

Veera Tyysteri

TULOKSEN TASOITTAMISEN VAIKUTUS TULOKSEN INFORMATIIVISUUTEEN SUOMALAISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Pro gradu -tutkielma
Huhtikuu 2020

TIIVISTELMÄ

Veera Tyysteri: Tuloksen tasoittamisen vaikutus tuloksen informatiivisuuteen suomalaisissa pörssiyrityksissä

Pro gradu -tutkielma

Tampereen yliopisto

Kauppätieteiden tutkinto-ohjelma; yrityksen laskentatoimi

Ohjaaja: Hyvönen, Timo

Huhtikuu 2020

Tuloksenohjaus on perinteisesti nähty johdon keinona manipuloida yrityksen taloudellista raportointia oman etunsa tavoittelemiseksi. Tuloksenohjaus voi kuitenkin olla myös hyödyllistä sijoittajien kannalta, mikäli johto kommunikoi tilinpäätöksen harkinnanvaraisten erien avulla omia odotuksiaan yrityksen tulevaisuuden suorituskyvystä. Etenkin tuloksen tasoittaminen edellyttää johdolta laadukasta kassavirtaennustamista, joten se voi viestiä markkinoille hyödyllistä informaatiota yrityksen tulevaisuuden näkymistä ja siten parantaa tuloksen informatiivisuutta. Yhtenäisistä tilinpäätösstandardeista huolimatta muun muassa maan sijoittajansuojan tason sekä yritysten yhteiskuntavastuullisuuden on kuitenkin havaittu vaikuttavan tuloksen tasoittamisen ja tuloksen informatiivisuuden välillä havaittuun yhteyteen. Koska tuloksen informatiivisuus on olennaisessa osassa arvioitaessa tuloksen hyödyllisyyttä sijoittajille, aihetta on tärkeää tarkastella myös suomalaisessa kontekstissa.

Tutkielman ensisijaisena tavoitteena on selvittää, parantaako tuloksen tasoittaminen raportoidun tuloksen informatiivisuutta suomalaisten pörssiyrityksien keskuudessa. Tuloksen informatiivisuutta mitataan hyödyntämällä Tuckerin ja Zarowinin (2006) soveltamaa tulevaisuuden tulosten vastekerrointa (FERC-kerroin), joka kuvastaa, kuinka paljon yrityksen kuluksen osakekurssin muutos sisältää informaatiota yrityksen tulevaisuuden tuloksista. Lisäksi tutkielmassa tarkastellaan tuloksen tasoittamisen yhteyttä tuloksen pysyvyyteen, sillä kirjallisuudessa tuloksen informatiivisuuden ja pysyvyyden on osoitettu olevan yhteydessä toisiinsa. Tutkimushypoteeseja testataan tutkielman empiirisessä osiossa tilastollisin menetelmin tarkasteluperiodin 2013–2015 aikana. Empiirinen aineisto koostuu Thomson Reutersin -tietokannasta kerätyistä yritysten tilinpäätös- ja markkinatiedoista.

Tutkielman empiiristen tulosten perustella havaitaan tutkimushypoteesien mukaisesti tuloksen tasoittamisen keskimäärin parantavan tuloksen informatiivisuutta sekä tuloksen pysyvyyttä suomalaisten pörssiyrityksien keskuudessa. Vaikka raportoitujen tulosten havaitaan olevan informatiivisia yrityksen tulevaisuuden tulosten suhteen etenkin markkina-arvoltaan suuremmilla yrityksillä, empiiriset tulokset tuloksen tasoittamisen osalta ovat yhdenmukaisia myös huomioitaessa yrityksen kokoa ja kasvua kuvaavat kontrollimuuttujat. Tutkielman empiiriset havainnot viittaavat informatiivisen eli sijoittajien kannalta hyödyllisen tuloksenohjauksen esiintymiseen Suomessa.

Avainsanat: tuloksen tasoittaminen, tuloksenohjaus, tuloksen informatiivisuus, tulevaisuuden tulosten vastekerroin, tuloksen pysyvyys

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

SISÄLLYS

1 JOHDANTO	1
1.1 Aihealueen esittely ja merkitys	1
1.2 Tutkielman tavoite ja keskeiset rajaukset	5
1.3 Tutkimusmetodologia	7
1.4 Tutkielman rakenne	9
2 TUTKIELMAN TEOREETTINEN OSIO	11
2.1 Epäsymmetrinen informaatio tehokkailla pääomamarkkinoilla	11
2.2 Taloudellisen informaation hyödyllisyys	15
2.3 Tuloksen informatiivisuus	17
2.4 Tuloksenohjaus	21
2.4.1 Tuloksenohjauksen määrittely	21
2.4.2 Tuloksenohjauksen keinot	24
2.4.3 Tuloksenohjauksen muodot	27
2.5 Tuloksen tasoittaminen	29
2.5.1 Tuloksen tasoittamisen motiiveja	31
2.5.2 Tuloksen tasoittaminen ja tuloksen informatiivisuus	34
2.6 Tutkimushypoteesit	38
3 EMPIIRINEN AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄT	41
3.1 Aineiston muodostuminen	41
3.2 Regressioanalyysi	44
3.3 Tuloksen tasoittamisen mittaaminen	46
3.4 Tilastolliset mallit tutkimushypoteesien testaamiseksi	50
3.4.1 Tuloksen informatiivisuuden mittaaminen	50
3.4.2 Tuloksen tasoittamisen vaikutus tuloksen informatiivisuuteen	52
3.4.3 Tuloksen tasoittamisen vaikutus tuloksen pysyvyyteen	54
3.4.4 Kontrollimuuttujat	55
4 EMPIIRISET TULOKSET	57
4.1 Aineiston kuvaus	57
4.2 Keskeiset tulokset	60
4.3 Kontrollimuuttujien vaikutus tuloksiin	66
5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	71
6 LÄHDELUETTELO	75

1 JOHDANTO

1.1 Aihealueen esittely ja merkitys

Kansainvälisten IFRS-tilinpäätösstandardien käsitteellisessä viitekehyksessä todetaan, että yritysten taloudellisen raportoinnin tavoitteena on tarjota informaatiota, joka on hyödyllistä tilinpäätöksen käyttäjille näiden tehdessä päätöksiä resurssiensa tarjoamisesta yrityksen käyttöön. Hyödyllisen taloudellisen informaation perusominaisuuksiksi on nimetty informaation olennaisuus sekä luotettavuus. (IFRS Conceptual Framework Project Summary 2018, 5–6). Paras tapa mitata ja raportoida mahdollisimman olennaista informaatiota on kuitenkin ristiriidassa luotettavan ja täsmällisen informaation vaatimuksen kanssa, joten yritysten taloudellisen raportoinnin hyödyllisyyden arvioiminen ei ole yksiselitteistä (Scott 2015, 24). Toimivien pääomamarkkinoiden näkökulmasta informaation olennaisuuden eli sen informatiivisuuden vaatimus on kuitenkin tyypillisesti korostunut arvioitaessa taloudellisen raportoinnin hyödyllisyyttä sijoittajien päätöksenteon kannalta. Tuloksen informatiivisuuden vaatimus syntyy ennen kaikkea sijoittajien tarpeesta ennakoida yrityksen tulevaisuuden kassavirtoja ja riskiä, jotta he pystyvät tekemään parempia sijoituspäätöksiä markkinoilla (Ronen & Yaari 2008, 6–7).

Vaikka yritysten tilinpäätösraportoinnin sisältöä ja muotoseikkoja säädellään ja valvotaan tarkasti, jättää lainsäädäntö yritysjohdolle harkinnanvaraa tilinpäätöksessä, jotta yrityksen erityispiirteet tulisivat paremmin esiin ja tilinpäätöksen informaatioarvo olisi mahdollisimman suuri (Ikäheimo, Malmi & Walden 2016, 103). Tuloksen informatiivisuuden katsotaankin kasvavan, mikäli harkinnanvaraisuutta tilinpäätöksen ja tuloksen laskennassa käytetään tehokkaasti yrityksen tulevaisuuden suoristuskyvyn heijastamiseksi yrityksen raportoimaan tulokseen (Tucker & Zarowin 2006, 251). Yrityksen tuloksenohjauksella (*engl. earnings management*) tarkoitetaan Scottin (2015, 445) määritelmän mukaan johdon kirjanpidollisia tai liiketoiminnallisia valintoja, joiden tarkoituksena on saavuttaa johdon tavoittelema raportoitavan tuloksen taso.

Kirjanpidollista tuloksenohjausta voidaan harjoittaa esimerkiksi erilaisten laskentamenetelmien valinnoilla tai harkinnanvaraisten jaksotuserien avulla (Scott 2015, 445). Yritysten on kuitenkin katsottu harjoittavan tuloksenohjausta ennen kaikkea harkinnanvaraisten jaksotuserien avulla, sillä se on ulkopuoliselle huomattavasti menetelmävalintoja vaikeammin havaittavissa (Schipper 1989, 92). Aiemmassa kirjallisuudessa tuloksenohjaukselle on esitetty lukuisia erilaisia motiiveja, jotka on tyypillisesti jaoteltu pääomamarkkinoihin, sopimuksiin sekä viranomaissääntelyyn perustuviin tekijöihin (Healy & Wahlen 1999, 370–379). Koska johdon motiivit tuloksenohjauksen taustalla voivat vaihdella, myös tuloksenohjauksen vaikutus yrityksen taloudelliseen raportointiin saattaa vaihdella yritysten keskuudessa. Tuloksenohjauksen ymmärtäminen ja tutkiminen onkin tärkeää, sillä se mahdollistaa osaltaan paremman ymmärryksen tuloksen hyödyllisyydestä sekä sijoittajille että yrityksen muille sidosryhmille.

Etenkin 2000-luvulla tuloksenohjaus on näyttäytynyt ensisijaisesti negatiivisessa valossa useiden suurten kirjanpitoskandaalien kuten Enronin sekä Worldcomin tapausten vuoksi (Jiraporn ym. 2008, 622–623). Perinteisesti etenkin ammatinharjoittajien ja lainsäätäjien keskuudessa tuloksenohjaus onkin nähty laajalle levinneenä ja ongelmallisena ilmiönä. Toisaalta alan tutkijoiden keskuudessa tuloksenohjauksesta ei olla oltu yhtä huolestuneita sijoittajien kannalta, eivätkä empiiriset tutkimukset ole havainneet tuloksenohjausta esiintyvän laaja-alaisesti. (Dechow ja Skinner 2000, 235–236). Yllättäen tuloksenohjauksella on havaittu olevan jopa positiivisia vaikutuksia tilinpäätösraportoinnin hyödyllisyyteen sijoittajien kannalta (ks. mm. Subramanyam 1996; Tucker & Zarowin 2006). Kirjallisuudessa tuloksenohjaus on jaoteltu informatiiviseen eli hyödylliseen tuloksenohjaukseen sekä opportunistiseen eli yksin yritysjohton intressejä palvelemaan tuloksenohjaukseen. Opportunistisella tuloksenohjauksella tarkoitetaan, että yritysjohto yrittää tuloksenohjauksen keinoin tietoisesti harhauttaa sijoittajia eli tuloksenohjauksen katsotaan olevan tilinpäätöksen ja tuloksen informatiivisuutta heikentävää. Informatiivisen näkökulman mukaisesti tuloksenohjaus nähdään puolestaan yritysjohton keinona paljastaa sijoittajille omia odotuksiaan yrityksen tulevaisuuden kassavirroista ja näin ollen se voi vaihtoehtoisesti myös parantaa taloudellisen raportoinnin informatiivisuutta. Kirjallisuudessa ei ole omaksuttu yhtä yleisesti hyväksyttyä

tuloksenohjauksen määritelmää, joka saattaa osaltaan vaikuttaa tutkimusten empiiristen havaintojen tulkintaan ja johtopäätöksiin. (Beneish 2001, 4–5).

Liiketoiminta on luonteeltaan tyypillisesti epävakaata ja yritysten taloudellinen suorituskyky heilahtelee ajan mittaan. Yritysjohto saattaaakin hyödyntää tuloksenohjausta vähentääkseen raportoidun tuloksen vaihtelua tilikausien välillä. Tuloksen tasoittamisella (*engl. income smoothing*) on pitkät perinteet yritysten taloudellisessa raportoinnissa ja se lieneekin on yksi yleisimmistä tuloksenohjauksen muodoista. Grahamin, Harveyn ja Rajgopalin (2005) toteuttaman kyselytutkimuksen mukaan 96.9 % yritysjohtajista pitivät tasaista tuloksen kehittymistä vaihtelevaa parempana. Lisäksi yli 400 vastanneen yritysjohtajan joukosta jopa 78 % olivat valmiita uhraamaan yrityksen pitkän aikavälin arvoa tasaisemman tuloskehityksen saavuttamiseksi. (Graham ym. 2005, 44–47). Beidlemanin (1973, 653) määritelmän mukaan tuloksen tasoittamisella tarkoitetaan yritysjohton pyrkimyksiä käyttää harkintavaltaansa tilinpäätöksessä tietoisesti raportoidun tuloksen vaihtelujen vähentämiseksi. Vaihtoehtoisesti tuloksen tasoittamista voidaan harjoittaa myös reaalisiin keinoin (Ronen & Yaari 2008, 317). Tuloksen tasoittamisen taustalla voi olla erilaisia motiiveja yritysjohton yksilöllisistä tavoitteista riippuen. Grahamin ym. (2005, 47) tutkimustulosten mukaan tasaisempaan tuloskehitykseen yritysjohtoa kannustavat muun muassa maltillisemmän riskin viestiminen sekä yrityksen tulevaisuuden tulosten ennustamisen helpottuminen sijoittajille sekä analyytikoille. Acharya ja Lambrecht (2015, 2534–2535) puolestaan argumentoivat tuloksen tasoittamista esiintyvän ennen kaikkea siksi, että johdolla on paine vastata markkinoiden ja analyytikoiden tulosodotuksiin.

Tuloksenohjauksen informatiivisen ja opportunistisen näkökulman kannalta tuloksen tasoittaminen on erityisen mielenkiintoinen tuloksenohjauksen muoto. Tehokas tuloksen tasoittamisstrategia vaatii yritysjohtolta laadukasta ja täsmällistä tulevien kassavirtojen ennustamista, jotta raportoitavaa tulosta voidaan tilanteen vaatimalla tavalla joko pyrkiä kasvattamaan tai laskemaan tuloskehityksen volatiliteetin vähentämiseksi (Defond & Park 1997, 118). Toisin sanoen, tuloksen tasoittaminen edellyttää johdolta yrityksen sisäisen informaation hyödyntämistä sen tulevaisuuden näkymistä laadittaessa menneen tilikauden taloudellista raportointia. Tästä syystä tuloksen tasoittaminen voi parantaa raportoitavan tuloksen informatiivisuutta viestien markkinoille sijoittajien päätöksenteon

kannalta hyödyllistä informaatiota yrityksen pidemmän aikavälin näkymistä. (Scott 2015, 444–445). Toisaalta liiallinen tuloksen tasoittaminen saattaa olla raportoinnin hyödyllisyyden kannalta haitallista, mikäli yritysjohto tarkoituksellisesti vääristää raportoitavaa tulosta opportunististen tavoitteidensa ohjaamana. Tässä tapauksessa raportoitava tulos ei välttämättä kuvasta yrityksen todellista taloudellista suorituskykyä oikean ja riittävän kuvan edellyttämällä tavalla.

