrittelee, onko yhtiö laskenut liikkeelle ADR-todistuksia (ADR). Kolmas dummy-kontrollimuuttuja määrittää, soveltaako yritys tilinpäätöksissään kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja (IFRS). Euroopan Unionin alueella kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltaminen on pakollista kaikille pörssiyrityksille, joten myös IFRS-muuttujasta muodostuu vakio tässä tutkielmassa käytetyssä aineistossa. Täten IFRS-muuttuja jätetään käytettyjen regressiomallien ulkopuolelle.

Aikaisemmassa kirjallisuudessa on esitetty, että isommissa, vanhemmissa, velkaisemmissa ja kannattavimmissa yhtiöissä sekä yhtiöissä, joiden kirjanpitoarvon suhde markkina-arvoon on korkeampi ja joilla on paljon käyttöomaisuutta, ilmenee vähemmän tuloksenjärjestelyä. Vastaavasti yhtiöt, joilla on korkeampi liikevaihdon kasvu, jotka ovat laskeneet liikkeelle ADR-todistuksia ja joiden lähipiiri omistaa suurimman osa yhtiön osakkeista, ovat taipuvaisempia tuloksenjärjestelyyn (ks. esim. Francis & Wong 2008; Lang, Raedy & Wilson 2006; Becker, DeFond, Jiambalvo & Subramanyam 1998). Tässä tutkielmassa odotetaan, että kontrollimuuttujien vaikutus selitettävään muuttujaan eli tuloksenjärjestelyyn on aikaisempien tutkimustulosten mukainen. Taulukossa 2 on esitetty yhteenveto selitettävän muuttujan, selittävien muuttujien ja kontrollimuuttujien tarkemmista määritelmistä ja datalähteistä.

TAULUKKO 2 - Regressiomallien muuttujat

Muuttuja	Selitys	Datalähde
Accr(J) _{t+1}	Muunnellun Jonesin mallin absoluuttisten residuaalien arvo ajanhetkellä t+1	Worldscope
Div_Finland	Interaktiomuuttuja, joka saa arvon 1, jos muuttujien Div ja Finland tulo on 1	Worldscope, Datastream
Div	Dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, jos yritys maksaa osinkoja ajanhetkellä t	Datastream
Finland	Dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, jos yrityksen kotimaa on Suomi	Worldscope
Accr(J) _{t-1}	Muunnellun Jonesin mallin absoluuttisten residuaalien arvo ajanhetkellä t-1	Worldscope
MV	Yrityksen markkina-arvon luonnollinen logaritmi	Datastream
FCF	Vapaa kassavirta mitattuna tulorahoituksen määrällä ja skaalattuna taseen loppusummalla	Worldscope
BM	Luonnollinen logaritmi yrityksen kirjanpitoarvon suhteesta yrityksen markkina-arvoon	Worldscope
Sales _g	Vuosittainen liikevaihdon kasvu laskettuna kaavalla: liikevaihdon luonnollinen logaritmi ajanhetkellä t jaettuna liikevaihdon luonnollinen logaritmi ajanhetkellä t-1	Worldscope
Age	Vuosien lukumäärä, jolloin yrityksen tietoja on ollut saatavilla Datastream-palvelussa	Datastream
DE	Velan suhde omaan pääomaan	Worldscope
ROA	Pääoman tuotto prosentti	Worldscope
AFEE	Tilintarkastuspalkkioiden luonnollinen logaritmi	Worldscope
ADR	Dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, jos yritys on laskenut liikkeelle ADR-todistuksen	Worldscope
Chold	Lähipiirin omistama osuus yrityksen osakkeista	Worldscope

Kontrollimuuttujien lisäksi He ym. (2017) pyrkivät ottamaan regressiomallissaan huomioon tarkasteltavaan vuoteen, yhtiön kotimaahan ja toimialaan liittyvät kiinteät vaikutukset (Fixed effects). Myös tässä tutkielmassa näitä vaikutuksia pyritään ottamaan huomioon. Tarkasteltavaan vuoteen liittyviä kiinteitä vaikutuksia pyritään kontrolloimaan lisäämällä regressiomalleihin dummy-muuttuja Y2014, joka saa arvon 1, jos tarkasteltavana vuotena on vuosi 2014, ja muussa tapauksessa arvon 0. Regressiomallissa 1, jossa testataan yhtiön institutionaalisen ympäristön vaikutuksia osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen, yhtiön kotimaa tulee regressioon mukaan edellä esiteltyjen muuttujien Finland ja Div_Finland kautta. Yhtiön kotimaahan liittyviä kiinteitä vaikutuksia ei ole tarpeen ottaa huomioon regressiomallissa 1a, sillä mallia käytetään vain, kun tarkastellaan osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä ainoastaan suomalaisten tai isobritannialaisten yhtiöiden keskuudessa.

Jotta toimialaan liittyviä kiinteitä vaikutuksia pystyttäisiin ottamaan huomioon, on aineistoon sisältyvät yhtiöt luokiteltu toimialoihin Kauppalehden sivuilta löytyvän toimialajajottelun mukaisesti. Toimialoja on yhteensä yhdeksän kappaletta: Kulutuspalvelut, Kulutustavarat, Perusteollisuus, Teknologia, Teollisuuspalvelut ja -tuotteet, Terveystieteidenhuolto, Tietoliikennepalvelut, Yleishyödylliset palvelut sekä Öljy ja kaasu. Regressiomalleihin lisätään kahdeksan toimialaan liittyvää dummy-muuttujaa, jotka saavat arvon 1, jos yhtiö toimii kyseisellä toimialalla, ja muussa tapauksessa arvon 0. Toimiala, jolle ei muodosteta dummy-muuttujaa, toimii niin sanotusti vertailukohteena muille toimialoille. Kyseinen toimiala on Kulutustavarat. Se on valittu vertailemalla selitettävän muuttujan eli muunnellun Jonesin mallin absoluuttisten residuaalien keskiarvoa toimialojen välillä. Kulutustavarat-toimialalla selitettävän muuttujan keskiarvo on pienin, mikä viittaa siihen, että toimialalla ilmenee muunnellun Jonesin mallin residuaaleina mitattuna vähiten tuloksenjärjestelyä. Siten tässä tutkielmassa sitä voidaan pitää niin sanotusti normaalina toimialana, jolla yhtiöt raportoivat tuloksenjärjestelyllä mitattuna keskimäärin kaikista neutraaleimman tuloksen.

4 EMPIIRISET TULOKSET

Tässä luvussa esitellään tutkimuksen empiiriset tulokset. Ensiksi perehdytään kuitenkin aineiston kuvailevaan analyysiin. Sitten tarkastellaan muuttujien välistä korrelaatiota ja esitellään regressioanalyysin tulokset. Lopuksi kerrotaan vielä robustisuus-testauksien tuloksista.

4.1 Aineiston kuvaus

Ennen kuin varsinaisesti perehdytään tutkimustuloksiin, kuvaillaan empiirisessä testauksessa käytettyä aineistoa. Aineiston keskeisiä ominaisuuksia on esitetty toimialoittain taulukossa 3. Yksittäisten yhtiöiden lukumäärä, osinkoa maksavien yhtiöiden osuus ja muunnellun Jonesin mallin absoluuttisten residuaalien keskiarvo on kerrottu erikseen suomalaisten pörssiyritysten (otos A) ja isobritannialaisten pörssiyritysten (otos B) osalta.