Aiemmat tutkimukset ovat tarkastelleet tuloksen tasoittamista sekä opportunistisesta että informatiivisesta näkökulmasta. Tutkijoiden keskuudessa tuloksen tasoittamisen vaikutuksista yritysten taloudelliseen raportointiin ja tuloksen informatiivisuuteen ei olla oltu yksimielisiä. Osa tutkijoista on katsonut tuloksen tasoittamisen tarkoittavan yrityksen raportoitun tuloksen tarkoituksellista vääristymistä, joka hyödyttää yksin johtoa yrityksen muiden sidosryhmien kustannuksella (ks. mm. Defond & Park 1997; Leuz ym. 2003). Esimerkiksi Leuzin ym. (2003) tutkimuksessa tietoisien tuloksen tasoittamisen katsottiin heikentävän yrityksen taloudellisen raportoinnin läpinäkyvyyttä johdon puuttumisen seurauksena. Tutkimuksessa havaittiin tuloksen tasoittamista esiintyvän enemmän heikon sijoittajansuojan maissa, minkä katsottiin johtuvan johdon paremmista mahdollisuuksista opportunistisen tuloksenohjauksen harjoittamiseen (Leuz ym. 2003, 526).

Vaihtoehtoisen näkemyksen mukaan, tutkimuksissa on katsottu tuloksen tasoittamisen parantavan tuloksen käyttökelpoisuutta ja informatiivisuutta johdon käyttäessä kirjanpidollista harkintavaltansa kommunikoidakseen sijoittajille omia odotuksiaan yrityksen tulevaisuuden kassavirroista. Esimerkiksi Subramanyamin (1996) tutkimuksessa tuloksen tasoittamisen havaittiin parantavan tuloksen jatkuvuutta sekä ennustettavuutta, ja yritysten katsottiin kommunikoivan harkinnanvaraisten jaksotuserien kautta informaatiota yrityksen tulevaisuuden kannattavuudesta. Tucker ja Zarowin (2006) puolestaan havaitsivat tulostaan tasoittavien yhdysvaltalaisen yritysten osakkeenarvon heijastavan yrityksen tulevaisuuden kassavirtoja keskimäärin paremmin kuin tulostaan vähemmän tasoittavilla yrityksillä. Tuloksen tasoittamisen katsottiin näin ollen parantavan raportoitun tuloksen informatiivisuutta yrityksen tulevaisuuden tulosten suhteen. Cahan Liu ja Sun (2008) tutkivat tuloksen tasoittamisen yhteyttä tuloksen informatiivisuuteen laajalla kansainvälisellä aineistolla ottaen huomioon sijoittajansuojan

tason eri maiden välillä. Tutkimuksessa havaittiin opportunistista tuloksen tasoittamista esiintyvän todennäköisemmin heikomman sijoittajansuojan maissa, kun puolestaan vahvan sijoittajansuojan maissa tuloksen tasoittamisella kommunikoitiin todennäköisemmin tietoja yrityksen tulevaisuuden kassavirroista. Cahanin ym. (2008) tutkimus viittaa siihen, että kirjanpidollisen harkintavallan hyödyt vaihtelevat eri maiden välillä harmonisoiduista tilinpäätösstandardeista huolimatta. Tästä syystä tuloksen tasoittamisen ja tuloksen informatiivisuuden välistä yhteyttä on tärkeää tarkastella myös suomalaisessa kontekstissa.

Ensimmäisiä tuloksen tasoittamista koskevia tutkimushavaintoja on raportoitu jo 1960- ja 1970-luvun taitteessa (ks. mm. Copeland 1968; Beidleman 1973). Vaikka tuloksen tasoittaminen on yhtenä merkittävimpänä tuloksenohjauksen muotona kiinnostanut tutkijoita kansainvälisesti jo pitkään, aikaisempaa suomalaista tutkimusta tuloksen tasoittamisesta ei ole. Tähän asti alan suomalainen tutkimus on keskittynyt yleisemmin tuloksenohjauksen tarkasteluun ja sen yhteyteen muun muassa yritysten velkaantuneisuuteen, osinkoihin sekä julkistettuihin osakeanti-ilmoituksiin (ks. Sundgren 2007; Kasanen, Kinnunen & Niskanen 1996; Kinnunen ym. 2000). Kansainvälisesti laajalle levinnyttä tuloksenohjauksen tutkimuksen luotettavuutta edistää kuitenkin tarkastelu erilaisissa institutionaalisissa ympäristöissä, sillä tuloksenohjauksen tarve ja mahdollisuudet riippuvat pitkälti yhteiskunnallisista taloudellisista rakenteista ja asenteista (Kasanen ym. 1996, 283–284). Näin ollen, tutkielma tarjoaa uutta tietoa tuloksen tasoittamisen yhteydestä tuloksen informatiivisuuteen suomalaisessa markkinakontekstissa. Tuloksenohjauksen valtavirtatutkimuksesta poiketen tutkielmassa myös lähestytään tuloksenohjausta huomioiden sen potentiaalinen hyöty sijoittajille.

1.2 Tutkielman tavoite ja keskeiset rajaukset

Tutkielman ensisijaisena tavoitteena on selvittää, parantaako tuloksen tasoittaminen raportoitujen tulosten informatiivisuutta yrityksen tulevaisuuden tulosten suhteen suomalaisessa markkinakontekstissa. Teorian ja aiempien tutkimusten perusteella johdettuja tutkimushypoteeseja testataan tutkielman empiirisessä osiossa tilastollisin menetelmin suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa vuosina 2013–2015. Suomalaisten

yhtiöiden keskuudessa tuloksen tasoittamisen ja tuloksen informatiivisuuden välistä yhteyttä ei ole aiemmin tarkasteltu. Lisäksi, koska tutkielma lähestyy tuloksen tasoittamista pääomamarkkinalähtöisestä näkökulmasta, on tarkasteltavien yhtiöiden rajaaminen pörssiyrityksiin perusteltua. Tuloksenohjauksen erilaisista muodoista tarkastelun kohteeksi on valittu tuloksen tasoittaminen, sillä kirjallisuudessa nimenomaan tuloksen tasoittamisen on havaittu parantavan tuloksen informatiivisuutta ja hyödyllisyyttä sijoittajien päätöksenteossa (ks. mm. Subramanyam 1996; Tucker & Zarowin 2006). Tutkielman tarkoitus on lisätä ymmärrystä tuloksen tasoittamisen ja tuloksen informatiivisuuden välisestä yhteydestä sekä tuloksenohjauksen potentiaalisista hyödyistä suomalaisessa institutionaalisessa ympäristössä. Tutkimusongelmaa lähestytään seuraavien tutkimuskysymysten avulla:

1. Ovatko suomalaisten pörssiyritysten raportoimat tulokset informatiivisia yritysten tulevaisuuden tulosten suhteen?
2. Parantaako tuloksen tasoittaminen tulosten informatiivisuutta suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa?
3. Vahvistaako tuloksen tasoittaminen tuloksen pysyvyyttä suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa?

Tuloksen informatiivisuudella viitataan tutkielmassa yrityksen raportoiman tuloksen kykyyn heijastaa informaatiota yrityksen tulevaisuuden tuloksista. Tuloksen informatiivisuutta mitataan hyödyntämällä Tuckerin ja Zarowinin (2006) soveltamaa tulevaisuuden tulosten vastekerrointa eli FERC-kerrointa (*engl. future earnings response coefficient*). FERC-kerroin kuvastaa käytännössä sitä, kuinka paljon yrityksen kuluksen osakekurssin muutos sisältää informaatiota yrityksen tulevaisuuden tuloksista. Ensimmäisen tutkimuskysymyksen tavoitteena on selvittää, ovatko suomalaisten pörssiyritysten raportoimat tulokset ylipäättään informatiivisia yritysten tulevaisuuden tulosten suhteen tarkasteluperiodilla vuosina 2013–2015. Toisen tutkimuskysymyksen selvittämiseksi tulosten informatiivisuutta mittaavaan malliin lisätään tuloksen tasoittamista kuvaava muuttuja ja tutkitaan, parantaako tuloksen tasoittaminen tuloksen informatiivisuutta suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa. Kolmannen tutkimus-

kysymyksen mukaisesti tutkielmassa tarkastellaan myös tuloksen tasoittamisen vaikutusta suomalaisten pörssiyritysten tulosten pysyvyyteen (*engl. earnings persistence*). Tuckerin ja Zarowinin (2006, 257) mukaan, mikäli tuloksen tasoittaminen todella parantaa raportoidun tuloksen informatiivisuutta, sen on myös vahvistettava tuloksen pysyvyyttä eli yrityksen nykyisen ja tulevaisuuden tulosten välistä yhteyttä.

Tutkielmassa tuloksen tasoittamista mitataan yrityksen operatiivisten kassavirtojen ja tilikauden tulosten vaihtelun välisenä suhteena. Tutkielmassa tarkastellaan siten tuloksen tasoittamista jaksotuserien (*engl. accruals*) keinoin, sillä jaksotuserät kuvaavat yrityksen tuloksen ja operatiivisten kassavirtojen välistä erotusta (Gao & Zhang 2015, 113). Kirjanpidolliset jaksotuserät on valittu tarkastelun kohteeksi, sillä niillä on pitkä ja historiallisesti merkittävä asema tuloksenohjauksen tutkimuksessa (Scott 2015, 446). Myös esimerkiksi laskentamenetelmien valinnoilla on vaikutusta yrityksen raportoimaan tilikauden tulokseen, mutta menettelytapavalinnat ovat lähtökohtaisesti kertaluonteisia valintoja erilaisten kirjaustapojen välillä, joiden suhteen on noudatettava johdonmukaisuutta ja jatkuvuutta (Ihantola & Leppänen 2018, 122–123). Lisäksi tuloksenohjausta on katsottu tapahtuvan ennen kaikkea jaksotuserien avulla, sillä se on ulkopuoliselle huomattavasti menetelmävalintoja vaikeammin havaittavissa (Schipper 1989, 92). Koska tutkielmassa lähestytään tuloksen tasoittamista sen potentiaalisen hyödyn näkökulmasta sijoittajille, on myös reaalin tuloksen tasoittaminen rajattu tutkielman empiirisen tarkastelun ulkopuolelle. Toisin kuin jaksotuseriin perustuvalla tuloksen tasoittamisella, reaalisella tuloksen tasoittamisella vaikutetaan suoraan yrityksen kassavirtoihin esimerkiksi tuotekehitysmenoja leikkaamalla tai tuotantopäätöksiä viivyttämällä. Kirjallisuudessa reaaliset keinot on nähty kirjanpidollisia keinoja haitallisempina tuloksenohjauksen välineenä, sillä ne saattavat vaikuttaa heikentävästi yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja arvoon (Acharya & Lambrecht 2015, 2535).

1.3 Tutkimusmetodologia

Empiirisen tutkimuksen lähestymistavat voidaan jaotella kvantitatiiviseen, kvalitatiiviseen ja näitä yhdistelevään monimenetelmätutkimukseen (Creswell 2014, 3). Aiempi tuloksenohjauksen tutkimus on keskittynyt vahvasti kvantitatiiviseen

tilastolliseen tutkimukseen, mikä on valittu myös tämän tutkielman empiiriseksi lähestymistavaksi. Perinteisessä tuloksenohjauksen tutkimuksessa yritysten tilinpäätösraportoinnista pyritään erilaisin tilastollisin menetelmin havaitsemaan yritysten tuloksenohjaukseen viittaavia käytäntöjä. Creswellin (2014, 4) mukaan kvantitatiivisessa tutkimuksessa pyritään testaamaan objektiivisuuteen pyrkien muuttujien välisiä suhteita tilastollisin menetelmin laajasta numeerisesta aiheistosta, mikä kuvaa hyvin tyypillistä tuloksenohjauksen tutkimusta. Kvantitatiivista tutkimusta voidaan myös luonnehtia lineaariseksi erilaisten vaiheiden sarjaksi, joka ihanteellisessa tilanteessa etenee johdonmukaisesti teoriasta empiirisen aineiston analysointiin ja johtopäätöksiin. Teoriasta johdettuja hypoteeseja testataan ja analysoidaan tilastollisin menetelmin sekä pyritään määrittämään ovatko tutkimuksen hypoteesit tosia. (Bryman & Bell 2015, 161–163). Kvantitatiivinen lähestymistapa soveltuu hyvin tuloksenohjauksen tutkimukseen, sillä aihe on laajasti aiemmin tutkittu, ja tutkimuksen perustana on kvantitatiiviselle tutkimukselle tyypillisesti aiempi kirjallisuus ja olemassa olevat teoriat (Creswell 2014, 53–54).

Kvantitatiivinen tutkimus kytkeytyy vahvasti positivistiseen maailmankuvaan (Creswell 2014, 7). Myös tämän tutkielman tieteenfilosofiset lähtökohdat pohjautuvat siten positivismiin. Positivismiin perustuvan ajattelutavan mukaan todellisuus nähdään konkreettisenä rakenteena, jolloin se myös soveltuu hyvin yritysten reaali- ja rahaprosessien tutkimiseen (Bryman & Bell 2015, 27). Positivistista tieteenfilosofiaa kuvaa muun muassa objektiivisuus, luonnontieteenomaisuus, selittäminen, kausaalisuus, empiriapohjaisuus sekä käsitteiden operationalisointi (Neilimo & Näsi 1980, 63). Tuloksenohjauksen tutkimuksessa on perinteisesti pyritty selittämään tuloksenohjauksen taustalla vallitsevia motiiveja sekä tuloksenohjauksen vaikutuksia operationalisoimalla tarkasti tuloksenohjaukseksi luokiteltavat tilinpäätöserät sekä muut tarvittavat muuttujat. Toisaalta on kuitenkin huomioitava, että laskentatoimen tutkimusala on osa yhteiskuntatieteitä, joissa riippuvuussuhteet ovat monimutkaisia eikä täydellistä objektiivisuutta tai luonnontieteidenomaisuutta voida saavuttaa (Salmi & Järvenpää 2000, 269).

Tutkielman empiirisen lähestymistavan ja tieteenfilosofisten oletusten lisäksi on syytä määritellä vielä tutkielmassa sovellettava tutkimusote, sillä tutkimusotteiden luokittelu helpottaa ymmärtämään hyvän ja johdonmukaisen tutkimuksen muodostumista (Ihantola

& Kihn 2008, 81). Suomalaiseen liiketaloustieteelliseen tutkimukseen on olennaisesti vaikuttanut Neilimon ja Näsin (1980) esittelemä tutkimusotteiden nelikenttämälli sisältäen käsiteanalyttisen, toiminta-analyttisen, nomoteettisen sekä päätöksentekometodologisen tutkimusotteen. Myöhemmin Kasanen, Lukka ja Siitonen (1991) ovat lisänneet tutkimusotteiden nelikenttään vielä viidennen konstruktivisen tutkimusotteen. Neilimon ja Näsin (1980) tutkimusotteista tässä tutkielmassa sovelletaan nomoteettista tutkimusotetta. Nomoteettiselle tutkimusotteelle tyypillisiä tutkimuksia ovatkin kvantitatiiviset ja positivistiset tutkimukset, sillä nomoteettisen tutkimuksen tieteellinen ideaali on luonnontieteidenomainen. Nomoteettisessa tutkimuksessa pyritään perinteisesti vastaamaan kysymyksiin ”miten on” ja ”miksi on”, eli löytämään ja selittämään syy-seuraussuhteita tarkasteltavien muuttujien väliltä. Nomoteettiseen tutkimusotteeseen liittyy runsas metodologinen säännöstö ja tutkimuksen empiirisen osuuden merkitys on korostunut. Tarkasteltava empiirinen aineisto koostuu tyypillisesti suuresta kvantitatiivisesta aineistosta ja tutkimustulokset puolestaan lainomaisuuksista tai havaituista säännönmukaisuuksista. (Kihn & Näsi 2011, 64–65). Nomoteettinen tutkimusote soveltuu tuloksenohjauksen tutkimukseen, sillä aiheeseen liittyy vahva teoreettinen tausta hypoteesien johtamiseksi ja lisäksi empiiristä aineistoa on saatavilla runsaasti.

1.4 Tutkielman rakenne

Tutkielman johdantoluvussa on esitelty sen aiheen ja merkityksen lisäksi tutkielman tavoite ja keskeiset rajaukset sekä metodologiset valinnat. Seuraavaksi esitetään tutkielman kulku tästä eteenpäin. Tutkielma rakentuu johdantoluvun jälkeen teoreettisesta osiosta, empiirisestä osiosta sekä viimeiseksi tutkielman yhteenvedosta ja johtopäätöksistä.

Tutkielman toisessa luvussa esitellään tutkimusaiheeseen liittyvä teoreettinen osuus, jossa perehdytään lyhyesti tehokkaisuuden pääomamarkkinoihin liittyviin oletuksiin sekä epäsymmetrisen informaation merkitykseen yritysten taloudellisessa raportoinnissa. Tämän jälkeen syvennytään hyödyllisen taloudellisen informaation ominaisuuksiin sekä tuloksen informatiivisuuden käsitteeseen. Tutkielman teoreettisessa osuudessa

tarkastellaan myös tuloksenohjauksen moninaista määrittelyä sekä tuloksenohjauksen erilaisia keinoja ja muotoja. Tämän jälkeen syvennyttään tarkemmin tuloksen tasoittamiseen, sen taustalla vallitseviin motiiveihin sekä tuloksen tasoittamista ja tuloksen informatiivisuutta koskeviin aiempiin tutkimustuloksiin. Viimeiseksi esitetään tutkielman hypoteesit teoriaan ja aiempiin tutkimustuloksiin nojautuen.

Tutkielman kolmas ja neljäs luku sisältävät tutkielman empiirisen osion. Ensin luvussa kolme esitellään tutkimuksessa hyödynnettävä empiirinen aineisto sekä sovellettavat tutkimusmenetelmät ja tilastolliset mallit. Luku neljä sisältää tutkielman empiiriset tulokset. Viimeisessä luvussa viisi esitetään tutkielman yhteenveto ja johtopäätökset.

2 TUTKIELMAN TEOREETTINEN OSIO

Teorialla on empiirisessä tutkimuksessa merkittävä rooli paitsi tutkimushypoteesien määrittämisessä myös tutkimustulosten tulkinnassa. Ilman relevanttia teoreettista viitekehystä empiiristen tulosten tulkinta ja analysointi on mahdotonta (Ronen & Yaari 2008, 287–288; Kothari 2001, 106). Tässä luvussa syvennyttään tutkielman kannalta merkittävimpiin teorioihin sekä aiempiin tutkimustuloksiin tutkielman teoreettisen viitekehyksen ja tutkimushypoteesien muodostamiseksi.

2.1 Epäsymmetrinen informaatio tehokkailla pääomamarkkinoilla

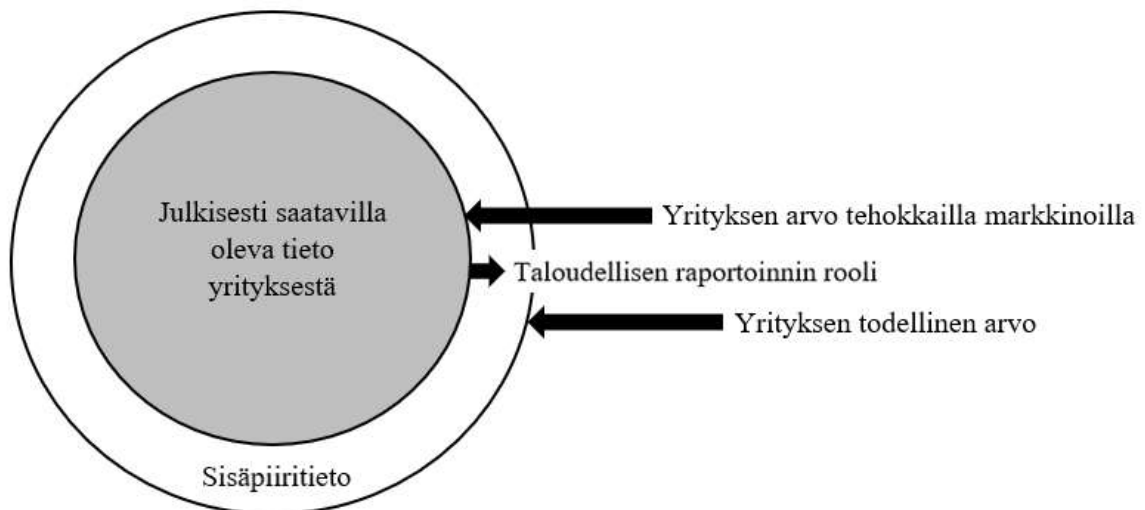
Pääomamarkkinoihin keskittyvä tuloksenohjauksen tutkimus pyrkii lähtökohtaisesti tarkastelemaan tuloksenohjauksen vaikutuksia yritysten taloudelliseen raportointiin ja sitä kautta osakkeiden hintoihin. Tuloksenohjauksen pääomamarkkinaperusteinen lähestymistapa vaatii näin ollen oletuksia siitä, miten yritysten tulosjulkistukset heijastuvat osakekursseihin markkinoilla. (Ronen & Yaari 2008, 289). Lähes poikkeuksetta pääomamarkkinoita tarkastelevissa tutkimuksissa ja teorioissa oletetaan markkinoiden toimivan tehokkaasti. Käytännössä markkinatehokkuudella tarkoitetaan, että kaikki markkinoiden saatavilla oleva julkinen ja olennainen tieto heijastuu osakekursseihin viipymättä (Knüpfer & Puttonen 2018, 168). Toisaalta Fama (1970) on jakanut markkinoiden tehokkuuden kolmeen eri tasoon: heikosti, puolivahvasti sekä vahvasti tehokkaiisiin markkinoihin. Luokittelu perustuu siihen, minkälaisen informaation oletetaan olevan markkinoiden saatavilla ja heijastuvan osakekursseihin. Heikosti tehokkailla markkinoilla osakkeen hinnan katsotaan sisältävän kaiken informaation historiallisista osakekursseista. Puolivahvasti tehokkailla markkinoilla osakkeen hinta heijastaa historiatietojen lisäksi myös kaiken muun julkisesti saatavilla olevan informaation yrityksestä. Vahvan tehokkuuden skenaariossa osakkeen hinta puolestaan sisältää kaiken mahdollisen informaation yrityksestä mukaan lukien historiatiedot, julkisen tiedon sekä sisäpiiritiedon. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 171).

Tyypillisesti markkinatehokkuudesta puhuttaessa tarkoitetaan markkinoiden puolivahvaa tehokkuutta eli sitä, että osakkeiden hinnat heijastavat kaiken julkisesti saatavilla olevan informaation yrityksistä (Scott 2015, 122). Myös tässä tutkielmassa hyödynnettävässä Tuckerin & Zarowinin (2006) soveltamassa mallissa tuloksen informatiivisuuden mittaamiseksi oletetaan puolivahvaa informaation tehokkuutta markkinoilla. Tämä tarkoittaa, että yritysjohdolla on hallussaan tietoja yrityksestä, sen nykyisistä tulovirroista sekä tulevaisuuden näkymistä, joita markkinoilla eli osakkeenomistajilla tai potentiaalisilla sijoittajilla ei vielä ole. Sijoittajien ja yritysjohton välillä vallitsee näin ollen informaation epäsymmetria. Määritelmällisesti epäsymmetrisellä informaatiolla tarkoitetaan tilannetta, jossa jollain osapuolella on enemmän tietoa toiseen osapuoleen nähden markkinatilanteessa (Scott 2015, 22).

Aiemmassa kirjallisuudessa on osoitettu, että informaation epäsymmetria on itseasiassa tuloksenohjauksen ilmenemisen edellytys (Dye 1988; Trueman & Titman 1988). Ilman sisäpiiritietoa ei johdon tuloksenohjauksella olisi sijoittajien kannalta merkitystä, sillä kaikki osapuolet voisivat arvioida yrityksen taloudellista suorituskyyä saman informaation perusteella. Richardsonin (2000) tutkimuksessa yritysten tuloksenohjauksen havaitaan jopa lisääntyvän informaation epäsymmetrian kasvaessa. Informaation epäsymmetrian ollessa korkea myös sijoittajien mahdollisuus havaita yrityksen tuloksenohjausta heikkenee. Toisaalta markkinoilla saatavilla olevan tiedon eli julkisen tiedon määrän katsotaan rajoittavan yritysjohton mahdollisuuksia tuloksenohjaukseen. (Richardson 2000, 344). Healyn ja Wahlenin (1999, 366) mukaan epäsymmetrisen informaation lisäksi myös tilintarkastuksen epätäydellisyys luo yritysjohdolle mahdollisuuden tuloksenohjauksen harjoittamiseen.

Yrityksen taloudellisella raportoinnilla on merkittävä rooli epäsymmetrisen informaation vallitessa markkinoilla, mitä havainnollistetaan kuviossa 1. Vahvasti tehokkaiden eli ns. täydellisten markkinoiden vallitessa yrityksen osakkeen hinnan katsotaan kuvastavan yrityksen todellista arvoa, sillä se pitää sisällään kaiken olemassa olevan informaation yrityksestä. Tässä hypoteettisessa skenaariossa kaikilla markkinaosapuolilla on siis kaikki tieto yrityksestä, eikä informaation epäsymmetriaa ole johdon ja yrityksen sidosryhmien välillä. Kuten edellä on todettu, todellisuudessa markkinat eivät ole täydelliset, sillä yritysjohdolla on hallussaan enemmän tietoa yrityksestä suhteessa

yrityksen ulkopuolisiin sidosryhmiin kuten sijoittajiin. Tehokkaassa markkinatilanteessa yrityksen osakkeen arvo heijastaa kaiken julkisesti saatavilla olevan tiedon yrityksestä. Ero yrityksen todellisen arvon ja tehokkaiden markkinoiden arvon välillä johtuu näin ollen yritysjohtoon hallussa olevasta sisäpiiritiedosta, jota taloudellisella raportoinnilla pyritään kaventamaan. Sisäpiiritiedon määrä ei saisi kasvaa liian isoksi, jotta pääomat allokoituisivat pääomamarkkinoilla mahdollisimman tehokkaasti. (Scott 2015, 141–142). Näin ollen etenkin suurissa pörssiyrityksissä yrityksen taloudellisen raportoinnin rooli on merkittävässä asemassa kommunikoitaessa yrityksen nykyisille ja potentiaalisille sijoittajille. Markkinoiden erilaisesta kysynnästä johtuen pörssiyritysten taloudellisen raportoinnin onkin havaittu olevan listaamattomia yrityksiä laadukkaampaa sääntelyn yhdenmukaisuudesta huolimatta (Ball & Shivakumar 2005, 83–84). Toisaalta sisäpiiritiedon olemassaolo on yrityksille tärkeää muun muassa kilpailuetujen näkökulmasta.



Kuvio 1. Taloudellisen raportoinnin rooli tehokkailla markkinoilla (mukaihen Scott 2015, 141).

Epäsymmetrinen informaatio voi ilmetä lähtökohtaisesti kahdella tavalla: haitallisena valikoitumisena (*engl. adverse selection*) tai moraalikatona (*engl. moral hazard*). Haitallinen valikoituminen tarkoittaa sitä, että yhdellä tai useammalla osapuolella taloudellisessa tilanteessa on informaatioetu toisiin osapuoliin nähden. Esimerkiksi yritysjohtolla on enemmän tietoa yrityksen tulevaisuuden näkymistä kuin sijoittajilla sekä toisaalta myös lukuisia tapoja käyttää informaatioetuaan hyväksi esimerkiksi

harjoittamalla tuloksenohjausta henkilökohtaisen hyödyn saavuttamiseksi. Moraalikaladolla puolestaan tarkoitetaan tilannetta, jossa yhdellä sopimusosapuolella on informaatioetu ja mahdollisuus käyttää asemaansa hyödyksi toisen sopimusosapuolen kustannuksella. Tämä tarkoittaa, että vain toisella sopimusosapuolella on todellisuudessa mahdollisuus tarkkailla sopimuksen noudattamista. (Scott 2015, 22–23). Moraalikato liittyy olennaisesti taloustieteissä paljon tarkasteltuun agenttiongelmahan eli tilanteeseen, jossa yrityksen johto ja omistus ovat hajautuneet. Agenttiongelmahan ilmenee epäsymmetrisen informaation vallitessa, kun yritysjohdolla (agentti) on mahdollisuus toimia omaksi edukseen osakkeenomistajien (päämies) kustannuksella eivätkä omistajat pysty havaitsemaan johdon toimia luotettavasti. Taloudellisen raportoinnin perustavanlaatuisia tehtäviä onkin epäsymmetrisen informaation haitallisen valikoitumisen kaventamisen lisäksi tarjota osakkeenomistajille mahdollisuus valvoa ja arvioida yritysjohtajan toimia agenttiongelmahan hallitsemiseksi. (Beatty ja Harris 1999, 299–300). Valitun pääomamarkkinalähtöisen näkökulman vuoksi tuloksenohjauksen sopimusperusteista näkökulmaa sekä agenttiongelmahan tullaan kuitenkin ainoastaan sivuamaan tässä tutkielmassa. Taloudellisen raportoinnin roolia tarkastellaan näin ollen ennen kaikkea epäsymmetrisen informaation aiheuttaman haitallisen valikoitumisen kaventajana.

Healyn ja Palepun (2001) mukaan epäsymmetrisen informaation aiheuttamia ongelmia markkinoilla vähentävät yritysten taloudellisen raportoinnin ohella analyytikkojen laatimat ennusteet. Analyytikot voivat toiminnallaan auttaa sijoittajia tunnistamaan parempia sijoituskohteita, sillä analyytikoilla on usein enemmän alan tuntemusta sekä resursseja yritysten taloudellisen raportoinnin seuraamiseen ja analysointiin. Analyytikoiden laatimilla ennusteilla on katsottu olevan myös vaikutusta agenttikustannuksiin, jotka syntyvät osakkeenomistajien tarpeesta valvoa yritysjohtajan toimia. (Healy & Palepu 2001, 416–418). Lisääntyneiden analyysien ja ennusteiden on havaittu jopa parantavan taloudellisen raportoinnin läpinäkyvyyttä sekä vähentävän opportunistista tuloksenohjausta. Tämä johtuu siitä, että analyysit ja ennusteet sisältävät myös yrityksen harkinnanvaraiset jaksotuserät, jolloin sijoittajilla on mahdollisuus verrata yrityksen raportoimia lukuja analyytikoiden ennusteisiin. (McInnis & Collins 2011, 219–220).