TAULUKKO 3 - Aineiston keskeiset ominaisuudet toimialoittain

Toimiala	Yhtiöiden lkm		Osinkoa jakavien yhtiöiden osuus		Muunnellun Jonesin mallin absoluuttisten residuaalien keskiarvo	
	Otos A	Otos B	Otos A	Otos B	Otos A	Otos B
Kulutuspalvelut	11 (12,4 %)	29 (23,0%)	81,0 %	81,1 %	0,039	0,031
Kulutustavarat	12 (13,5 %)	16 (12,7 %)	91,7 %	73,3 %	0,031	0,025
Perusteollisuus	7 (7,9 %)	10 (7,9 %)	71,4 %	63,6 %	0,044	0,087
Teknologia	21 (23,6 %)	11 (8,7 %)	60,5 %	76,2 %	0,060	0,043
Teollisuustuotteet ja -palvelut	31 (34,8 %)	39 (31,0 %)	81,8 %	92,1 %	0,047	0,038
Terveydenhuolto	5 (5,6 %)	6 (4,8 %)	62,5 %	45,5 %	0,029	0,040
Tietoliikennepalvelut	1 (1,1 %)	3 (2,4 %)	100,0 %	66,7 %	0,049	0,042
Yleishyödylliset palvelut	1 (1,1 %)	2 (1,6 %)	100,0 %	100,0 %	0,096	0,029
Öljy ja kaasut	0 (0,0 %)	10 (7,9 %)	-	72,7 %	-	0,087
Kaikki toimialat	89 (100 %)	126 (100 %)	76,8 %	80,0 %	0,046	0,043

Teollisuustuotteet ja -palvelut -toimiala muodostaa suurimman toimialan sekä suomalaisten pörssiyhtiöiden (34,8 %) että isobritannialaisten pörssiyhtiöiden (31,0 %) keskuudessa. Suomalaisten pörssiyhtiöiden osalta aineistoon ei sisälly yhtäkään Öljy ja kaasu -toimialan yhtiötä, kun taas isobritannialaisista yhtiöistä tällä toimialalla toimii 7,9 prosenttia yhtiöistä. Öljy ja kaasu -toimialan lisäksi merkittävimmät erot otosten välillä koskevat Kulutuspalvelut- ja Teknologia-toimialoja. Suomalaisista pörssiyhtiöistä merkittävästi suurempi osa toimii Teknologia-toimialalla kuin Kulutuspalvelut-toimialalla. Isobritannialaisten pörssiyhtiöiden osalta tilanne on päinvastainen: 23,0 prosenttia yhtiöistä toimii Kulutuspalvelut-toimialalla ja 7,9 prosenttia Teknologia-toimialalla. Molempien otosten osalta Yleishyödylliset palvelut ja Tietoliikennepalvelut edustavat pienimpiä toimialoja.

Kaiken kaikkiaan 76,8 prosenttia suomalaisista pörssiyhtiöistä ja 80,0 prosenttia isobritannialaisista pörssiyhtiöistä maksaa tässä tutkielmassa tarkastelun kohteena olevina vuosina osinkoja osakkeenomistajilleen. Suomalaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa osinkoja jakavien yhtiöiden osuus on suurin Tietoliikennepalvelut-, Yleishyödylliset palvelut - ja Kulutustavarat-toimialoilla. Tosin Tietoliikennepalvelut- ja Yleishyödylliset palvelut -toimialojen osalta tulee huomioida, että molempiin toimialoihin sisältyy vain yksi tarkasteltava yhtiö. Pienin osinkoja jakavien yhtiöiden osuus otoksessa A on Teknologia- ja Terveystuotteet-toimialoilla. Isobritannialaisten yhtiöiden osalta osinkoja jakavien yhtiöiden osuus on suurin Yleishyödylliset palvelut - ja Teollisuustuotteet ja palvelut -toimialoilla. Otoksen B osalta Terveystuotteet-toimialalla osinkoja jakavien yhtiöiden osuus on selkeästi pienin.

Muunnellun Jonesin mallin absoluuttisten residuaalien keskiarvon on tarkoitus kuvata, paljonko tuloksenjärjestelyä ilmenee sekä suomalaisten että isobritannialaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa. Kaikkien toimialojen osalta otoksen A ja otoksen B välillä keskiarvoissa ei näyttäisi olevan kovinkaan suurta eroa. Toimialakohtaisten keskiarvojen perusteella suomalaisten pörssiyhtiöiden osalta tuloksenjärjestelyä ilmenee eniten Yleishyödylliset palvelut -toimialalla ja vähiten Terveystuotteet -toimialalla. Isobritannialaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa tuloksenjärjestelyä ilmenee eniten Öljy ja Kaasu - sekä Perusteollisuus-toimialoilla ja vähiten Kulutustavarat-toimialalla.

Koko aineistoa koskevat keskeiset tunnusluvut on esitetty taulukossa 4. Jokaisen muuttujan osalta on kerrottu keskiarvo, mediaani, keskihajonta sekä muuttujan minimiarvo ja maksimiarvo. Dummy-muuttujien osalta on kuitenkin esitetty vain keskiarvo, arvon 1 saavien havaintojen lukumäärä sekä arvon 0 saavien havaintojen lukumäärä. Tämän tutkimuksen kannalta mielenkiintoisimmat tiedot liittyvät tuloksenjärjestelyn ilmenemiseen, yhtiön kotimaahan ja siihen, jakaako yhtiö osinkoja vai ei.

TAULUKKO 4 - Aineiston keskeiset tunnusluvut

Havaintojen lukumäärä, n=404

Muuttuja	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	Minimi	Maksimi
Accr(J) _{t+1}	0,044	0,029	0,054	0,000	0,523
Accr(J) _L	0,052	0,030	0,136	0,000	2,262
MV	13,334	13,701	1,516	8,592	16,991
FCF	0,114	0,094	0,194	-0,325	2,819
BM	-0,821	-0,754	0,877	-6,797	1,120
Sales _g	1,006	1,004	0,020	0,910	1,227
Age	22,190	18,000	14,000	1,000	51,000
DE	78,749	45,765	137,536	0,000	1 512,670
PPE	0,253	0,213	0,217	0,002	0,921
ROA	7,341	6,055	17,928	-48,040	269,110
AFEE	6,324	6,411	1,265	0,000	10,082
Chold	24,727	14,955	24,140	0,130	94,150
Muuttuja	Keskiarvo	Arvo "1" (kpl)	Arvo "0" (kpl)		
Div	0,790	318	86		
Finland	0,410	164	240		
Div_Finland	0,031	126	278		
ADR	0,110	43	361		

Ajanhetkellä t+1 tuloksenjärjestelyä ilmentävän muuttujan Accr(J)_{t+1} keskiarvo on 0,044. Muuttujan minimiarvo on 0,000, mikä viittaisi siihen, että joissain yrityksistä tuloksenjärjestelyä ilmenee hyvin vähän tai ei olleenkaan. Taulukosta 4 myös nähdään, että muuttujan Div osalta aineiston kaikista havainnoista 79,0 prosenttia saa arvon 1. Tämä viittaa siihen, että suurin osa aineistoon sisältyvistä yhtiöistä maksaa osinkoja ainakin toisena tarkastelun kohteen olevana tilikautena. Muuttujan Finland osalta 41,0 prosenttia havainnoista saa arvon 1. Koko aineistoon sisältyy siis enemmän isobritannialaisia yhtiöitä.

Kontrollimuuttujien osalta voidaan havaita, että esimerkiksi muuttujan Accr(J)_L arvot vaihtelevat jonkin verran. Kyseisen muuttujan keskiarvo on 0,052 ja vaihteluväli 0,000-

2,262. Myös vapaan kassavirran (FCF) arvot vaihtelevat melko paljon. Keskiarvon ollessa 0,114 muuttujan minimiarvo on -0,325 ja maksimiarvo on 2,262. Lisäksi yhtiöiden kannattavuudessa näyttäisi olevan suuriakin eroja. Kannattavuutta mittaavan muuttujan ROA minimiarvo on -48,040 ja maksimiarvo 269,110 keskiarvon ollessa 7,341. Myös velan suhteessa omaan pääomaan on eroja yhtiöiden keskuudessa. Muuttujan DE keskiarvo on 78,749 ja vaihteluväli 0,000-1 512,670.

Taulukossa 5 vertaillaan vielä muuttujien keskilukuja osinkoa jakavien ja osinkoa ei jakavien yhtiöiden välillä. Jokaisen muuttujan osalta on esitetty havaintojen lukumäärä, keskiarvo, mediaani ja keskihajonta. Näiden kahden ryhmän välillä muuttujien keskiarvojen erojen tilastollista merkitsevyyttä on testattu t-testillä ja mediaaninen erojen tilastollista merkitsevyyttä on testattu Wilcoxonin testillä. T-testin perusteella suurin osa muuttujien keskiarvojen eroista on tilastollisesti merkitseviä tasolla 0,05. Erot muuttujien Finland, DE, PPE ja ADR keskiarvoissa eivät ole tilastollisesti merkitseviä. Myös suurin osa muuttujien mediaanien eroista on tilastollisesti merkitseviä. Ainoastaan erot muuttujien Sales_g, DE ja PPE mediaaneissa eivät ole tilastollisesti merkitseviä. Taulukosta 5 voidaan kuitenkin keskiarvojen perusteella havaita, että osinkoa jakavat yritykset ovat tyypillisesti isompia, vanhempia ja kannattavampia, niillä on isompi vapaa kassavirta ja pienempi liikevaihdon kasvuprosentti. Vastaavia havaintoja on tehty myös Hen ym. (2017) tutkimuksessa. Kuitenkin toisin kuin He ym. (2017) raportoivat, tässä tutkielmassa käytetyn aineiston perusteella näyttäisi siltä, että lähipiirin omistama osuus yhtiön osakkeista olisi suurempi yhtiöissä, jotka eivät jaa osinkoa, kuin osinkoa jakavissa yhtiöissä. Lisäksi osinkoa jakavissa yhtiöissä tilintarkastuspalkkioiden määrä näyttäisi olevan suurempi kuin yhtiöissä, jotka eivät jaa osinkoa.

TAULUKKO 5 - Osinkoa jakavien ja osinkoa ei jakavien yhtiöiden vertailua

Muuttuja	Osinkoa jakavat yhtiöt			Osinkoja ei jakavat yhtiöt			Erojen tilastollinen merkisevyys		
	Havaintojen lkm	Keskisarvo	Mediaani	Havaintojen lkm	Keskisarvo	Mediaani	Keskisarvo	Keskisarvo	Mediaani
Accr(J) _{t+1}	318	0,037	0,026	86	0,072	0,044	0,078	0,000	0,001
Finland	318	0,396	0,000	86	0,442	0,000	0,497	0,452	0,000
Accr(J) _t	318	0,045	0,024	86	0,079	0,049	0,135	0,041	0,001
MV	318	13,569	13,828	86	12,462	12,682	1,741	0,000	0,000
FCF	318	0,123	0,095	86	0,078	0,085	0,107	0,007	0,000
BM	318	-0,881	-0,803	86	-0,600	-0,494	0,841	0,008	0,000
Sales _g	318	1,003	1,004	86	1,015	1,006	0,036	0,005	0,132
Age	318	23,981	20,000	86	15,581	13,500	10,61	0,000	0,000
DE	318	82,375	48,295	86	65,342	34,300	86,457	0,175	0,143
PPE	318	0,245	0,209	86	0,281	0,219	0,258	0,241	0,162
ROA	318	8,569	6,455	86	2,800	3,870	11,171	0,000	0,000
AFEE	318	6,481	6,574	86	5,742	5,748	1,162	0,000	0,000
ADR	318	0,113	0,000	86	0,081	0,000	0,273	0,359	0,006
Chold	318	21,060	11,105	86	38,284	39,015	26,540	0,000	0,000

Jokaisen muuttujan osalta osinkoa jakavien yhtiöiden ja osinkoa ei jakavien yhtiöiden keskiarvojen erojen tilastollista merkisevyyttä on testattu t-testillä ja mediaamien erojen tilastollista merkisevyyttä on testattu Wilcoxonin testillä. Taulukon kahdessa viimeisessä sarakeessa esitetään näihin testeihin liittyvä p-arvot.

4.2 Keskeiset tulokset

Seuraavaksi perehdytään tutkielman varsinaisiin tutkimustuloksiin. Ensin tarkastellaan OLS-regressioanalyysissä käytettävien muuttujien välistä korrelaatiota ja sitten OLS-regressioanalyysin tuloksia. Institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen voidaan alustavasti tarkastella korrelaatioanalyysin avulla mutta varsinaisesti tutkimushypoteesia testataan OLS-regressioanalyysin avulla.

Korrelaatioanalyysin avulla voidaan tutkia muuttujien välisiä riippuvuuksia. Korrelaatiokertoimet kertovat muuttujien välisten riippuvuuksien voimakkuudesta, mutta ne eivät ota kantaa siihen, vallitseeko kahden muuttujan välillä kausaalinen yhteys. Täten korrelaatioanalyysin avulla ei varsinaisesti voida saada vastausta tutkielman tutkimuskysymykseen. Pearsonin korrelaatiokertoimien arvot voivat vaihdella $-1:n$ ja $+1:n$ välillä. Jos kertoimen arvo on lähellä arvoa -1 , muuttujien välillä vallitsee voimakas negatiivinen riippuvuus. Jos taas kertoimen arvo on lähellä arvoa $+1$, muuttujien välillä vallitsee voimakas positiivinen riippuvuus. Mikäli korrelaatiokertoimen arvo on 0 , lineaarista riippuvuutta ei ole olemassa. (Heikkilä 2014, 90-91.) Taulukossa 6 esitetään OLS-regressioanalyysissä käytettyjen muuttujien korrelaatiomatriisi. Siinä kerrotaan muuttujien väliset Pearsonin korrelaatiokertoimet ja siihen on merkitty, mikäli kerroin on tilastollisesti merkitsevä tasolla $0,01$ tai $0,05$.

Tuloksenjärjestelyä mittaavan muuttujan $Accr(J)_{t+1}$ ja osingonjakoa kuvaavan muuttujan Div vallitsee tilastollisesti merkitsevä korrelaatio $0,01:n$ merkitsevyystasolla. Tutkimushypoteesiin sisältyvän oletuksen mukaisesti osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn suhde on negatiivinen, mikä viittaisi siis siihen, että osinkoa jakavat yritykset järjestelisivät tuloaan vähemmän kuin yritykset, jotka eivät jaa osinkoja. Kuitenkin hypoteesin testaamisen kannalta keskeisin muuttuja on $Div_Finland$. Korrelaatioanalyysin perusteella näyttäisi siltä, että yhtiön kotimaan sekä osingonjaon muodostaman interaktiomuuttujan $Div_Finland$ ja tuloksenjärjestelyä ilmentävän muuttujan $Accr(J)_{t+1}$ välillä vallitsisi pieni negatiivinen korrelaatio, mutta korrelaatiokerroin ei ole tilastollisesti merkitsevä. Institutionaalisen ympäristön kausaalista vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen tulee arvioida vielä OLS-regressioanalyysin pohjalta.

TAULUKKO 6 - Korrelaatiomatriisi																
Muuttuja	Accr(J) _{t+1}	Div_Finland	Div	Finland	Accr(J) _L	MV	FCF	BM	Sales _g	Age	DE	PPE	ROA	AFEE	ADR	
Div_Finland	-0,075															
Div	-0,269**	0,350**														
Finland	0,033	0,814**	-0,038													
Accr(J) _L	0,043	0,031	-0,103*	0,122*												
MV	-0,145**	-0,186**	0,299**	-0,437**	-0,106*											
FCF	-0,007	-0,091*	0,095*	-0,176**	-0,027	0,189**										
BM	0,131**	0,226**	-0,131**	0,327**	0,048	-0,347**	-0,568**									
Sales _g	0,024	-0,202**	-0,233**	-0,154**	0,192**	-0,027	0,092	-0,161**								
Age	-0,128**	-0,247**	0,246**	-0,319**	-0,110*	0,265**	-0,063	-0,002	-0,078							
DE	-0,062	-0,074	0,051	-0,068	-0,028	0,056	-0,082	-0,184**	-0,116*	-0,032						
PPE	0,085	-0,064	-0,067	-0,081	-0,025	0,131**	-0,012	0,217**	-0,083*	0,039	0,182**					
ROA	-0,054	-0,077	0,132**	-0,169**	-0,035	0,212**	0,926**	-0,561**	0,111*	-0,002	-0,092	-0,092				
AFEE	-0,072	-0,081	0,240**	-0,186**	-0,061	0,628**	-0,096*	0,029	-0,184**	0,259**	0,216**	-0,014	-0,066			
ADR	0,063	-0,076	0,042	-0,089	0,000	0,286**	-0,057	0,004	-0,017	0,266**	0,096	0,025	-0,060	0,323**		
Chold	0,137**	0,206**	-0,292**	0,436**	0,036	-0,466**	-0,144**	0,250**	-0,038	-0,371**	-0,010	0,076	-0,139**	-0,294**	-0,288*	

Korrelaatiokertoimien tilastollinen merkitsevyys: **Merkitsevä tasolla 0,01 (two-tailed), *Merkitsevä tasolla 0,05 (two-tailed)

Korrelaatioanalyysin avulla voidaan myös tarkastella, vallitseeko selittävien muuttujien tai korrelaatiomuuttujien välillä voimakasta korrelaatiota, mikä voisi aiheuttaa testattavassa regressiomallissa multikollinearisuuteen liittyviä ongelmia. Taulukosta 6 voidaan myös havaita, että muuttujien FCF ja ROA välinen korrelaatiokerroin on 0,926. Koska korrelaatiokertoimen arvo on melko lähellä arvoa 1, saattaa tämä aiheuttaa ongelmia OLS-regressioanalyysin tulosten tulkinnassa (Heikkilä 2014). Multikollinearisuutta tarkastellaan vielä OLS-regressioanalyysin tulosten tarkastelun yhteydessä. Muuttujien FCF ja ROA välinen voimakas korrelaatio otetaan huomioon myös robustisuus-testauksien yhteydessä alaluvussa 4.3.