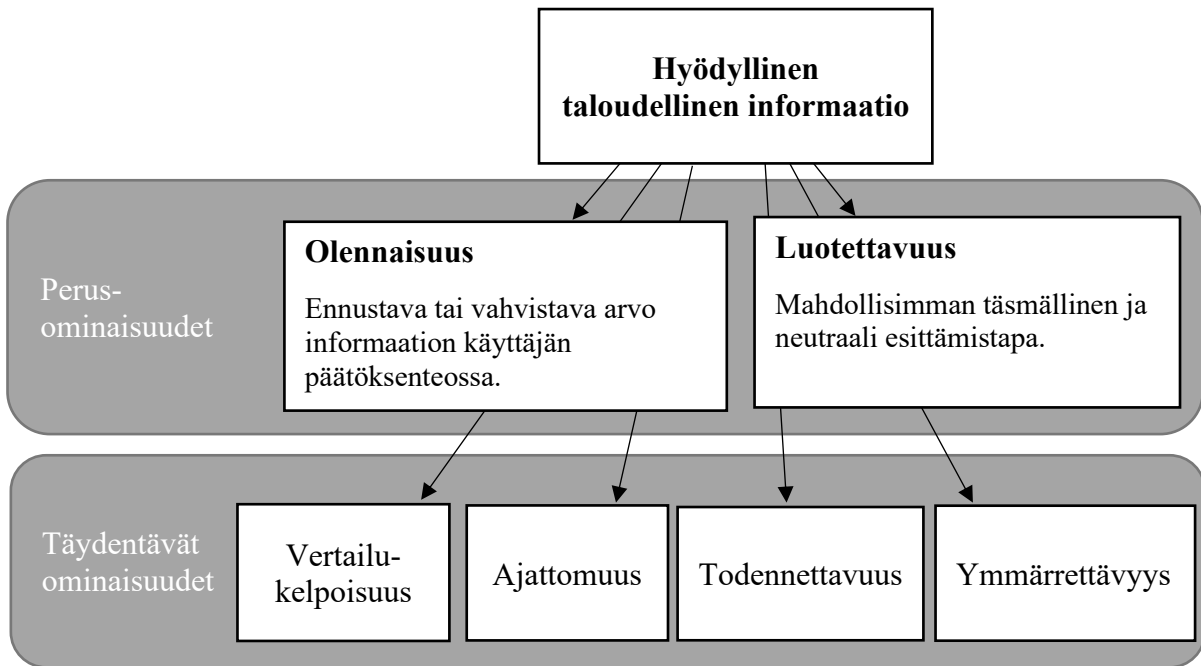
2.2 Taloudellisen informaation hyödyllisyys

Kuten edeltävässä kappaleessa todettiin, yrityksen taloudellisella raportoinnilla on kaksi tehtävää markkinataloudessa: pyrkimys kontrolloida informaation epäsymmetrian haitallisen valikoitumisen ongelmaa sekä moraalikatoa eli esimerkiksi päämies-agenttiongelmia yritysjohdon ja osakkeenomistajien välillä. Gjesdalin (1981) tunnistama perustavanlaatuinen ongelma yritysten taloudellisessa raportoinnissa liittyy sen kahteen edellä mainittuun tehtävään. Ensinnäkin, koska sijoittajien vastuulla on tehdä pääomamarkkinoilla sijoituspäätöksiä, yritysten taloudellisella raportoinnilla pyritään kaventamaan informaation haitallista valikoitumista ja johdon hallussa olevan sisäpiiritiedon määrää. Tätä tehtävää varten yritysten taloudellinen raportointi tulisi olla mahdollisimman olennaista (*engl. relevance*) eli tarjota sijoittajille tietoa yrityksen tulevaisuuden taloudellisista näkymistä, jotta tämä informaatio johtaisi parempiin sijoituspäätöksiin ja tehokkaammin toimiviin markkinoihin. Toisaalta taloudellisen raportoinnin tehtävä on myös kontrolloida moraalikatoa ja agenttiongelmia. Tätä tehtävää varten laskentainformaation tulisi puolestaan olla mahdollisimman luotettavaa (*engl. reliability*), jotta esimerkiksi osakkeenomistajat voisivat arvioida johdon todellista suoriutumista ja sopimusten noudattamista päättyneellä tilikaudella. (Scott 2015, 24).

Ongelma yritysten taloudellisessa raportoinnissa liittyy siihen, että paras tapa mitata ja raportoida mahdollisimman olennaista informaatiota on ristiriidassa luotettavan ja täsmällisen informaation vaatimuksen kanssa. Lähtökohtaisesti historiallisiin hankintahintoihin ja kassavirtoihin perustuva laskenta on täsmällistä ja luotettavaa, sillä luvut ovat paremmin todennettavissa eikä niihin liity merkittävää harkinnanvaraisuutta. Toisaalta pääomamarkkinaperusteisesta näkökulmasta katsottuna sijoittajat ovat kiinnostuneita ensisijaisesti yrityksen tulevaisuuden näkymistä sijoituspäätöksiä tehdessään, jolloin käyvät arvot tarjoavat historiallisia hankintahintoja olennaisempaa informaatiota. Käypiin arvoihin perustuva laskenta sisältää kuitenkin tyypillisesti paljon harkinnanvaraisuutta ja johdon omia arvioita. Käytännössä taloudellisen raportoinnin ristiriidassa olevat tavoitteet ovat johtaneet siihen, että tilinpäätösstandardit koostuvat sekä historiallisiin hankintahintoihin perustuvista komponenteista että käyvistä arvoista,

joiden avulla yritysten tilinpäätösraportointiin pyritään saavuttamaan keskitason olennaisuus ja luotettavuus (Scott 2015, 24–25, 56–57).

Myös kansainväliset IFRS-standardit ovat omaksuneet olennaisuuden ja luotettavuuden taloudellisen informaation ominaispiirteiksi. IFRS-tilinpäätösstandardien käyttö on ollut Suomessa ja muissa Euroopan unioniin kuuluvissa maissa pakollista listattujen yhtiöiden konsernitilinpäätösten osalta vuodesta 2005 lähtien, ja IFRS-standardeille ominaisena on pidetty erityisesti niiden sijoittajalähtöisyyttä. Kansainvälisen tilinpäätösstandardilautakunnan eli IASB:n laatiman IFRS-standardien käsitteellisen viitekehyksen mukaan yritysten taloudellisen raportoinnin tavoitteena on tarjota informaatiota, joka on hyödyllistä sijoittajille, lainanantajille ja muille tilinpäätöksen käyttäjille näiden tehdessä päätöksiä resurssiensa tarjoamisesta yrityksen käyttöön. Viitekehyksessä todetaan päätöstentekotilanteiden liittyvän sekä sijoituspäätöksiin että yritysjohton toimien arviointiin, jota varten tilinpäätöksen käyttäjä tarvitsee tietoa sekä yrityksen tulevaisuuden näkymistä että johdon toimista ja kyvystä hoitaa yrityksen taloudellisia resursseja. Hyödyllisen informaation perusominaisuuksiksi IASB on näin ollen nimennyt sekä olennaisuuden että luotettavuuden. Perusominaisuuksien ohella informaation hyödyllisyyttä voi edistää myös täydentävillä ominaisuuksilla, joita ovat tiedon vertailukelpoisuus, todennettavuus, ajantasaisuus sekä ymmärrettävyys. Huomionarvoista kuitenkin on, ettei yksin täydentävillä ominaisuuksilla voida tehdä hyödyttömästä informaatiosta hyödyllistä. Toisin sanoen, niillä ei voida korvata hyödyllisen informaation vaatimusta olennaisuudesta ja luotettavuudesta. (IFRS Conceptual Framework Project Summary 2018, 5–6). IFRS-standardien mukaisen hyödyllisen taloudellisen informaation ominaisuudet on esitetty kuviossa 2.



Kuvio 2. Hyödyllisen taloudellisen informaation ominaisuudet (mukaihen IFRS Conceptual Framework Project Summary 2018, 6).

Yhteenvedona voidaan todeta, että vaikka hyödyllisen ja laadukkaan taloudellisen informaation käsitteeseen vaikuttaakin olennaisesti standardien laatijoiden linjaukset, olennaisen ja luotettavan taloudellisen informaation välillä piilevän ristiriidan vuoksi täydellisten standardien määrittäminen on käytännössä mahdotonta (Teets 2002, 355). Vastoin yleistä harhakäsitystä yleisesti hyväksyttyä ja teoreettisesti oikeaa tilikauden tuloksen laskentatapaa on siten mahdotonta määrittellä (Scott 2015, 24). Myös Dechow, Ge ja Schrand (2010, 344– 345) ovat todenneet, että yhtä oikeaa tuloksen laadun käsitettä on mahdotonta määrittää, sillä tuloksen laadun määrittelee lopulta tilinpäätöksen käyttäjien henkilökohtaiset tarpeet erilaisissa tilanteissa. Se, missä määrin tilinpäätöksen käyttäjä arvostaa olennaisuutta ja tulevaisuuspainotteisuutta yrityksen taloudellisessa raportoinnissa mahdollisimman täsmällisen ja luotettavan informaation sijaan, onkin mielenkiintoinen kysymys.

2.3 Tuloksen informatiivisuus

Perinteisesti tuloslaskelmaa on pidetty yhtenä tilinpäätöksen tärkeimmistä komponenteista (Lev 1989, 155). Grahamin ym. (2005, 13) tutkimuksen mukaan

yritysjohtajien keskuudessa tulosta pidettiin tärkeimpänä yrityksen taloudellisen suorituskyvyn mittarina ulkoisille sidosryhmille raportoitaessa. Hyödyllisen taloudellisen informaation kahdesta perustavanlaatuisesta ominaisuudesta tuloksen informatiivisuuden käsitteeseen liittyy vaatimus informaation olennaisuudesta. Erityisesti toimivien pääomamarkkinoiden näkökulmasta informaation olennaisuuden eli informatiivisuuden vaatimus onkin korostunut arvioitaessa raportoidun tuloksen hyödyllisyyttä sijoittajien kannalta. Myös tässä tutkielmassa painotetaan tuloksen informatiivisuutta hyödyllisen taloudellisen raportoinnin ominaispiirteinä tutkielman pääomamarkkinälähtöisen lähestymistavan mukaisesti. Pörssiyhtiöiden hajautuneen sijoittajakunnan oletetaan näin ollen olevan ensisijaisesti kiinnostuneita yrityksen tulevaisuuden suorituskyvystä tehdessään sijoituspäätöksiä markkinoilla. Tässä kappaleessa syvennytään tarkemmin tuloksen informatiivisuuden käsitteeseen.

Tuloksen informatiivisuuden vaatimus syntyy ensisijaisesti sijoittajien tarpeesta ennakoita yrityksen tulevaisuuden kassavirtoja ja riskiä, jotta he pystyvät tekemään parempia sijoituspäätöksiä markkinoilla (Ronen & Yaari 2008, 6–7). Tuloksen informatiivisuutta arvioitaessa pääpaino on johdon menneen kauden toimien arvioinnin sijaan yrityksen tulevaisuuden näkymissä ja taloudellisessa suorituskyvyssä. Mikäli sijoittajat pystyvät arvioimaan paremmin yritysten tulevaa taloudellista suoriutumista, he myös pystyvät tekemään parempia sijoituspäätöksiä. Tuloksen informatiivisuuden merkitys korostuu siis erityisesti toimivien pääomamarkkinoiden näkökulmasta, sillä paremmat sijoituspäätökset johtavat pääoman tehokkaampaan allokoitumiseen markkinoilla. Tuloksen informatiivisuuden katsotaan kasvavan, mikäli harkinnanvaraisuutta tilinpäätöksen ja tuloksen laskennassa käytetään tehokkaasti yrityksen tulevaisuuden suorituskyvyn heijastamiseksi yrityksen kuluvan kauden raportoitavaan tulokseen (Tucker & Zarowin 2006, 251). Tuloksen informatiivisuutta heikentäisi merkittävästi, mikäli lainsäädännöllä eliminoidaisiin kaikki joustonvara tilinpäätöksessä ja tuloksen laskennassa. Harkinnanvaraisuus tilinpäätöksen laadinnassa nimittäin mahdollistaa yrityksen ja sen toimialan erityispiirteiden huomioimisen sekä tilinpäätöksen informaatioarvon kasvattamisen (Ikäheimo ym. 2016, 103).

Kirjallisuudessa on osoitettu, että yritysten tulosjulkistuksiin sisältyy merkittävä informaatioarvo sijoittajien päätöksenteon kannalta (ks. mm. Ball & Brown 1968).

Empiirisissä tutkimuksissa tuloksen informatiivisuutta on havainnollistettu tyypillisesti julkaistun tuloksen ja yrityksen osakekurssin muutoksen välisellä yhteydellä. Mitä informatiivisemmän tuloksen yritys julkaisee, sitä enemmän sillä katsotaan olevan vaikutusta sijoittajien sijoituspäätöksiin. Kirjallisuudessa käytetään myös tyypillisesti termiä arvorelevanssi, kun tarkastellaan osakekurssien reaktioita yrityksen tulosjulkistuksiin. Arvorelevanssisteissä käytetyllä tulosvastekertoimella eli ERC-kertoimella (*engl. earnings response coefficient*) pyritään määritelmällisesti mittaamaan epänormaalia eli yleisestä markkinakehityksestä poikkeavaa osaketuottoa suhteessa raportoituun odottamattomaan tulokseen. Teoriassa ERC-kerroin on sitä korkeampi mitä informatiivisemmän tuloksen yritys raportoi. Käytännössä tutkijoiden haasteena on kuitenkin ollut sijoittajien odotusten arvioiminen, sillä tehokkailla markkinoilla sijoittajien odotetaan reagoivan vain siihen tulosjulkistuksen osaan, jota ei olla osattu odottaa. (Scott 2015, 153–172). Arvorelevanssisteihin ja tuloksen informatiivisuuden tarkasteluun onkin kehitelty empiirisissä tutkimuksissa erilaisia lähestymistapoja yksinkertaisemmista malleista monimutkaisempiin menetelmiin.

Vaikka tuloksen laadun käsite ei ole kirjallisuudessa vakiintunut, on tuloksen informatiivisuus liitetty lähes poikkeuksetta osaksi tuloksen laadukkuutta. Tuloksen laatua on arvioitu esimerkiksi tarkastelemalla tuloksen pysyvyyttä sekä ennustekykä, jotka molemmat parantavat yhtäältä tuloksen informatiivisuutta. Ennustekyvällä tarkoitetaan määritelmällisesti taloudellisen raportoinnin kykyä parantaa käyttäjän mahdollisuuksia ennustaa yrityksen tulevaisuuden suoriutumista. (Schipper & Vincent 2003, 99–100). Tuloksen ennustekyky on olennainen osa tuloksen informatiivisuutta, sillä kuten edellä todettiin, esimerkiksi jaksotuserien avulla johto voi parantaa tuloksen informatiivisuutta ja hyödyllisyyttä sijoittajille, mikäli se käyttää niitä tehokkaasti yrityksen tulevaisuuden suoristuskyvyn heijastamiseksi yrityksen taloudelliseen raportointiin (Tucker & Zarowin 2006, 251). Toisaalta tulosta on myös pidetty laadukkaampana, kun sen heilahtelu on vähäisempää, mikä on mielenkiintoinen näkökulma nimenomaan tuloksen tasoittamisen tutkimuksen kannalta. (Schipper & Vincent 2003, 101). Tuloksen vaihtelevuuden on yleisesti katsottu heikentävän tuloksen ennustettavuutta, mikä puolestaan johtaa tuloksen informatiivisuuden ja hyödyllisyyden vähentymiseen sijoittajien päätöksenteossa (Dichev & Tang 2009 160).

Tuloksen pysyvyys kuvastaa määritelmällisesti sitä, missä määrin yrityksen raportoimasta tulosinformaatiosta tulee pysyvä osa yrityksen tulosvirtaa. (Schipper & Vincent 2003, 99). Subramanyamin ja Wildin (1996, 252) mukaan tuloksen pysyvyyden määrittelee se, kuinka suuri osa kuluvan kauden tulosinformaatiosta säilyy osana tulevien tilikausien tuloksia ja kuinka pitkään. Tuloksen pysyvyyttä on pidetty laadukkaan tuloksen ominaispiirteenä, sillä sen on katsottu lisäävän tuloksen hyödyllisyyttä sijoittajien päätöksenteossa. Tuloksen pysyvyyttä pidetään tuloksen hyödyllisyyden kannalta olennaisena, sillä tuloksen pysyvyyden ja yrityksen osaketuotto-tulossuhteen välillä on osoitettu olevan positiivinen yhteys. (Schipper & Vincent 2003, 100). Toisaalta, koska tuloksen informatiivisuutta havainnollistetaan tyypillisesti yrityksen raportoiman tuloksen ja osakekurssin muutoksen välisellä yhteydellä, on tuloksen pysyvyys merkittävästi yhteydessä tuloksen informatiivisuuden asteen kanssa.