OLS-regressioanalyysien tuloksia tarkastellaan kahdessa osassa. Ensin tarkastellaan varsinaisen tutkimushypoteesin testausta varten muodostetun regressiomallin 1 tuloksia sekä mallin hyvyttä ja regressiomalliin mahdollisesti liittyvää multikollinearisuutta. Tämän jälkeen analysoidaan vielä regressiomallin 1a avulla osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä erikseen suomalaisten pörssiyhtiöiden ja isobritannialaisten yhtiöiden keskuudessa. Institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen testaavan regressiomallin 1 tulokset on esitetty taulukossa 7.

Tutkimushypoteesiin sisältyy oletus, jonka mukaan osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteys on negatiivinen. Muuttujan Div kerroin kuvaa tuloksenjärjestelyssä ilmenevää eroa osinkoa jakavien yhtiöiden ja osinkoa ei jakavien yhtiöiden välillä. Kertoimen arvo on -0,024, ja se on tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,05. Tulosten perusteella osinkoa jakavat yhtiöt siis järjestelivät tulostaan hieman vähemmän kuin yhtiöt, jotka eivät jaa osinkoja. Institutionaalista ympäristöä kuvaavan muuttujan Finland kerroin on -0,008, mutta se ei ole tilastollisesti merkitsevä. Negatiivinen etumerkki viittaisi siihen, että suomalaisten yhtiöiden keskuudessa tuloksenjärjestelyä ilmenisi vähemmän kuin isobritannialaisten yhtiöiden keskuudessa. Kertoimen arvo on kuitenkin hyvin lähellä arvoa 0 eikä kerroin ole tilastollisesti merkitsevä, joten maiden välillä tuloksenjärjestelyssä ei ole tilastollisesti merkitsevää eroa. Institutionaalisen ympäristön ja osingonjaon yhteisvaikutusta tuloksenjärjestelyyn kuvaavan muuttujan Div_Finland kerroin on 0,000, eikä se ole tilastollisesti merkitsevä. Tämä viittaisi siihen, että osingonjako ja institutionaalinen ympäristö eivät näiden tulosten perusteella yhdessä selitä tuloksenjärjestelyä suomalaisten ja isobritannialaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa. Täten tutkimushypoteesi H_1 ei saa tukea empiirisestä testauksesta ja se hylätään.

Kontrollimuuttujien osalta ainoastaan muuttujien MV, AFEE, $Accr(J)_L$ ja ADR etumerkit ovat aikaisempaan kirjallisuuteen verrattuna odotetun mukaisia. Tämä viittaisi siis siihen, että isoissa yhtiöissä sekä yhtiöissä, joiden tilintarkastuskulut ovat suuret, tuloksenjärjestelyä ilmenee vähemmän. Yhtiöt, joissa on aiemmin ilmennyt tuloksenjärjestelyä ja jotka ovat laskeneet liikkeelle ADR-todistuksia, näyttäisivät olevan taipuvaisempia tuloksenjärjestelyyn. Kontrollimuuttujien Age, DE, ROA ja Chold kertoimet saavat arvon 0,000, joten tämän tutkielman tulosten perusteella niillä ei näyttäisi olevan aikaisemmasta kirjallisuudesta poiketen vaikutusta tuloksenjärjestelyyn. Muuttujien FCF, BM, $Sales_g$ ja PPE kertoimien etumerkit eivät ole odotetun mukaiset. Kaikkien kontrollimuuttujien osalta ainoastaan muuttujan ADR kerroin on kuitenkin tilastollisesti merkitsevä. Täten muuttujan ADR voidaan katsoa vaikuttavan tuloksenjärjestelyn ilmenemiseen, mutta muilla kontrollimuuttujilla ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta.

TAULUKKO 7 - Regressioanalyysi institutionaalisen ympäristön vaikutuksesta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn väliseen yhteyteen

Regressiomalli 1:		$Accr(J)_{t+1} = a + bDiv_t + cFinland + dDiv_Finland_t + \sum_i^N e_{it}X_{it} +$ <i>Fixed effects + ϵ_{t+1}</i>			
Selitettävä muuttuja	Odotettu merkki	Malli 1 $Accr(J)_{t+1}$			
		Kerroin	t-arvo	p-arvo	
Vakio	?	0,207	1,361	0,011	
Selittävät muuttujat					
Div_Finland	+	0,000	0,006	0,995	
Div	-	-0,024	-2,559	0,011	*
Finland	+	-0,008	-0,573	0,567	
Kontrollimuuttujat					
$Accr(J)_L$	+	0,003	0,128	0,898	
MV	-	-0,006	-1,798	0,073	
FCF	-	0,034	0,865	0,387	
BM	-	0,002	0,461	0,645	
$Sales_g$	+	-0,082	-0,574	0,566	
Age	-	0,000	-1,788	0,075	
DE	-	0,000	-0,836	0,404	
PPE	-	0,013	0,849	0,396	
ROA	-	0,000	-0,414	0,679	
AFEE	-	0,001	0,294	0,769	
ADR	+	0,022	2,324	0,021	*
Chold	+	0,000	0,243	0,808	
Havaintojen lkm		404			
R^2		0,162			
Korjattu R^2		0,109			
F-arvo		3,052	**		
Toimialaan liittyvät kiinteät vaikutukset		Kyllä			
Vuoteen liittyvät kiinteät vaikutukset		Kyllä			

t- ja F-arvojen tilastollinen merkitsevyys: **Merkitsevä tasolla 0,01, *Merkitsevä tasolla 0,05

Regressiomallin 1 selityskerroin (R^2) on 0,162. Tämä siis tarkoittaa, että regressiomalli 1 selittää 16,2 prosenttia tuloksenjärjestelyä ilmentävän muunnellun Jonesin mallin absoluuttisten residuaalien arvojen vaihteluista. Mallin selitysvoimaa voidaan tarkastella myös suhteutetun selityskertoimen (korjattu R^2) avulla. Korjattu R^2 ottaa huomioon myös selittävien muuttujien lukumäärän ja on näin luotettavampi indikaattori mallin selitysas- teesta (Heikkilä 2014). Regressiomallin 1 korjattu R^2 on 0,109. Hen ym. (2017) tutki- muksessa regressiomallin, jossa huomioon otettiin koko aineisto ja kaikki muuttujat, kor- jattu R^2 on 0,173. Tässä tutkielmassa mallin selitysas- te jää siis hieman alhaisemmaksi. Myöskään F-arvo (3,052) ei ole kovin korkea, mutta se on kuitenkin tilastollisesti mer- kitsevä tasolla 0,01.

Tutkimushypoteesia testaavan regressiomallin 1 hyvyyden tarkastelun lisäksi on hyvä myös tarkastella mallin selittävien muuttujien ja kontrollimuuttujien multikollineaari- suutta, sillä korrelaatioanalyysin yhteydessä huomattiin, että kahden kontrollimuuttujan FCF ja ROA välillä vallitsi voimakas korrelaatio. Taulukossa 8 on esitetty regressiomal- lissa 1 käytettyjen selittävien muuttujien ja kontrollimuuttujien toleranssit ja VIF-luvut. Fieldin (2009, 242) mukaan muuttujien toleranssien tulisi ylittää arvo ohjearvo 0,2 ja VIF-lukujen ei tulisi ylittää ohjearvoa 10. Selittävien muuttujien osalta muuttujien Div_Finland ja Finland osalta toleranssit eivät ylitä arvoa 0,2 ja VIF-luvut ovat melko korkeita. Div_Finland on kuitenkin interaktiomuuttuja, joka on muodostettu dummy- muuttujien Div ja Finland tulona, joten on luonnollista, että muuttujien Div_Finland ja Finland välillä vallitsee korrelaatio. Lisäksi muuttujien FCF ja ROA toleranssit ovat alle 0,2 ja VIF-luvut melko korkeita. Vaikka tässä tapauksessa VIF-luvut eivät ylitä ohjearvoa 10, otetaan muuttujien FCF ja ROA välinen voimakas korrelaatio huomioon robustisuus- testauksien yhteydessä.

TAULUKKO 8 - Regressiomallin 1 multikollinearisuuden testaus

Selitettävä muuttuja	Accr(J) _{t+1}	
	Toleranssi	VIF
Selittävät muuttujat		
Div_Finland	0,158	6,335
Div	0,426	2,348
Finland	0,153	6,516
Kontrollimuuttujat		
Accr(J) _L	0,897	1,115
MV	0,270	3,706
FCF	0,111	8,969
BM	0,339	2,949
Sales _g	0,766	1,305
Age	0,634	1,578
DE	0,652	1,534
PPE	0,587	1,702
ROA	0,118	8,464
AFEE	0,374	2,674
ADR	0,774	1,293
Chold	0,539	1,855

Taulukossa 9 on vielä esitetty regressiomallin 1a tulokset erikseen otoksen A ja otoksen B osalta. Regressiomallin 1a avulla voidaan vielä tarkastella tuloksenjärjestelyä erikseen suomalaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa ja isobritannialaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa. Sekä otoksen A että otoksen B osalta regressiomallin 1a selitysaste on korjatun R²:n avulla tarkasteltuna hieman korkeampi kuin regressiomallin 1 selitysaste. Molempien otosten osalta F-arvot jäävät melko alhaiseksi, mutta ne ovat tilastollisesti merkitseviä tasolla 0,01.