Tuckerin ja Zarowinin (2006) tutkimusta mukailleen, tässä tutkielmassa tuloksen informatiivisuudella käsitetään ennen kaikkea yrityksen raportoiman tuloksen kykyä heijastaa informaatiota yrityksen tulevaisuuden tuloksista ja kassavirroista. Käytännössä Tuckerin ja Zarowinin (2006) soveltama FERC-malli tuloksen informatiivisuuden mittaamiseksi tarkastelee sitä, kuinka paljon yrityksen kuluvan kauden osaketuotto sisältää informaatiota yrityksen tulevaisuuden tuloksista. Mitä enemmän yrityksen kuluvan kauden osaketuotto sisältää informaatiota yrityksen tulevaisuuden tuloksista, sitä informatiivisemmaksi raportoitu tulos tulkitaan. Ensisijaisena mielenkiinnon kohteena on siten perinteisen ERC-kertoimen sijasta tulevaisuuden tulojen vastekerroin eli FERC-kerroin. Tucker ja Zarowin (2006, 252) toteavat osaketuottojen olevan paras tapa tarkastella tulosraportoinnin informatiivisuutta yritysten tulevaisuuden tulosten suhteen kahdesta syystä. Ensinnäkin, vaikka raportoitua tulosta käytetään usein suoraan ennustettaessa yrityksen tulevaisuuden näkymiä, on tuloksella tässä tehtävässä myös välillinen rooli. Yrityksen tulostietoja voidaan nimittäin käyttää myös epäsuorasti yrityksen tulevaisuuden tulojen ennustamiseen, kun sijoittajat yhdistävät raportoidun tulosinformaation muiden informaatiolähteiden kanssa. Tarkastelemalla yrityksen osakkeen hintaa, joka heijastaa kaiken julkisesti saatavilla olevan tiedon markkinoilla, huomioidaan sekä tulosjulkistuksen suora että epäsuora rooli yrityksen tulevaisuuden tulosten ennustamisessa. Toiseksi, osaketuottojen hyödyntämistä raportoidun tuloksen informatiivisuutta arvioitaessa puoltaa se, että muutokset sijoittajien odotuksissa

yrittäjien tulevaisuuden näkymien suhteen saattavat olla seurausta shokista, joka ei näy yrityksen realisoidussa tuloksessa. Sijoittajien odotusten muutokset heijastuvat sen sijaan yritysten osakekursseihin. (Tucker & Zarowin 2006, 252). Tuloksen informatiivisuuden mittaamiseen ja FERC-kertoimeen syvennyttään tarkemmin tutkielman luvussa 3.

2.4 Tuloksenohjaus

Johdon tuloksenohjauksella voi olla merkittävä vaikutus yrityksen raportoimaan tulostietoon, joten ei liene ihme, että tuloksenohjaus on kiinnostanut tutkijoita jo pitkään. Kasanen, Kinnunen ja Niskanen (1996, 284) ovat luokitelleet tuloksenohjauksen tutkimuksen kolmeen eri kategoriaan: tuloksen tasoittamisen tutkimukseen, sopimusperusteiseen tuloksenohjauksen tutkimukseen sekä tuloksenohjauksen metodologisia mittausongelmia käsittelevään tutkimusalaan. Vaikka tässä tutkielmassa tarkastellaan tuloksenohjauksen erilaisista muodoista nimenomaan tuloksen tasoittamista, on ensin syytä perehtyä tuloksenohjaukseen myös yleisemmällä tasolla. Tässä kappaleessa syvennyttään tuloksenohjauksen moninaiseen määrittelyyn kirjallisuudessa sekä tuloksenohjauksen erilaisiin keinoihin ja muotoihin.

2.4.1 Tuloksenohjauksen määrittely

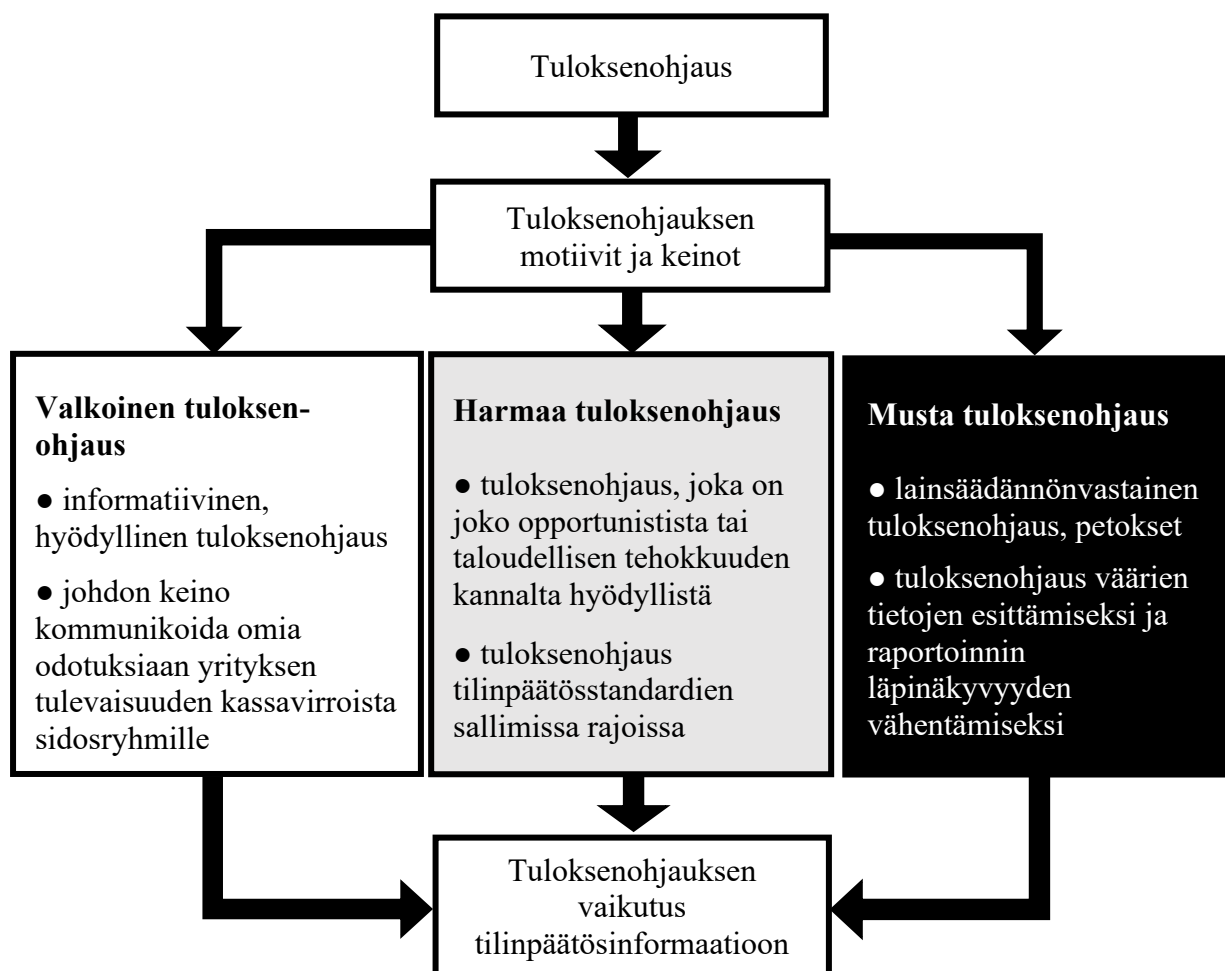
Tuloksenohjauksen tutkimuksen pitkistä perinteistä ja laajuudesta huolimatta kirjallisuudessa ei ole omaksuttu yleisesti hyväksyttyä määritelmää tuloksenohjaukselle, mikä saattaa vaikuttaa empiiristen havaintojen tulkintaan ja niistä tehtyihin johtopäätöksiin (Beneish 2001, 4). Beneishin (2001, 5) mukaan valtaosa tuloksenohjauksen tutkimuksesta keskittyy nimenomaan tilinpäätösinformaatiota vääristävän tuloksenohjauksen tarkasteluun. Eräs kirjallisuudessa laajasti käytetty tuloksenohjauksen määritelmä onkin Healyn ja Wahlenin (1999, 368) esittämä määrittely, jonka mukaan tuloksenohjauksella tarkoitetaan johdon harkintavallan käyttöä yrityksen taloudellisessa raportoinnissa joko harhaanjohtaen sidosryhmiä tai vaikuttaen taloudellisiin lukuihin sidottuihin sopimuksiin. Myös esimerkiksi Jorissen ja Otley (2010,

3) kuvailevat tutkimuksessaan tuloksenohjausta termein *'kirjanpidon numeroiden vääristäminen'* ja *'manipuloiminen'*. Tuloksenohjauksesta käytetään suomenkielisessä tutkimuksessa myös termejä *'tuloksen järjestely'* ja *'tuloksen manipulointi'*. Monista kirjallisuudessa käytetyistä termeistä välittyy tuloksenohjauksen pahamaineisuus ja sen tilinpäätösinformaatiota heikentävä vaikutus.

Beneish (2001) nostaa artikkelissaan esille alun perin Holthausenin ja Leftwichin (1983) esittelemän tuloksenohjauksen jaottelun opportunistiseen näkökulmaan sekä informatiiviseen näkökulmaan. Opportunistisella tuloksenohjauksella tarkoitetaan, että johto yrittää tuloksenohjauksen keinoin tietoisesti harhauttaa sijoittajia. Informatiivisen näkökulman mukaan tuloksenohjaus nähdään puolestaan johdon keinona paljastaa sijoittajille omia odotuksiaan yrityksen tulevaisuuden kassavirroista, jolloin se voi myös parantaa tilinpäätöksen taloudellisen informaation hyödyllisyyttä. (Beneish 2001, 3). Etenkin 2000-luvulla tuloksenohjaus on kuitenkin näyttäytynyt ensisijaisesti negatiivisessa valossa useiden suurten kirjanpitoskandaalien vuoksi. Enronin ja Worldcomin tapaukset ovat eräitä merkittävimpiä esimerkkejä opportunistisesta tuloksenohjauksesta ja kirjanpitoskandaaleista, jotka johtivat suuriin konkursseihin Yhdysvalloissa (Jiraporn ym. 2008, 622–623). Dechowin ja Skinnerin (2000) mukaan tyypillisesti etenkin lainsäätäjien ja ammatinharjoittajien keskuudessa tuloksenohjaus on nähty laajalle levinneenä ja ongelmallisena ilmiönä. Alan akateeminen tutkimus ei kuitenkaan ole havainnut tuloksenohjausta esiintyvän laaja-alaisesti yritysten keskuudessa, eikä sijoittajien kannalta tuloksenohjauksesta olla oltu yhtä huolestuneita. (Dechow & Skinner 2000, 235–236).

Ronen ja Yaari (2008, 25–26) luokittelevat tuloksenohjauksen määrittelylle kolme erilaista kategoriaa, jotka esitetään kuviossa 3. Informatiivista tuloksenohjausta parhaiten kuvaavalla valkoisella tuloksenohjauksella tarkoitetaan laskentatoimen joustojen hyödyntämistä yritysjohton omien odotusten paljastamiseksi yrityksen tulevaisuuden näkymistä ja kassavirroista. Harmaalla tuloksenohjauksella tarkoitetaan johdon kirjanpidollisia valintoja lainsäädännön sallimien rajojen sisällä, jotka ovat joko opportunistisia eli yksin johdon etua palvelevia tai taloudellisen tehokkuuden kannalta hyödyllisiä. Musta tuloksenohjauksen määritelmään liittyy puolestaan suoranainen taloudellisen raportoinnin vääristely ja kirjanpidolliset petokset. (Ronen ja Yaari 2008,

25–26). Mustaa tuloksenohjauksen määritelmää ei siten voida tulkita lainsäädännön sallimissa rajoissa tapahtuvaksi tuloksenohjaukseksi. Tuloksenohjauksen erilaisten määrittelyjen taustalla vaikuttavat erilaiset ajatukset tuloksenohjauksen motiiveista ja keinoista sekä toisaalta tuloksenohjauksen vaikutuksista yritysten taloudelliseen raportointiin.



Kuvio 3. Tuloksenohjauksen erilaisten määritelmien luokittelua (mukailien Ronen & Yaari 2008, 25–26).

Ronen ja Yaari (2008, 25–16) katsovat, että monet kirjallisuudessa laajasti käytetyt tuloksenohjauksen määritelmät, kuten edellä esitetty Healyn ja Wahlenin (1999) määritelmä, kuvaavat nimenomaan mustaa tuloksenohjausta. Toisaalta myös Healy ja Wahlen (1999, 369) tunnistavat johdon mahdollisuuden harkintavallan käyttämiseen tilinpäätösinformaation laatua parantaen, mutta tämä näkökulma on rajattu heidän tuloksenohjauksen määritelmänsä ulkopuolelle. Myös muun muassa Richardson (2000,

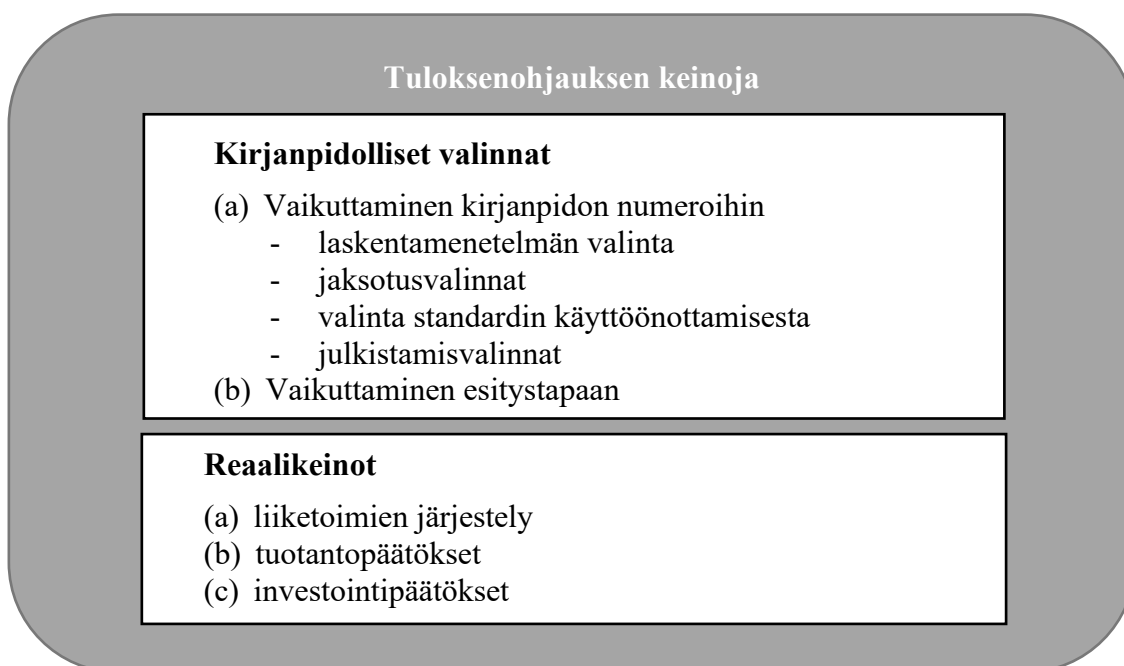
325) määrittelee tuloksenohjaukseksi johdon harkintavallan käytön tilinpäätöksessä vain siinä tapauksessa, kun sillä pyritään manipuloimaan tulosraportointia. Vaikka kirjallisuudessa siis tunnustetaan mahdollisuus tuloksenohjaukseen tilinpäätöksen informaatioarvon kasvattamiseksi, valtaosa tehdyistä tutkimuksista on keskittynyt tuloksenohjauksen tarkasteluun yksinomaan negatiivisena ilmiönä. Tällainen lähestymistapa saattaa kuitenkin olla ongelmallinen, sillä valtaosa tuloksenohjauksen tutkimuksesta perustuu tilinpäätöslukujen tilastolliseen tarkasteluun, jonka perusteella ei voida luotettavasti arvioida esimerkiksi yrityksen jaksotusratkaisujen taustalla vallitsevia syitä. Kepsu (2012, 20) huomauttaakin yrityksen taloudellisen raportoinnin olevan moniulotteinen sosiaalisesti rakennettu prosessi, joten tuloksenohjaukseen sekä sen motiiveihin ja keinoihin liittyy enemmän tulkinnanvaraisuutta kuin aiempi kirjallisuus antaa ymmärtää.