Ainoastaan suomalaisia pörssiyhtiöitä (otos A) tarkasteltaessa selittävän muuttujan Div kerroin on -0,021. Vaikkakin kertoimen arvo on pieni, merkki on odotetusti negatiivinen. Kerroin ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä, joten tuloksenjärjestelyn ilmenemisessä ei suomalaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa ole eroa osinkoa jakavien yhtiöiden ja osinkoa ei jakavien yhtiöiden välillä. Kontrollimuuttujien osalta muuttujien Accr(J)_L, MV, FCF ja BM kertoimien etumerkit ovat odotetun mukaiset. Tämä viittaisi siihen, että suomalaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa isommat yhtiöt sekä yhtiöt, joilla on isompi vapaa kassavirta ja korkeampi kirjanpitoarvon suhde markkina-arvoon, järjestelevät tulostaan vähemmän. Kuitenkin ainoastaan muuttuja MV on tilastollisesti merkitsevä. Lisäksi näyttäisi siltä, että aikaisemman kirjallisuuden mukaisesti myös aikaisempi tulok-

senjärjestely ja se, onko yritys laskenut liikkeelle ADR-todistuksia, selittää tuloksenjärjestelyn ilmenemistä. Muuttujan $Accr(J)_L$ ja ADR kertoimet eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä. Kontrollimuuttujien Age, DE, ROA, AFEE ja Chold kertoimet ovat 0,000. Tämä viittaisi siihen, että suomalaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa yhtiön iällä, velkaantuneisuudella, kannattavuudella, tilintarkastuspalkkioiden määrällä ja yhtiön lähipiirin omistamalla osuudella yhtiön osakkeista ei olisi vaikutusta tuloksenjärjestelyyn. Muuttujien $Sales_g$ ja PPE kertoimet eivät ole linjassa aikaisemman kirjallisuuden kanssa, mutta ne eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä, joten myös näillä muuttujilla ei näyttäisi olevan vaikutusta tuloksenjärjestelyn ilmenemiseen.

TAULUKKO 9 - Regressioanalyysi osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteydestä

Regressiomalli 1a: $Accr(J)_{t+1} = a + bDiv_t + \sum_i^N e_{it}X_{it} + Fixed\ effects + \epsilon_{t+1}$				
Selitettävä muuttuja	Malli 1a (Otos A) Accr(J) _{t+1}		Malli 1a (Otos B) Accr(J) _{t+1}	
	Kerroin	t-arvo	Kerroin	t-arvo
Vakio	0,315	1,621	-0,105	-0,404
Selittävät muuttujat				
Div	-0,021	-1,953	-0,027	-2,613**
Kontrollimuuttujat				
Accr(J) _L	0,002	0,077	-0,020	-0,323
MV	-0,010	-2,158*	-0,002	-0,290
FCF	-0,045	-0,624	0,083	1,457
BM	-0,005	-0,632	0,009	1,306
Sales _g	-0,155	-0,843	0,171	0,716
Age	0,000	0,575	-0,001	-2,261*
DE	0,000	-2,211*	0,000	-0,033
PPE	0,012	0,468	0,017	0,849
ROA	0,000	0,284	-0,001	-0,901
AFEE	0,003	0,688	0,002	0,531
ADR	0,033	1,862	0,020	1,708
Chold	0,000	0,933	0,000	-1,788
Havaintojen lkm		164		240
R ²		0,247		0,227
Korjattu R ²		0,136		0,148
F-arvo		2,217**		2,984**
Toimialaan liittyvät kiinteät vaikutukset		Kyllä		Kyllä
Vuoteen liittyvät kiinteät vaikutukset		Kyllä		Kyllä

t- ja F-arvojen tilastollinen merkitsevyys: **Merkitsevä tasolla 0,01, *Merkitsevä tasolla 0,05

Taulukosta 9 voidaan myös nähdä, että myös pelkästään isobritannialaisia pörssiyhtiöitä tarkasteltaessa selittävän muuttujan Div kerroin on negatiivinen. Se on myös tilastollisesti merkitsevä tasolla 0,01. Kontrollimuuttujista muuttujien MV, ROA ja Age etumerkit on odotetun mukaiset. Siten aikaisemman kirjallisuuden mukaisesti isobritannialaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa isommat, vanhemmat ja kannattavammat yhtiöt näyttäisivät olevan vähemmän taipuvaisia tuloksenjärjestelyyn. Kuitenkin ainoastaan muuttujan Age

kerroin on tilastollisesti merkitsevä, joten muuttujilla ROA ja Age ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta. Lisäksi näyttäisi siltä, että yhtiöt, joilla on suurempi liikevaihdon kasvu tai jotka ovat laskeneet liikkeelle ADR-todistuksia, ovat taipuvaisempia tuloksenjärjestelyyn. Muuttujien $Sales_g$ ja ADR kertoimet eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä. Kontrollimuuttujien DE ja Chold kertoimet ovat 0,000 ja muiden muuttujien osalta kertoimien etumerkit eivät ole odotetun mukaiset. Näistä minkään muuttujan kerroin ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä.

Kaiken kaikkiaan tutkimushypoteesin H_1 testauksen osalta OLS-regressioanalyysin tulokset viittaavat siis siihen, että suomalaisten ja isobritannialaisten pörssiyritysten välillä osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteydessä ei ole eroa. Käytännössä tämä merkitsee sitä, että näiden tutkimustulosten valossa institutionaalisella ympäristöllä ei ole vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn väliseen yhteyteen. Tutkielman empiiristen tulosten perusteella tutkimushypoteesi H_1 siis hylättiin. Aikaisemmassa tutkimuksessa on kuitenkin löydetty viitteitä siitä, että institutionaalisella ympäristöllä olisi vaikutusta taloudelliseen raportointiin ja tilinpäätösinformaation laatuun (ks. esim. Filip ym. 2015; Burgstahler ym. 2006; Leuz ym. 2003). Täten on hieman yllättävää, että institutionaalisen ympäristön ei havaittu vaikuttavan osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen.

Osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn välinen yhteys näyttäisi kuitenkin olevan negatiivinen viimeisimmän osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä tarkastelevan tutkimuksen mukaisesti (ks. esim. He ym. 2017; Tong & Miao 2011). Tämän tutkielman tulosten perusteella isobritannialaisten osinkoa jakavien yritysten ja osinkoa ei jakavien yritysten välillä tuloksenjärjestelyn ilmenemisessä oli tilastollisesti merkitsevä ero. Kontrollimuuttujien osalta saadut tulokset eroavat jokseenkin aikaisemmista tutkimustuloksista. Regressiomallin 1 osalta ainoastaan neljän kontrollimuuttujan etumerkit olivat odotetun mukaisia ja perinteisesti tuloksenjärjestelyä selittävillä yhtiön ikää, velkaantuneisuutta ja kannattavuutta kuvaavilla muuttujilla ei tutkielman tulosten perusteella ollut vaikutusta tuloksenjärjestelyyn. On otettava kuitenkin huomioon, että ainoastaan yhden kontrollimuuttujan kerroin oli regressiomallissa 1 tilastollisesti merkitsevä, joten tulosten perusteella ainoastaan kontrollimuuttujalla ADR on tilastollisesti merkitsevä vaikutus tuloksenjärjestelyyn.

4.3 Robustisuus-testaus

Tutkielman tutkimustulosten validiteettia testataan vielä suorittamalla muutamia robustisuus-testauksia. Niiden yhteydessä tuloksenjärjestelyä mitataan muunnellun Jonesin mallin residuaalien absoluuttisilla arvoilla, kuten varsinaisissa regressiomalleissa 1 ja 1a. Tutkielman tutkimushypoteesia testataan kuitenkin tekemällä regressiomalliin 1 muutamia muutoksia. Ensin otetaan huomioon tutkimushypoteesia testaavaan regressiomalliin 1 liittyvä mahdollinen multikollinearaisuus. Sitten hypoteesia testataan vielä muokkamalla osingonjaosta kertovaa selittävää muuttujaa.

Kuten korrelaatioanalyysin yhteydessä huomattiin, kontrollimuuttujien ROA ja FCF välinen korrelaatiokerroin on melko lähellä arvoa 1 (0,926). Tämä saattaa viitata mallin multikollinearisuuteen, mistä voi aiheutua ongelmia OLS-regressioanalyysin tulosten tulokinnassa. Fieldin (2009, 242) mukaan multikollinearisuuteen liittyvän ongelman vakavuudesta kertovan VIF-mittarin arvon ei tulisi ylittää arvoa 10. Regressiomallin 1 liittyvän multikollinearisuuden tarkastelun yhteydessä havaittiin, että muuttujan FCF VIF-mittarin arvo on 8,969 ja muuttujan ROA osalta vastaava arvo on 8,464. Vaikka arvot eivät ylitä ohjeellista arvoa, ne ovat melko korkeita. Tämän vuoksi robustisuus-testauksen yhteydessä alkuperäisestä hypoteesia testaavasta regressiomallista 1 poistetaan kontrollimuuttujat FCF ja ROA. Saadut tulokset eivät kuitenkaan eroa tässä tutkielmassa aikaisemmin raportoiduista tuloksista. Tästä syystä niitä ei ole myöskään erikseen taulukoitu.

Tutkimushypoteesia testaavassa regressiomallissa 1 yhtiön osingonjaosta kertoo dummy-muuttuja Div. Muuttuja kertoo kuitenkin ainoastaan sen, jakaako yhtiö osinkoja vai ei. Myös jaettujen osinkojen määrä saattaa kertoa osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn välisestä yhteydestä, joten toisen robustisuus-testauksen yhteydessä selittävät muuttujat Div ja Div_Finland korvataan muuttujilla DivPayout ja DivPayout_Finland. Muut hypoteesia testaavan regressiomallin 1 muuttujista pidetään samoina. Muuttuja DivPayout on yhtiön osingonjakosuhde ajanhetkellä t. Muuttuja DivPayout_Finland on muuttujan DivFinland tapaan interaktiomuuttuja, joka on muodostettu kertomalla muuttujan DivPayout arvo muuttujan Finland arvolla. Muuttuja DivPayout kertoimeksi muodostui 0,000, mikä viittaisi siihen, että muuttuja Div kuitenkin selittää paremmin tuloksenjärjestelyä. Sekä institutionaalisen ympäristön vaikutuksesta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyyn yhteyteen

kertovat muuttujat että kontrollimuuttujat viittaavat vastaavanlaisiin tuloksiin kuin luvussa 4.2. Täten myöskään tämän testauksen osalta saadut tulokset eivät keskeisiltä osin eroa aikaisemmin raportoiduista tuloksista.

5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän tutkielman tarkoituksena on tutkia, onko institutionaalisella ympäristöllä vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn väliseen yhteyteen. Aikaisemmin saadut tutkimustulokset osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteydestä ovat olleet jokseenkin ristiriitaisia, joten on tärkeää tutkia, vaikuttaako osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen jotkin tietyt tekijät. Viimeisin osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä tarkasteleva tutkimus on kuitenkin löytänyt viitteitä siitä, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteys olisi negatiivinen. Tässä tutkielmassa lähdettiin liikkeelle kyseisestä näkökulmasta. Aikaisemmassa tutkimuksessa on myös esitetty, että institutionaalisella ympäristöllä on vaikutusta taloudelliseen raportointiin ja tilinpäätösinformaation laatuun. Muun muassa tapoikeuden oikeusperinteen, osakemarkkinoiden kehittyneisyyden, korkean sijoittajansuojan ja korkean lakien täytäntöönpanon asteen on nähty olevan positiivisesti yhteydessä laadukkaaseen tilinpäätösinformaatioon. Koska tuloksenjärjestelyn on katsottu heikentävän tilinpäätösinformaation laatua, voitiin aikaisemman kirjallisuuden pohjalta odottaa, että erilaisilla institutionaalisilla ympäristöillä olisi vaikutusta myös osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen.

Tutkielma toteutettiin vertailemalla vuosina 2012 ja 2014 osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä kahdessa eri maassa, joiden institutionaalisten ympäristöjen voitiin aikaisemman kirjallisuuden perusteella odottaa olevan erilaiset. Vertailun kohteena olevat maat olivat Suomi ja Iso-Britannia. Aikaisemman kirjallisuuden pohjalta muodostettiin tutkimushypoteesi, jossa odotettiin, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn negatiivinen yhteys on voimakkaampi isobritannialaisten pörssiyritysten keskuudessa kuin suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa. Tutkimushypoteesia testattiin OLS-regressioanalyysillä, jossa tuloksenjärjestelyn mittarina käytettiin muunnellun Jonesin mallin residuaalien absoluuttisia arvoja. Empiiristä testausta varten muodostettiin aineisto, joka koostui kahdesta otoksesta, joista toisessa oli suomalaisia pörssiyrityksiä ja toisessa isobritannialaisia pörssiyrityksiä. Koko aineistoon sisältyi yhteensä 404 yritysvuotta.

Empiiriset tutkimustulokset viittaavat siihen, että institutionaalisella ympäristöllä ei olisi vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn väliseen yhteyteen. Institutionaalisen ympäristön ja osingonjaon yhteistä vaikutusta tuloksenjärjestelyyn kuvaavan muuttujan ja tuloksenjärjestelyn väliltä ei löydetty yhteyttä, joten tutkimushypoteesi jouduttiin hylkäämään. Sekä hypoteesia testaavassa mallissa että tarkasteltaessa osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä erikseen isobritannialaisten pörssiyritysten keskuudessa, osingonjaolla oli negatiivinen vaikutus tuloksenjärjestelyn ilmenemiseen. Tämä viittaa siihen, että osinkoa jakavat yhtiöt järjestelivät vähemmän tulostaan kuin yhtiöt, jotka eivät jaa osinkoja. Tältä osin saadut tulokset ovat siis linjassa viimeisimmän osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä tarkastelevan tutkimuksen kanssa (ks. esim. He ym. 2017; Tong & Miao 2011).

Institutionaalisen ympäristön vaikutuksen osalta saadut tutkimustulokset olivat hieman yllättäviä, sillä aikaisemmissa tutkimuksissa on osoitettu, että erilaisilla institutionaalisilla tekijöillä on vaikutusta tilinpäätösinformaation laatuun (ks. esim. Burgstahler ym. 2006; Leuz ym. 2003). Toisaalta aikaisemmassa kirjallisuudessa on kyseenalaistettu sitä, voidaanko tilinpäätösinformaation laadullisia eroja selittää esimerkiksi erilaisilla oikeusperinteillä. On myös esitetty, että sijoittajansuojan merkitystä tilinpäätösinformaation laatuun tarkastellessa olisi syytä arvioida uudelleen. (Lindahl & Schädewitz 2013.) Lisäksi on otettava huomioon, että valtaosa institutionaaliseen ympäristöön ja sen tekijöihin liittyvästä tutkimuksesta sijoittuu 1900-luvun ja 2000-luvun taitteeseen (ks. esim. Burgstahler ym. 2006; La Porta ym. 2006; Leuz ym. 2003; Beck & Levine 2002; Ball ym. 2000; La Porta ym. 1998). Esimerkiksi Hyytisen ym. (2003) mukaan institutionaaliset tekijät Suomessa ovat alkaneet hiljalleen muuttaneet muotoaan kohti Iso-Britannialaista mallia. Täten voisi olla mahdollista, että erot suomalaisessa ja isobritannialaisessa institutionaalisessa ympäristössä eivät välttämättä ole enää niin merkittäviä.

Kuten tutkimuksiin yleensä myös tähän tutkielmaan liittyy rajoitteita. Tutkielman kvantitatiivinen luonne huomioon ottaen tulosten rajoitteita voidaan arvioida tulosten sisäisen ja ulkoisen validiteetin sekä reliabiliteetin näkökulmasta. Tutkielman sisäisen validiteetin eli pätevyyden näkökulmasta olennaista on arvioida tutkielmassa käytettyjen tutkimusmenetelmien soveltuvuutta sekä tuloksenjärjestelyä mitattaessa että institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen tutkittaessa. Tulok-

senjärjestelyn mittaamisessa käytettiin muunnellun Jonesin mallin absoluuttisia residuaaleja. Muunneltu Jonesin malli on nähty yleisesti hyväksyttynä tapana mitata tuloksenjärjestelyä, sitä on käytetty paljon aikaisemmassa tutkimuksessa, ja se ottaa huomioon myös alkuperäiseen Jonesin malliin liittyvät metodologiset ongelmat. Tutkimushypoteesin testauksessa käytettiin pohjana regressiomallia, jonka He ym. (2017) ovat kehittäneet osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyden tarkastelemiseen. Sisäisen validiteetin parantamiseksi tämän tutkielman regressiomalleissa käytettiin kaikilta mahdollisilta osin samoja muuttujia kuin Hen ym. (2017) mallissa. Tämän lisäksi malliin lisättiin institutionaalista ympäristöä kuvaavat muuttujat. Mallin hyvyttä ja siihen liittyvää multikollineaarisuutta tarkasteltiin diagnostisten toimenpiteiden avulla. Tulosten validiteetin lisäämiseksi ja mahdollisten multikollineaarisuudesta johtuvien vaikutusten eliminoimiseksi suoritettiin myös robustisuus-testauksia, joissa ei löydetty varsinaisista tutkimustuloksista poikkeavia tuloksia.