Kaiken kaikkiaan yhtä oikeaa ja täsmällistä tuloksenohjauksen määritelmää ei kirjallisuudesta ole löydettävissä, sillä tutkijan oma lähestymistapa vaikuttaa tuloksenohjauksen määrittämiseen olennaisesti. Esimerkiksi Scott (2015, 445) on tulkinnut tuloksenohjauksen laaja-alaisesti ja määritellyt tuloksenohjauksen yritysjohdon kirjanpidollisiksi tai liiketoiminnallisiksi valinnoiksi, joiden tarkoituksena on saavuttaa yrityksen tavoittelema julkistettava tulos. Määritelmä ei sulje pois informatiivista tai opportunistista tuloksenohjausta, vaan tuloksenohjausta tarkastellaan sen taustalla vallitseviin motiiveihin puuttumatta. Myös tässä tutkielmassa tulkitaan tuloksenohjaus laaja-alaisena ilmiönä, sillä tutkielman tarkoitus on ottaa huomioon tuloksenohjauksen erilaiset näkökulmat mukaan lukien sen potentiaalinen hyödyllisyys sijoittajien kannalta.

2.4.2 Tuloksenohjauksen keinot

Tuloksenohjauksen keinot on aiemmassa kirjallisuudessa luokiteltu kirjanpidollisiin sekä reaalsiin keinoihin. Jorissen ja Otley (2010, 10) ovat eritelleet tuloksenohjauksen keinoja yhä tarkemmalla tasolla, mitä havainnollistetaan kuviossa 4. Kirjanpidolliset keinot voidaan jakaa kirjanpidon numeroihin sekä esitystapaan vaikuttamiseen. Kirjanpidon numeroihin vaikuttaminen voi ilmetä esimerkiksi erilaisten laskentamenetelmien valinnoilla. Toisaalta kirjanpidon numeroihin voidaan vaikuttaa myös jaksotusvalinnoilla

suoriteperusteisessa laskennassa. Valtaosa tuloksenohjauksen tutkimuksesta onkin keskittynyt jaksotuserien tarkasteluun, joka pitää sisällään muun muassa tulojen tunnistamisen, poistot ja arvonalentumiset, omaisuuserien arvostamisen sekä luottotappioiden kirjaamisen. Toisinaan kirjanpitovelvollisilla on mahdollisuus myös vaikuttaa uuden standardin käyttöönottamisen ajoitukseen tai soveltamiseen, mikä saattaa vaikuttaa raportoitaviin lukuihin. Julkistamisvalinnoilla viitataan esimerkiksi siihen, miten yksityiskohtaista informaatiota yritys raportoi kuvaillessaan laskentakäytäntöjään. Kirjanpidolliset esitystapaan liittyvät valinnat koskevat sen sijaan esimerkiksi tilinpäätöserien luokittelu- ja yhdistelyvalintoja, joilla saatetaan vaikuttaa tilinpäätöksen läpinäkyvyyteen ja ymmärrettävyyteen. Tuloksenohjauksen reaalikeinot voidaan vielä luokitella erikseen liiketoimien järjestelyyn, tuotantopäätöksiin sekä investointipäätöksiin. (Jorissen ja Otley 2010, 8–10; Kepsu 2012, 39–40).



Kuvio 4. Tuloksenohjauksen keinoja (mukaihen Jorissen & Otley 2010, 10).

Valtaosa tuloksenohjauksen tutkimuksesta on keskittynyt jaksotuserien tarkasteluun. Jaksotuserien perustavanlaatuisen tehtävä suoriteperusteisessa laskennassa on siirtää tai mukauttaa kassavirtojen kirjaamista ajan myötä siten, että oikaistut luvut kuvaisivat paremmin yrityksen taloudellista suorituskykyä. Jaksotuserien kirjaamiseen liittyy kuitenkin huomattava määrä oletuksia ja arvioita yrityksen tulevaisuuden kassavirroista.

(Dechow & Dichev 2002, 35). Kirjanpitolain mukaan tilinpäätöksen on annettava oikea ja riittävä kuva yrityksen toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta olennaisuusperiaatteen mukaisesti huomioiden yrityksen toiminnan laatu ja laajuus (KPL 1997/1336 3:2 §). Tästä syystä myös harkinnanvaraisten jaksotuserien käsittely on mahdollista oikean ja riittävän kuvan mukaisten rajojen sisällä. Tuloksenohjauksen arviointiin yksin harkinnanvaraisten jaksotuserien perusteella liittyy siten haasteita, sillä on vaikeaa tai jopa mahdotonta arvioida, missä määrin harkinnanvaraiset jaksotukset ovat liittyneet nimenomaan johdon tuloksenohjaukseen, ja mikä on ollut kirjanpitolain vaatimusten kannalta välttämätöntä. Tuloksenohjauksen tutkimuksen onkin kritisoitu nojautuvan jaksotuseriin liian suoraviivaisesti. Tuloksen jaksottamista ja jaksotuserien vaihtelua ei tulisi tulkita automaattisesti haitalliseksi tuloksenohjaukseksi, sillä jaksotuserät mahdollistavat lähtökohtaisesti tilinpäätöksen informaatioarvon kasvattamisen ja ovat syy sille, että laskentatoimen ammattilaisia tarvitaan. (Ball 2013, 850–852).

Kritiikistä ja haasteista huolimatta nimenomaan jaksotuserien tarkastelua tuloksenohjauksen välineenä puoltaa se, että jaksotuserät ovat jatkuvasti johdon käytössä oleva keino ohjata raportoitavaa tulosta. Esimerkiksi erilaisten laskentamenetelmien valinnat ovat sen sijaan lähtökohtaisesti kertaluonteisia valintoja, joiden osalta yrityksen on noudatettava johdonmukaisuutta ja jatkuvuutta, eikä johto voi näin ollen hyödyntää menetelmävalintoja tuloksenohjauksessa tilikaudesta toiseen (Ihantola & Leppänen 2018, 122–123). Lisäksi harkinnanvaraiset jaksotusvalinnat ovat ulkopuoliselle tilinpäätöksen käyttäjälle menetelmävalintoja huomattavasti vaikeammin havaittavissa (Schipper 1989, 92–93). Sloanin (1996, 289–290) mukaan sijoittajat eivät usein ymmärrä kassavirtojen ja jaksotuserien erilaista informaatioisisältöä vaan keskittyvät ensisijaisesti yrityksen raportoimaan tulokseen sellaisenaan.

Jaksotuserien ohella myös reaalisen tuloksenohjauksen tutkimus on nostanut suosiotaan viime vuosikymmeninä (ks. esim. Roychowdhury 2006). Jaksotuserien avulla tapahtuvasta tuloksenohjauksesta poiketen, reaalisella tuloksenohjauksella vaikutetaan suoraan yrityksen kassavirtoihin erilaisilla liiketoimintapäätöksillä. Muun muassa tästä syystä reaalin tuloksenohjaus on usein nähty kirjanpidollisia keinoja haitallisempana tuloksenohjauksen muotona. Esimerkiksi tuotekehitysmenojen leikkaaminen tai tuotantopäätöksen viivästyttäminen tilikauden tulostavoitteen saavuttamiseksi saattaa

vaikuttaa yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja arvoon heikentävästi (Acharya & Lambrecht 2015, 2535). Tästä huolimatta Grahamin, Harveyn ja Rajgopalin (2005, 35–36) tutkimuksen mukaan yritysjohto käyttää reaalisia tuloksenohjauksen keinoja jopa kirjanpidollisia keinoja mieluummin, sillä he kokevat oikeus- sekä maineriskinsä näin vähäisemmiksi.

2.4.3 Tuloksenohjauksen muodot

Scott (2015, 447) jakaa tuloksenohjauksen neljään erilaiseen malliin: kertaluontoiseen ”kylpyyn”, tuloksen minimointiin, tuloksen maksimointiin sekä tuloksen tasoittamiseen. Englanninkielisellä termillä *’taking a bath’* tarkoitetaan kertaluonteista kulukirjausten liioittelua, jossa yritys tekee yhden tilikauden ajalta kaikki mahdolliset alaskirjaukset, jotka vähentäisivät myöhemmin tulevien tilikausien tuloksia. Odotuksena tällöin on, että vaikka kertaluonteinen tappio saattaa alentaa hetkellisesti yrityksen arvoa markkinoilla, sijoittajien ja analyytikoiden oletetaan keskittyvän ensisijaisesti yrityksen tulevaisuuden näkyymiin. (Sevin & Schroeder 2005, 49). Tällaiset tapaukset liittyvät usein organisaation muutostilanteisiin ja esimerkiksi yritysjohton vaihtumiseen. Johto saattaa myös ajatella, että mikäli joudutaan joka tapauksessa raportoimaan tappiollinen tulos, se voi yhtä hyvin raportoida kerralla suuremman tappion. Seuraavalla tilikaudella toiminta ja raportointi saadaan aloittaa näin ikään puhtaalta pöydältä. (Scott 2015, 447.)

Myös tuloksen minimointi kuvastaa yrityksen raportoimaa tulosta heikentävää tuloksenohjauksen muotoa, mutta se ei ole yhtä radikaalia kuin edellä mainittu ”kylpy”. Ensinnäkin, pienempi tulos tarkoittaa lähtökohtaisesti yrityksille vähemmän maksettavaksi tulevia veroja. Niskasen ja Keloharjun (2000, 443) mukaan erityisesti suomalaiset yritykset ovat tunnetusti ohjanneet tuloksiaan alaspäin verotuksellisista syistä johtuen. Suomalainen kirjanpitonormisto on mahdollistanut aiemmin yrityksille lukuisia keinoja ohjailta tuloksiaan. Kasasen ym. (1996) tutkimushavaintojen mukaan suomalaisten pörssiyritysten kansallisten säädösten mukaan lasketut tulokset ovat olleet vain kolmanneksen kansainvälisten IAS-standardien mukaisesti lasketuista tuloksista 1970–1980 luvulla. Tuloksen minimointia voidaan katsoa siis esiintyneen merkittävästi Kasasen ym. (1996) tutkimuksen tarkastelujakson aikana Suomessa. Toisaalta tuloksen

minimoinnin taustalla voi olla verotuksellisten syiden lisäksi esimerkiksi poliittisesti merkittävien tai ulkopuoliselta kilpailulta suojautuvien yritysten pyrkimys piilottaa hyvää kannattavuuttaan (Scott 2015, 447).

Tuloksenohjauksen keinoin johto saattaa pyrkiä myös maksimoimaan yrityksen raportoitavaa tulosta. Tuloksen maksimoinnin taustalla yrityksissä voi olla muun muassa tulokseen sidotut johdon palkkiojärjestelmät (ks. Healy 1985) tai lainoihin liittyvät kovenattiehdot (ks. Defond & Jiambalvo 1994). Dechow, Ge, Larson ja Sloan (2011) havaitsivat opportunistista tuloksen maksimointia erityisesti yrityksillä, jotka olivat menestyneet edellisillä tilikausilla ja joiden osakkeen arvo oli korkealla. Taloudellisen menestyksen taannuttua osakkeen arvoa pyrittiin ylläpitämään tuloksenohjauksen keinoin yrityksen tulosta maksimoimalla, jolloin osakkeen hinta ei tutkimuksen mukaan enää vastannut yrityksen todellista suoristuskykyä. (Dechow ym. 2011, 76–77). Toisaalta tuloksen maksimointia tarkastellessa on huomioitava, että mikäli yritys ei menesty markkinoilla, ei lyhytvaikutteisilla jaksotusratkaisuilla voida piilottaa huonoa kannattavuutta loputtomasti (Scott 2015, 445–446). Mikäli tavoitetulokseen on päästy tulosta parantavilla harkinnanvaraisilla jaksotusratkaisuilla, on loogista, että jaksotuskirjausten yhteisvaikutusten suunta muuttuu ennemmin tai myöhemmin, sillä johdon vaikutettavissa olevia jaksotuskirjauksia on rajallinen määrä.

Neljäs tuloksenohjauksen muoto Scottin (2015) luokittelun perusteella on tuloksen tasoittaminen. Sopimusperusteisesta näkökulmasta riskiä kaihtava yritysjohto saattaa suosia tasaisempaa tulosvirtaa esimerkiksi tasaisemman palkitsemisen saavuttamiseksi. Toisaalta taloudellisen raportoinnin näkökulmasta tuloksen tasoittamisella voidaan vastuullisesti käytettynä kommunikoida johdon hallussa olevaa sisäpiiritietoa ja odotuksia yrityksen tulevaisuuden näkymistä markkinoille. (Scott 2015, 447). Tuloksen tasoittamiseen syvennyttään tarkemmin kappaleessa 2.4.

Kaiken kaikkiaan erilaiset tuloksenohjauksen muodot juontavat juurensa yritysten erilaisista tavoitteista tuloksenohjauksen taustalla. Valittu tuloksenohjausstrategia saattaa vaihdella ajan mittaan johtuen muutoksista esimerkiksi yrityksen sopimuksissa, kannattavuudessa tai poliittisessä näkyvyydessä. Toisaalta yrityksessä saattaa jopa samanaikaisesti esiintyä tuloksenohjauksen kannalta ristiriitaisia tavoitteita, joiden

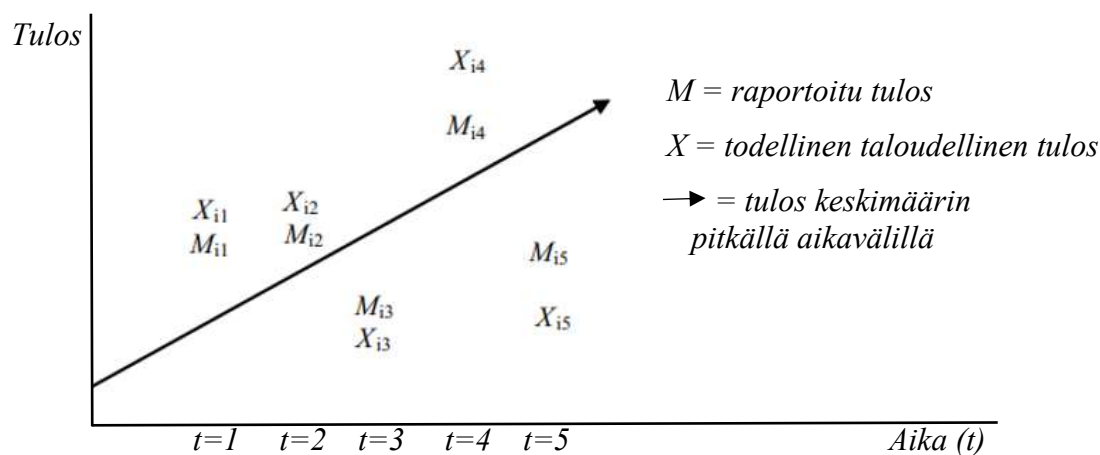
vuoksi johdolla on tarve esimerkiksi minimoida raportoitua tulosta poliittisista syistä, maksimoida tulosta sopimusperusteisista syistä sekä tasoittaa tulosta vastatakseen sijoittajien odotuksiin markkinoilla. (Scott 2015, 447).