Tutkielman ulkoinen validiteetti liittyy lähinnä otosten muodostamiseen. Otoksia muodostettaessa pyrittiin ottamaan huomioon se, että aineisto on riittävän laaja tilastollisten testien suorittamiseen ja että se olisi mahdollisimman tuoretta. Tutkimustuloksia yleistettäessä tulee kuitenkin ottaa huomioon se, että aineistoon sisältyy vain suomalaisia ja isobritannialaisia pörssiyrityksiä. Täten ei voida vetää johtopäätöksiä siitä, onko joidenkin muiden maiden institutionaalisen ympäristöllä vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen. Lisäksi otosten ulkopuolelle on rajattu rahoitus- ja vakuutusalan yhtiöt, joten saadut tulokset eivät päde kaikkien pörssiyritysten osalta, vaan ainoastaan muilla kuin rahoitus- ja vakuutusallalla toimivien yhtiöiden keskuudessa. Tutkielman reliabiliteetin eli luotettavuuden maksimoimiseksi tutkielmassa käytetty aineisto kerättiin Thomson Reutersin tarjoamasta Datastream-palvelusta. Tietoja ei siis kerätty manuaalisesti, mikä pienentää aineiston keruuseen liittyvää virheiden riskiä.

Tutkielman tutkimustulokset täydentävät aikaisempaa kirjallisuutta usealla eri tavalla. Aikaisemmin institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen on tutkittu hyvin vähän. Tutkielman keskeisin kontribuutio liittyykin siihen, että institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen on tarkasteltu ja tulokset on raportoitu vertailemalla keskenään ainoastaan kahta maata, joiden institutionaalisten ympäristöjen voitiin aikaisemman kirjallisuuden pohjalta odot-

taa olevan erilaiset. Lisäksi tulokset täydentävät osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyttä tarkastelevaa kirjallisuutta ja tukevat väitettä, että osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn välinen yhteys olisi negatiivinen.

Tutkielma sivuaa myös institutionaalista ympäristöä ja siihen liittyviä tekijöitä tarkastelevaa tutkimusta. Osa tutkijoista on esittänyt, että tilinpäätösinformaation laatua ei tulisi arvioida vain yhden institutionaalisen tekijän näkökulmasta, vaan huomioon tulisi ottaa myös muita institutionaalisia tekijöitä (ks. esim. Filip ym. 2015). Vaikka yksittäisten tekijöiden näkökulmasta institutionaalisten ympäristöjen on katsottu olevan Suomessa ja Iso-Britanniassa erilaiset, tutkielman tulosten perusteella institutionaalisella ympäristöllä ei ole vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen. Tämän tutkielman tulokset voisivat viitata siihen, että institutionaalisen ympäristön kokonaisvaikutus tilinpäätösinformaation laatuun muodostuu kaikkien siihen kuuluvien tekijöiden pohjalta. Täten institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen tai yleisesti tilinpäätösinformaation laatuun tulisi tarkastella yksittäisiä institutionaalisia tekijöitä laaja-alaisemmin.

Kuten jo aiemmin todettiin, tässä tutkielmassa tarkastelun kohteena oli suomalainen ja isobritannialainen institutionaalinen ympäristö sekä ainoastaan näissä maissa toimivia pörssiyrityksiä. Jatkossa institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn väliseen yhteyteen voitaisiin tutkia esimerkiksi valitsemalla tarkastelun kohteeksi muita maita, joiden institutionaalisten ympäristöjen voisi odottaa olevan keskenään erilaisia. Lisäksi mahdollista olisi myös tarkastella institutionaalisen ympäristön vaikutusta osingonjaon ja tuloksenjärjestelyn yhteyteen jonkin tietyn toimialan näkökulmasta. Tuloksenjärjestelyn mittaamisen osalta tutkimuksissa voitaisiin myös käyttää muita tuloksenjärjestelyn mittaamiseen soveltuvia metodeja.

LÄHTEET

Kirjallisuus:

- Adiel, R. 1996. Reinsurance and the management of regulatory ratios and taxes in the property-casualty insurance industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22 (1–3), 207–240.
- Baddeley, M.C. & Barrowclough, D.V. 2009. *Running Regressions – A Practical Guide to Quantitative Research in Economics, Finance and Development Studies*. New York: Cambridge University Press.
- Ball, R. & Brown, P. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6 (2), 159–178.
- Ball, R., Kothari, S.P. & Robin, A. 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29, 1–51.
- Bartov, E., Givoly, D. & Hayn, C. 2002. The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33 (2), 173–204.
- Beatty, A. & Harris, D.G. 1999. The Effects of Taxes, Agency Costs and Information Asymmetry on Earnings Management: A Comparison of Public and Private Firms. *Review of Accounting Studies*, 4 (3), 299–326.
- Beck, T. & Levine, R. 2002. Industry growth and capital allocation: does having a market- or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics*, 64, 147–180.
- Becker, C.L., DeFond, M.L., Jiambalvo, J. & Subramanyam, K.R. 1998. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, 15 (1), 1–24.
- Bell, T.B., Landsman, W.R. & Shackelford, D.A. 2001. Auditor’s perceived business risk and audit fees: Analysis and evidence. *Journal of Accounting Research*, 39 (1), 35–43.
- Beneish, M.D. 2001. Earnings Management: A Perspective. *Managerial Finance*, 27 (12), 3–17.
- Bernard, V.L. & Skinner, D.J. 1996. What motivates managers’ choice of discretionary accruals? *Journal of Accounting and Economics*, 22 (1–3), 313–325.
- Boynton, C.E., Dobbins, P.S. & Plesko, G.A. 1992. Earnings Management and the Corporate Alternative Minimum Tax. *Journal of Accounting Research*, 30 (3), 131–153.

- Burgstahler, D.C., Hail, L. & Leuz, C. 2006. The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting Review*, 81 (5), 983–1016.
- Cormier, D., Magnan, M. & Morard, B. 2000. The contractual and value relevance of reported earnings in a dividend-focused environment. *The European Accounting Review*, 9 (3), 387–417.
- Daniel, D.D., Denis, D.J. & Naveen, L. 2008. Do firms manage earnings to meet dividend thresholds? *Journal of Accounting and Economics*, 45 (1), 2–26.
- David, R. & Brierley, J.E. 1985. *Major Legal Systems in the World Today*. Lontoo: Stevens & Sons.
- DeAngelo, L. 1986. Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public shareholders. *The Accounting Review*, 61, 400–420.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Skinner, D.J. 1994. Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17 (1–2), 113–143.
- Dechow, P.M., Ge, W. & Schrand, C. 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2), 344–401.
- Dechow, P.M. & Schrand, C. 2004. *Earnings Quality*. Charlottesville, VA: The Research Foundation of CFA Institute.
- 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. 1991. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 14 (1), 51–89.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G. & Sweeney, A.P. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70 (2), 193–225.
- DeFond, M.L. & Jiambalvo, J. 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17 (1–2), 145–176.
- Dye, R.A. 1988. Earnings Management in an Overlapping Generations Mode. *Journal of Accounting Research*, 26 (2), 195–235.
- Erickson, M. & Wang, S. 1999. Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27 (2), 149–176.
- Field, A. 2009. *Discovering Statistics Using SPSS*. Lontoo: Sage Publications.
- Fields, T.D., Lys, T.Z. & Vincent, L. 2001. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1–3), 255–307.

- Filip, A., Labelle, R. & Rousseau, S. 2015. Legal Regime and Financial Reporting Quality. *Contemporary Accounting Research*, 32 (1), 280–307.
- Francis, J.R. & Wong, D. 2008. The Joint Effect of Investor Protection and Big 4 Audits on Earnings Quality around the World. *Contemporary Accounting Research*, 25 (1), 157–191.
- Goel, A.M. & Thakor, A.V. 2003. Why Do Firms Smooth Earnings? *Journal of Business*, 76 (1), 151–192.
- Graham, J.R., Harvey, C.R. & Rajgopal, S. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40 (1–3), 3–73.
- He, W., Ng, L., Zaiats, N. & Zhang, B. 2017. Dividend policy and earnings management across countries. *Journal of Corporate Finance*, 42, 267–286.
- Healy, P.M. 1985. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1–3), 85–107.
- Healy, P.M. & Palepu, K.G. 1990. Effectiveness of accounting-based dividend covenants. *Journal of Accounting and Economics*, 12 (1–3), 97–123.
- 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.
- Heikkilä, T. 2014. *Tilastollinen tutkimus*. Helsinki: Edita.
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2005. *Tutki ja kirjoita*. Jyväskylä: Gummerus.
- Holthausen, R.W. 2009. Accounting Standards, Financial Reporting Outcomes, and Enforcement. *Journal of Accounting Research*, 47 (2), 447–458.
- Holthausen, R.W., Larcker, D.F. & Sloan, R.G. 1995. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 19 (1), 29–74.
- Hyytinen, A., Kuosa, I. & Takalo, T. 2003. Law or Finance: Evidence from Finland. *European Journal of Law and Economics*, 16, 59–83.
- Immonen, R. & Nuolimaa, R. 2012. *Osakeyhtiöoikeuden perusteet*. Helsinki: Talentum.
- Jones, J.J. 1991. Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (2), 193–228.
- Kaplan, R.S. 1985. Comments on Paul Healy: Evidence on the effect of bonus schemes on accounting procedures and accrual decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 12, 97–123.

- Kasanen, E., Kinnunen, J. & Niskanen, J. 1996. Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland. *Journal of Accounting and Economics*, 22 (1–3), 283–312.
- 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.
- Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2012. *Moderni rahoitus*. Helsinki: Sanoma Pro.
- Kvaal, E. & Nobes, C. 2010. International differences in IFRS policy choice: a research note. *Accounting and Business Research*, 40 (2), 173–187.
- Lang, M., Raedy, J.S. & Wilson, W. 2006. Earnings Management and Cross Listing: Are Reconciled Earnings Comparable to US Earnings? *Journal of Accounting and Economics*, 42 (1), 255–283.
- Lanne, J., Niskanen, J. & Viikari, J. 1997. Onko tuloksenjärjestely eettinen kysymys? *Tilintarkastus: laskentatoimi*, 41 (1), 27–32.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. 2006. What Works in Securities Laws? *Journal of Finance*, 61 (1), 1–32.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106 (6), 1113–1155.
- Lawson, B.P. & Wang, D. 2016. The Earnings Quality Information Content of Dividend Policies and Auditing Pricing. *Contemporary Accounting Research*, 33 (4), 1685–1719.
- Leppiniemi, J. 2008. *Yrityksistä kerrotaan – kuuntele ja kuule oikein*. Helsinki: WSOY.
- Leuz, C. 2010. Different approaches to corporate reporting regulation: how jurisdictions differ and why. *Accounting and Business Research*, 40 (3), 229–256.
- Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P.D. 2003. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69 (3), 505–527.
- Lindahl, F. & Schädewitz, H. 2013. Are Legal Families Related to Financial Reporting Quality? *ABACUS*, 49 (2), 242–267.
- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46 (2), 97–113.
- Liu, N. & Espahbodi, R. 2014. Does Dividend Policy Drive Earnings Smoothing? *Accounting Horizons*, 28 (3), 501–528.

- Lo, K. 2008. Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting and Economics*, 45 (2–3), 350–357.
- Miller, M.H. & Modigliani, F. 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34 (4), 411–433.
- Morgan, G. & Smircich, L. 1980. The Case for Qualitative Research. *The Academy of Management Review*, 5 (4), 491–500.
- Moses, O.D. 1987. Income Smoothing and Incentives: Empirical Tests Using Accounting Changes. *The Accounting Review*, 62 (2), 358–377.
- Moyer, S.E. 1990. Capital adequacy ratio regulations and accounting choices in commercial banks. *Journal of Accounting and Economics*, 13 (2), 123–154.
- Neilimo, K. & Näsi, J. 1980. *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede: tutkimus positivismin soveltamisesta*. Tampere: Tampereen yliopisto.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2007. *Yritysrahoitus*. Helsinki: Edita Publishing.
- Penman, S.H. & Zhang, X.J. 2002. Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns. *The Accounting Review*, 77 (2), 237–264.
- Petroni, K.R. 1992. Optimistic reporting in the property-casualty insurance industry. *Journal of Accounting and Economics*, 15 (4), 485–508.
- Pinkowitz, L., Stultz, R. & Williamson, R. 2006. Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. *Journal of Finance*. 61 (6), 2725–2751.
- Preiato, J., Brown, P. & Tarca, A. 2015. A Comparison of Between-Country Measures of Legal Setting and Enforcement of Accounting Standards. *Journal of Business Finance and Accounting*, 41 (1-2), 1–50.
- Ross, S.A. 1977. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23–40.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42 (3), 335–370.
- Ruch, G.W. & Taylor, G. 2015. Accounting conservatism: A review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 34, 17–38.
- Schipper, K. 1989. Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 3 (4), 91–102.
- Scott, W. 2003. *Financial Accounting Theory*. Toronto: Pearson Education Canada.
- Scott, W. 2015. *Financial Accounting Theory*. Toronto: Pearson Education Canada.

- 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.
- Skinner, D.J. & Soltes, E. 2011. What do dividends tell us about the earnings quality? *Review of Accounting Studies*, 16, 1–28.
- Sweeney, A.P. 1994. Debt-covenant Violations and Managers' Accounting Responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17 (3), 281–308.
- Teoh, S.H., Welch, I. & Wong T.J. 1998a. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50 (1), 63–99.
- Teoh, S.H., Welch, I. & Wong T.J. 1998b. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 53 (6), 1935–1974.
- 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.
- Tong, Y.H. & Miao, B. 2011. Are Dividends Associated with the Quality of Earnings? *Accounting Horizons*, 25 (1), 183–205.
- Trueman, B. & Titman, S. 1988. An Explanation for Accounting Income Smoothing. *Journal of Accounting Research*, 26 (3), 127–139.
- Tucker, J. & Zarowin, P. 2006. Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness? *The Accounting Review*, 81 (1), 251–270.
- Villa, S. 2013. *Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö*. Helsinki: Talentum.
- Watts, R.L. & Zimmerman, J.L. 1978. Towards a positive accounting theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53 (1), 112–134.

Virallislähteet:

Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336.

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.

Muut lähteet:

Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R., Cihak, M. & Feyen, E. 2016. Financial Development and Structure Dataset. Maailmanpankin www-sivu.
<<http://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/financial-structure-database>> luettu 23.5.2017.

(Lähdeviite: Beck, Demirguc-Kunt, Levine, Cihak & Feyen 2016)

Constituents for 'United Kingdom Small Cap'. MSCI:n WWW-sivu.

<<https://www.msci.com/constituents>> luettu 22.4.2017.

(Lähdeviite: MSCI)

Kauppalehden historiatiedot. Kauppalehden WWW-sivu.

<<https://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/kurssihistoria.jsp>> luettu 22.4.2017.

(Lähdeviite: Kauppalehden historiatietohaku)

Kauppalehden toimialajaottelu. Kauppalehden WWW-sivu.

<<https://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/lista.jsp?reverse=false&order=alpha&markets=XHEL&volume=cur&psize=50&listIds=kaikki&rdc=15c0cf98b6f&gics=0&refresh=60¤cy=euro>> luettu 15.5.2017.

(Lähdeviite: Kauppalehden toimialajaottelu)

Lainvalmistelun prosessiopas. Finlex-julkaisut. Finlexin WWW-sivu.

<<http://lainvalmistelu.finlex.fi/taytantonpano/#esittely>> luettu 23.5.2017.

(Lähdeviite: Finlex)

Statistics Nasdaq Nordic Reports. Nasdaq OMX:n WWW-sivu.

<<http://www.nasdaqomx.com/transactions/markets/nordic/statistics>> luettu 22.4.2017.

(Lähdeviite: Nasdaq OMX)

Suomea varoitetaan kotitalouksien velasta. Suomen Pankki, Euro ja talous 5/2016.

<<https://www.eurojatalous.fi/fi/2016/5/suomea-varoitetaan-kotalouksien-velasta/>> luettu 23.5.2017.

(Lähdeviite: Suomen Pankki)

Technical Summary: The Conceptual Framework for Financial Accounting. 2014. IFRS Foundation. <<http://www.ifrs.org/IFRSs/Documents/Technical-summaries-2014/Conceptual%20Framework.pdf>> luettu 22.4.2017.

(Lähdeviite: Technical Summary: The Conceptual Framework for Financial Accounting 2014)