2.5 Tuloksen tasoittaminen

Hepsworth (1953) oli ensimmäinen tutkija, joka esitti oletuksen yritysten tietoisesta pyrkimyksestä tasoittaa tuloksiaan ajan mittaan (Eckel 1981, 28). Myös Gordon (1964, 262) totesi jo varhaisessa vaiheessa, että niin kauan kuin johdolla on harkintavaltaa kirjanpitovalintojen suhteen, se pyrkii tasoittamaan yrityksen raportoimia tuloksia ja näiden kasvuvauhtia tilikaudesta toiseen. Ensimmäisiä tuloksen tasoittamista koskevia tutkimushavaintoja on raportoitu jo 1960- ja 1970-luvun taitteessa (ks. mm. Copeland 1968; Beidleman 1973). Eckel (1981) on luokitellut tuloksen tasoittamisen erikseen luonnolliseen tuloksen tasoittamiseen sekä tietoiseen tuloksen tasoittamiseen. Luonnollisesti tasoitetulla tuloksella tarkoitetaan yksinkertaisesti sitä, että yrityksen liiketoimintaprosessi tuottaa luonnostaan tasaista tulovirtaa, kuten tilanne saattaa olla esimerkiksi julkisia palveluita tarjoavilla yrityksillä. Tietoinen tuloksen tasoittaminen puolestaan koostuu sekä johdon toteuttamista reaalityöistä että kirjanpidollisista keinoista tuloksen tasoittamiseksi. (Eckel 1981, 28–29). Lähtökohtaisesti alan kirjallisuudessa tuloksen tasoittamisella (*engl. income smoothing, earnings smoothing*) viitataan nimenomaan tietoiseen tuloksen tasoittamiseen eli yhteen tuloksenohjauksen yleisimmistä muodoista.

Beidlemanin (1973, 653) määritelmän mukaan tuloksen tasoittamisella tarkoitetaan johdon pyrkimyksiä käyttää harkintavaltaansa tilinpäätöksessä tietoisesti raportoidun tuloksen vaihtelun vähentämiseksi. Eräs haastateltu talousjohtaja Grahamin ym. (2005, 44) tutkimuksessa toteaa kuvaavasti yrityksen liiketoiminnan olevan todellisuudessa paljon epävakampaa kuin sen tuloslaskelmat antavat ymmärtää. Johto voi pyrkiä hillitsemään heilahteluja yrityksen tuloskehityksessä kirjanpidollisten keinojen lisäksi myös reaalisin keinoin. Vaikka aiempi kirjallisuus on keskittynyt suurimmaksi osaksi jaksotuseriin perustuvaan tuloksen tasoittamiseen, myös reaalin tuloksen tasoittaminen on kiinnostanut tutkijoita (ks. mm. Demerjian ym. 2017; Acharya & Lambrecht 2015).

Acharyan & Lambrechtin (2015, 2535) mukaan kirjanpidollinen tuloksen tasoittaminen on usein harmittomampaa reaaliseen tasoittamiseen verrattuna, sillä johto saattaa leikata tai viivästyttää kannattaviakin liiketoimintapäätöksiä saavuttaakseen tavoitetuloksensa reaalisiin keinoihin. Yllättäen Grahamin ym. (2005, 44–47) kyselytutkimuksessa jopa 78 % vastanneista yritysjohtajista olivat kuitenkin valmiita uhraamaan yrityksen pitkän aikavälin arvoa tasaisemman tuloskehityksen saavuttamiseksi. Merkittävä ero kirjanpidollisen ja reaalisen tuloksen tasoittamisen välillä on se, että reaalinen tuloksen tasoittaminen koskee päätöksiä, joilla on vaikutusta yrityksen todelliseen taloudelliseen tulokseen ja kassavirtoihin. Kirjanpidollinen eli ns. keinotekoinen tuloksen tasoittaminen johtaa puolestaan yrityksen todellisen taloudellisen tuloksen yli- tai aliarvioimiseen. Tällä tavoin kirjanpidollisesti tasoitetut tulokset johtavat samaan keskimääräiseen tulokseen pitkällä aikavälillä, mutta niiden variaatio on alhaisempi. (Ronen & Yaari 2008, 318–319). Tämän tutkielman tarkastelun kohteena olevaa kirjanpidollista tuloksen tasoittamista havainnollistetaan kuviossa 5. Kuvioista 5 havaitaan, että raportoidut tulokset ovat tuloksen tasoittamisen seurauksena lähempänä yrityksen keskimääräistä pitkän aikavälin tuloskehitystä.



Kuvio 5. Kirjanpidollinen tuloksen tasoittaminen (mukaiillen Ronen & Yaari 2008, 318).

Tuloksen tasoittaminen vaatii yritysjohtolta laadukasta ja täsmällistä tulevien kassavirtojen ennustamista, jotta raportoitua tulosta voidaan tilanteen vaatimalla tavalla joko pyrkiä kasvattamaan tai laskemaan tuloskehityksen volatilitietin vähentämiseksi (DeFond & Park 1997, 120). Demerjian ym. (2017) havaitsivat tutkimuksessaan kyvykkäämmän johdon tasoittavan tulostaan todennäköisemmin, minkä katsotaan

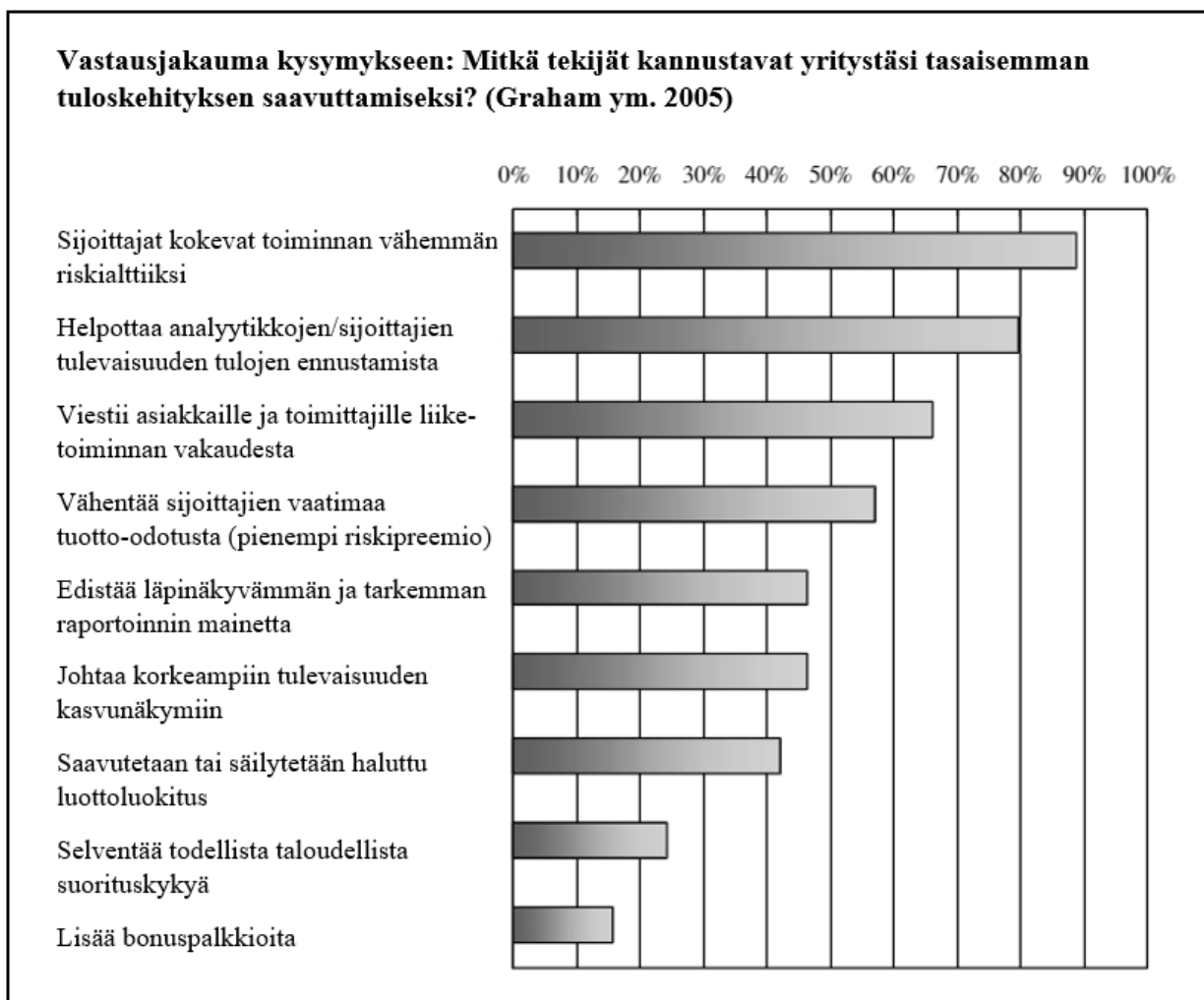
johtuvan johdon paremmista ennusteista ja tehokkaammin toteutetuista tasoittamisstrategioista. Eräänä esimerkkinä tulostaan tasoittaneesta yhtiöstä on pidetty yhdysvaltalaisista ITT yhtiötä, jota Harold Geneen johti vuosina 1958–1977. Geneen aikana yhtiö raportoi kasvavaa tulosta peräti 58 peräkkäisen vuosineljänneksen aikana. Pitkän nousujohteisen ja tasaisen tuloskehityksen oletettiin johtuvan ainakin jossain määrin harmaasta alueesta yrityksen tuloslaskemien suhteen, mutta toisaalta katsottiin, ettei sijoittajia johdettu raportoinnilla harhaan isossa kuvassa. Tosiasiassa ITT kasvoi Geneen johdon aikana, ja tuloslaskelmien luvut heijastivat keskimäärin luotettavasti yrityksen toiminnan kehitystä. Esimerkkejä tuoreemmista ”tasoittajiksi” leimatuista yhtiöistä ovat muun muassa Microsoft sekä American Express. (Acharya & Lambrecht 2015, 2534).

2.5.1 Tuloksen tasoittamisen motiiveja

Tuloksen tasoittamisen taustalla voi olla erilaisia motiiveja yritysjohdon tavoitteista riippuen. Kirjallisuudessa on esitetty sekä sopimusperusteisia syitä että pääomamarkkinalähtöisiä motiiveja yrityksen tuloksen tasoittamiselle. Sopimusperusteisia tekijöitä tuloksen tasoittamisen taustalla on esitetty olevan esimerkiksi johdon irtisanomisriskin pienentyminen. Fudenberg ja Tirole (1995) esittivät tutkimuksessaan teorian, jonka mukaan johto pyrkii tasoittamaan yrityksen tuloksia työpaikkansa säilyvyyden turvaamiseksi. Teoria olettaa yrityksen huonon tuloksen johtavan todennäköisemmin johdon irtisanomiseen, ja ettei kuluvan vuoden hyvä tulos kompensoi yrityksen huonoa tulosta tulevaisuudessa. Näin ollen yritysjohdolla katsotaan olevan kannustin aikaistaa tulevien kausien tulokirjauksia, mikäli kuluvalla kaudella tulos on alhainen, ja irtisanomisen riski on suurempi. Päinvastaisessa tilanteessa, kun tulevan kauden ennakoidaan olevan kuluva kautta heikompi, johdolla katsotaan olevan kannustin vähentää irtisanomisriskiään lykkäämällä tulokirjauksia tulevalle kaudelle. (Fudenberg & Tirole 1995). Myöhemmin DeFond ja Park (1997) testasivat teoriaa tuloksen tasoittamisesta johdon irtisanomisriskin hallitsemiseksi ja esittivät empiirisiä havaintoja, jotka olivat pääosin yhdenmukaisia Fudenbergin ja Tirolen (1995) esittämien ajatusten kanssa.

Toinen sopimusperusteinen motiivi tuloksen tasoittamisen taustalla liittyy johdon palkitsemiseen. Healyn (1985) tunnettu tutkimus antoi osviittaa siitä, että yritysjohto ohjailee yrityksen tulosta maksimoidakseen bonusjärjestelmistä saamaansa hyötyä. On tyypillistä, että yrityksen bonusjärjestelmässä palkitseminen alkaa esimerkiksi nettotulokselle asetetun tavoitteen (*engl. bogey*) saavuttamisen jälkeen, ja että palkitsemiselle on asetettu myös yläraja (*engl. cap*). Healy (1985) havaitsi tutkimushypoteesiensa mukaisesti, että mikäli tulos oli näiden rajojen sisällä, yrityksen jaksotuskirjausten yhteisvaikutus oli tulosta kasvattava. Rajojen ulkopuolella oltaessa jaksotuskirjauksilla oli puolestaan keskimäärin tulosta heikentävä vaikutus. Johdon palkitsemiseen liittyen Scott (2015, 447) on todennut, että mikäli yritysjohton palkkauksessa käytetään hyväksi tulokseen perustuvaa maksua, riskiä kaihtavalla johdolla on kannustin tasata yrityksen vuotuisia tuloksenheilahteluja tasaisemman palkitsemisensa takaamiseksi.

Tuloksen tasoittamista voidaan hyödyntää osana sopimusperusteista tuloksenohjausta myös esimerkiksi tilanteessa, jossa yrityksen lainoihin liittyy kovenanttiehtoja. Tuloksen vaihtelevuuden voidaan nähdä lisäävän riskiä lainoihin liitettyjen kovenanttiehtojen rikkoutumiselle, mikä on puolestaan yhteydessä yrityksen rahoituksen saatavuuden vaikeutumiseen sekä kallistumiseen (Scott 2015, 447). Demerjianin, Donovanin ja Lewis-Westerin (2019) tuoreen tutkimuksen mukaan tulostaan tasoittavat yritykset eivät riko kovenanttiehtoja yhtä helposti tilanteessa, jossa yrityksen luottoriski ei tosiasiallisesti ole kasvanut. Tasaisemman tuloksen ansiosta yrityksen on näin ollen helpompi huolehtia rahoituksensa saatavuudesta ja toimintansa jatkuvuudesta. Jung, Soderstrom ja Yang (2013) puolestaan argumentoivat johdon pyrkivän tasoittamaan yrityksen tulosta ylläpitääkseen tai parantaakseen yrityksen luottoluokitusta. Tutkimuksessa havaitaan tuloksen tasoittamista esiintyvän keskimääräistä enemmän yrityksillä, jotka ovat luottoluokkien yläpäässä (esim. AA+, BB+). Lisäksi tuloksen tasoittamisen havaitaan nostavan todennäköisyyttä yrityksen luottoluokituksen kasvulle tulevaisuudessa. Kuviossa 6 on esitetty Grahamin ym. (2005, 47) kyselytutkimuksen vastausjakauma yritysjohtoa tasaisempaan tulokseen kannustavista tekijöistä. Vastausjakaumasta havaitaan yrityksen luottoluokituksen säilyttämisen sekä johdon bonusten kasvun saaneen jonkin verran kannatusta kyselyyn vastanneiden yritysjohtajien keskuudessa.



Kuvio 6. Tuloksen tasoittamisen taustalla vallitsevia tekijöitä (Graham ym. 2005, 47).

Sopimusperusteisten tekijöiden lisäksi tuloksen tasoittamiselle on esitetty useita pääomamarkkinalähtöisiä kannusteita. Lev ja Kunitzky (1974, 269) ovat todenneet tuloksen tasoittamisen olevan yhteydessä osaketuottojen maltillisempaan vaihtelevuuteen ja näin myös osakkeen systemaattiseen riskiin. Maltillisemmän riskin viestiminen sijoittajille pääomamarkkinoilla onkin jo pitkään katsottu olevan yksi merkittävimmistä tekijöistä tuloksen tasoittamisen taustalla (ks. mm. Trueman & Titman 1988). Kuvioista 6 havaitaan, että Grahamin ym. (2005) kyselytutkimukseen vastanneista yritysjohtajista lähes 90 % totesivat sijoittajien mieltävän tasaisemman tuloksen vähemmän riskialttiiksi, ja tämän motivoivan yrityksiä tasaisempaan tuloskehitykseen. Yrityksen matalampi riski tarkoittaa teoriassa myös sijoittajien alhaisempaa tuotto-odotusta, mikä on noteerattu yritysjohtajien keskuudessa tuloksen tasoittamiseen motivoivana tekijänä (kuviosta 6).

Acharya ja Lambrecht (2015, 2534–2535) argumentoivat tuloksen tasoittamisen ensisijaiseksi syyksi yritysjohtoon paineen saavuttaa markkinoiden ja analyytikoiden tulosodotukset. Pitääkseen yllä sijoittajien luottamusta ja kiinnostusta arvopaperimarkkinoilla, yrityksen on huomioitava sijoittajien odotukset, sillä lopulta viimein sijoittajat määrittelevät yrityksen arvon. Skinner ja Sloan (2002) havaitsivat tutkimuksessaan yrityksen osakkeen arvon laskevan voimakkaasti, mikäli yritys raportoi sijoittajien odotuksia huonomman tuloksen. Toisaalta, mikäli raportoitu tulos on sijoittajien odotuksia korkeampi, yrityksen osakkeenarvo nousee, mutta positiivisen tulosityllätyksen vaikutus on huomattavasti maltillisempi. (Skinner & Sloan 2002, 309–310). Tästä syystä yritysjohdolla on kannustin saavuttaa markkinoiden tulosodotukset. Erilaiset markkinareaktiot negatiivisen ja positiivisen tulosityllätyksen välillä voivat johtua esimerkiksi siitä, että rationaaliset sijoittajat huomioivat yrityksen tuloksenohjauksen mahdollisuuden. Mikäli yrityksen tulos jää odotuksia heikommaksi tuloksenohjauksen mahdollisuudesta huolimatta, kertoo se sijoittajille kyvyttömästä johdosta tai siitä, että yrityksen tilanne on erityisen heikko. (Scott 2015, 455–457).

Tutkimuksissa tuloksen tasoittamisen on myös katsottu olevan johdon keino paljastaa omia odotuksiaan yrityksen tulevaisuuden kassavirroista markkinoille (Tucker & Zarowin 2006, 253). Graham ym. (2005, 47) kyselytutkimuksen tulosten mukaan yksi tuloksen tasoittamisen taustalla merkittävimmin vaikuttava tekijä onkin yrityksen tulevaisuuden tulosten ennustamisen helpottuminen analyytikoille sekä sijoittajille. Tämän saattaa viitata siihen, että johdon tavoitteena on raportoida tasaisemmalla tuloksella mahdollisimman informatiivinen eli yrityksen tulevaisuuden näkymiä tehokkaasti heijastava tulos. Hyödylliseen tuloksen tasoittamiseen viittaisi myös johdon pyrkimys läpinäkyvämpään ja tarkempaan raportointiin sekä yrityksen todellisen taloudellisen suorituskyvyn viestiminen markkinoille tasaisemman tuloksen keinoin (kuvio 6).

2.5.2 Tuloksen tasoittaminen ja tuloksen informatiivisuus

Vaikka tuloksenohjauksen keinoja ja motiiveja on tarkasteltu kirjallisuudessa runsaasti, avainkysymys tuloksenohjauksen tutkimuksessa lienee kuitenkin, minkälainen vaikutus

sillä lopulta on yrityksen taloudelliseen raportointiin. Mikäli tuloksenohjauksen keinoin heikennetään raportoidun tuloksen laatua, myös tilinpäätöslukuihin perustuvien analyysien laatu heikkenee. (Kepsu 2011, 28). Tutkijoiden keskuudessa tuloksen tasoittamisen vaikutuksista yrityksen taloudellisen raportoinnin hyödyllisyyteen ei olla oltu yksimielisiä. Toiset katsovat tuloksen tasoittamisen vääristävän yrityksen raportoimaa tulosta johdon tavoitellessa tuloksen tasoittamisella omia opportunistisia intressejään. Toiset ovat puolestaan katsoneet tuloksen tasoittamisen antavan yritysjohdolle mahdollisuuden raportoida tilikaudelta sellainen tulos, joka heijastaa paremmin yrityksen pysyvämpää taloudellista suorituskykyä. Toisaalta, kuten Beneish (2001, 4) on huomauttanut, tutkijan omalla lähestymistavalla tuloksenohjauksen suhteen saattaa olla vaikutusta empiiristen havaintojen tulkintaan ja tehtyihin johtopäätöksiin. Tässä kappaleessa syvennytään tarkemmin aiempiin tutkimustuloksiin tuloksen tasoittamisen vaikutuksesta yritysten taloudelliseen raportointiin ja tuloksen informatiivisuuteen.

Kuten edeltävässä kappaleessa huomattiin, tuloksen tasoittamisen taustalla voi olla lukuisia erilaisia syitä. Johto saattaakin tasoittaa yrityksen tulosta ilman pyrkimystä viestiä omia odotuksiaan yrityksen tulevaisuuden suorituskyvystä, esimerkiksi pyrkien suotuisampaan valuaatioon markkinoilla tai alhaisempaan pääomankustannukseen. Konkurrissiriskin vuoksi lainanantajat ja sijoittajat vaativat luonnollisesti korkeampaa tuottoa yrityksille, joilla tulokset vaihtelevat voimakkaammin. Näin ollen tuloksen tasoittamisella on katsottu vaikutettavan heikentävästi lainanantajien ja sijoittajien kykyyn arvioida yrityksen todenmukaista riskiä. Lisäksi luonnollisesti tasaista tulosvirtaa tuottava yhtiö ei välttämättä pysty erottautumaan yrityksistä, jotka pyrkivät keinotekoisesti tasoittamaan tulostaan oman pääomakustannuksensa minimoimiseksi. (Ronen & Yaari 2008, 323–324). Tästä näkökulmasta tuloksen tasoittamisen voidaan tulkita heikentävän taloudellisen raportoinnin informatiivisuutta ja hyödyllisyyttä tilinpäätöksen käyttäjän päätöksenteossa.

Muun muassa Leuz ym. (2003) ovat katsoneet, että johdon tietoinen tuloksen tasoittaminen tarkoittaa raportoidun tuloksen vääristymistä ja taloudellisen raportoinnin läpinäkyvyyden heikentymistä, joka hyödyttää yksin johtoa yrityksen muiden sidosryhmien kustannuksella. Tutkimuksessa havaitaan tuloksen tasoittamista esiintyvän

laajemmin valtioissa, joissa on heikompi institutionaalinen infrastruktuuri. Etenkin heikon sijoittajansuojan maissa tuloksen tasoittamista oli havaittavissa yritysten keskuudessa enemmän, minkä katsottiin johtuvan johdon paremmista mahdollisuuksista opportunistisen tuloksenohjauksen harjoittamiseen. (Leuz ym. 2003, 523–524). Myös esimerkiksi Healyn (1985) tutkimustulokset tuloksen tasoittamisesta johdon bonussopimuksista saatavan hyödyn maksimoimiseksi voidaan tulkita opportunistiseksi tuloksen tasoittamiseksi, jossa johdolla ei ole pyrkimystä parantaa tuloksen tasoittamisella yrityksen raportoinnin informatiivisuutta.

Opportunistisen tuloksen tasoittamisen sijasta useat tutkijat ovat raportoineet tuloksen tasoittamisen potentiaalisista ja empiirisesti havaituista hyödyistä yrityksen taloudellisessa raportoinnissa. Mikäli tulosta tasoitetaan opportunististen tavoitteiden sijasta yrityksen kassavirtojen tilapäisten heilahtelujen lieventämiseksi, ja tuloksen tasoittamisella tuodaan raportoidut tulokset kohti yrityksen pysyvämpää taloudellista suorituskykyä, tuloksen tasoittaminen voi parantaa tuloksen hyödyllisyyttä tilinpäätöksen käyttäjien kannalta (Subramanyam 1996, 267). Subramanyamin (1996) tutkimuksessa osaketuottojen havaittiin olevan positiivisesti yhteydessä yrityksen harkinnanvaraisiin jaksotuseriin, ja jaksotuserien puolestaan heijastavan merkittävästi informaatiota yrityksen tulevaisuuden kassavirroista. Tämän perusteella pääteltiin, että yritysjohto kommunikoi harkinnanvaraisten jaksotuserien kautta informaatiota yrityksen tulevaisuuden kannattavuudesta. Lisäksi tutkimuksessa havaitun tuloksen tasoittamisen katsottiin parantavan merkittävästi yrityksen tuloksen pysyvyyttä ja jatkuvuutta. Vaikka Subramanyam (1996, 278) tunnistaa mahdollisuuden opportunistiseen tulosmanipulaatioon jaksotuserien keinoin, hän arvelee johdon työmarkkinoiden tehokkuuden ja maineriskien johtavan siihen, että jaksotuserien käsittelyllä ja tuloksen tasoittamisella on keskimäärin tuloksen informatiivisuutta parantava vaikutus. Myös Demerjian ym. (2017) nostavat esiin yritysjohtoon maineriskin opportunistista tuloksen tasoittamista hillitseväksi tekijäksi. Tutkimustulosten mukaan, johto tasoittaa yrityksen tulosta todennäköisemmin, kun se hyödyttää myös osakkeenomistajia eikä silloin, kun se hyödyttää yksin johtoa. Havainnot tulkitaan viittaavan informatiiviseen ja sijoittajien kannalta hyödylliseen tuloksen tasoittamiseen. (Demerjian ym. 2017, 407–408).

Hunt, Moyer ja Shevlin (2000) havaitsivat tutkimuksessaan tuloksen tasoittamisen parantavan yrityksen osaketuoton yhteyttä yrityksen raportoiman tuloksen kanssa, mikä on tulkittu perinteisesti osoitukseksi tuloksen korkeammasta informatiivisuuden asteesta. Siinä missä Huntin ym. (2000) tutkimus keskittyy osaketuoton ja raportoidun tuloksen väliseen yhteyteen samalla tarkastelukaudella, Tuckerin ja Zarowinin (2006) lähestymistapa on tulevaisuuteen painottuva. Tutkimuskaksikko havaitsi enemmän tulostaan tasoittavien yritysten kuluvan kauden osakekurssin muutoksen sisältävän keskimäärin enemmän informaatiota yrityksen tulevaisuuden tuloksista kuin tulostaan vähemmän tasoittavalla yhtiöllä. Havaintojen perusteella tulkittiin, että tuloksen tasoittaminen parantaa raportoitujen tulosten informatiivisuutta yrityksen tulevaisuuden tulosten suhteen yhdysvaltalaisen yritysten keskuudessa. Tucker ja Zarowin (2006) keskittyivät tutkimuksessaan harkinnanvaraisiin jaksotuseriin perustuvaan tuloksen tasoittamiseen ja osoittivat, että kirjanpidollisella harkintavallalla on olennainen tehtävä tulevaisuuden tulosten ja kassavirtojen kommunikoinnissa yritysten sidosryhmille.

Tuloksen tasoittamisen ja tuloksen informatiivisuuden välinen yhteys ei kuitenkaan ole ollut yksiselitteistä empiirisissä tutkimuksissa. Esimerkiksi Cahanin, Liun ja Sunin (2008) tutkimuksessa havaittiin, että tuloksen tasoittaminen parantaa tuloksen informatiivisuutta todennäköisimmin maissa, joissa on vahva sijoittajansuoja. Heikomman sijoittajansuojan maissa tuloksen tasoittamisen katsottiin puolestaan kytkytyvän todennäköisemmin opportunistiseen tuloksenohjaukseen eikä tuloksen tasoittamisella havaittu tuloksen informatiivisuutta parantavaa vaikutusta. Cahanin ym. (2008) tutkimus osoittaa, että vaikka tilinpäätösstandardit ovat pääosin harmonisoituja maiden välillä, kirjanpidollisen harkintavallan hyödyt vaihtelevat. Siinä missä Leuzin ym. (2003) tutkimushavainnot osoittivat tuloksen tasoittamista esiintyvän keskimääräistä enemmän heikon sijoittajansuojan maissa, Cahanin ym. (2008) tutkimustulosten mukaan myös tuloksen tasoittamisen vaikutukset yritysten taloudelliseen raportointiin ovat maiden institutionaalisista ominaisuuksista riippuvaisia.

Institutionaalisten tekijöiden lisäksi yritysten yhteiskuntavastuullisuudella on havaittu olevan vaikutusta tuloksen tasoittamisen ja tuloksen informatiivisuuden väliseen yhteyteen. Gaon ja Zhangin (2015) tutkimushavaintojen perusteella yhtiöillä, jotka oli arvioitu vastuullisemmiksi, tasoitetut tulokset olivat lähempänä yrityksen pysyvämpää

pitkän aikavälin tuloskehitystä. Näillä yhtiöillä raportoinnin katsottiin olevan tuloksen tasoittamisen seurauksena arvorelevantimpaa ja parantavan tuloksen informatiivisuutta. Empiirisissä testeissä tuloksen tasoittamisen ei yksinään havaittu merkittävästi parantavan yrityksen raportoiman tuloksen ja osaketuottojen välistä suhdetta. Sen sijaan korkeamman yhteiskuntavastuuluokituksen omaavilla tuloksen tasoittajilla tuloksen ja osaketuottojen välinen yhteys oli merkittävästi korkeampi. Gaon ja Zhangin (2015) tutkimustulokset viittaavat korkean yhteiskuntavastuullisuuden ja läpinäkyvämpään raportointiin sitoutumisen olevan yhteydessä informatiivisempaan tuloksen tasoittamiseen. Tuloksia voidaan pitää merkittävänä siitä syystä, että kirjallisuudessa on myös esitetty yritysten hyödyntävän yhteiskuntavastuullisuuttaan peitelläkseen opportunistista tuloksenohjaustaan (ks. mm. Prior, Surroca & Tribó 2008).

Yhteenvetona voidaan todeta, että vaikka empiirisissä tutkimuksissa on esitetty vakuuttavaa evidenssiä tuloksen tasoittamisen positiivisesta vaikutuksesta tuloksen informatiivisuuteen, ei yhteys ole yksiselitteinen, sillä esimerkiksi maan sijoittajansuojan taso sekä yritysten yhteiskuntavastuullisuus on havaittu vaikuttavan tuloksen tasoittamisen hyötyihin. Lisäksi on huomioitava, että vaikka tuloksen tasoittamisella parannettaisiin tuloksen informatiivisuutta, yrityksen raportoima tulos ei välttämättä kuvasta yrityksen taloudellista suorituskykyä ja johdon toimia tietyn toimintakauden aikana yhtä hyvin. Toisin sanoen, vaikka pidemmällä tähtäyksellä tuloksen tasoittaminen olisi keskimäärin hyödyllistä ja parantaisi tuloksen informatiivisuutta sijoittajien päätöksenteon kannalta, taloudellisen raportoinnin luotettavuus ja täsmällisyys raportoinnin valvontatehtävän toteuttamiseksi ei välttämättä toteudu parhaalla mahdollisella tavalla. Lisäksi epävarmuuden vallitessa markkinoilla lähtökohtaisesti hyödyllinen tuloksen tasoittaminen voi myös epäonnistua informatiivisemmän tuloksen suhteen, mikäli johdon omat odotukset yrityksen tulevaisuuden näkymistä eivät ole realistisia (Ronen & Yaari 2008, 320).

2.6 Tutkimushypoteesit

Esitetyn teorian ja aiempien tutkimusten perustella voidaan todeta, että tuloksen informatiivisuus esittää merkittävää roolia arvioitaessa tuloksen hyödyllisyyttä

sijoittajille. Empiiristen tutkimusten valossa yrityksen harjoittama tuloksen tasoittaminen, vastoin tuloksenohjauksen yleistä negatiivista mainetta, saattaa vaikuttaa tuloksen informatiivisuuteen positiivisesti ja olla siten sijoittajien päätöksenteon kannalta hyödyllistä. Toisaalta aiemmat tutkimustulokset osoittavat, että maan institutionaalisilla tekijöillä sekä yrityksen yhteiskuntavastuullisuuteen sitoutumisella, saattaa olla vaikutusta tuloksen tasoittamisen hyödyllisyyteen tuloksen informatiivisuuden kannalta. Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää, parantaako tuloksen tasoittaminen tuloksen informatiivisuutta yrityksen tulevaisuuden tulosten suhteen suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa tarkasteluperiodin 2013–2015 aikana. Tutkimusongelmaa lähestytään kolmen eri tutkimuskysymyksen avulla, jotka on esitetty kappaleessa 1.2. Tutkielmassa asetetaan vastaavasti kolme tutkimushypoteesia:

H1: Suomalaisten pörssiyritysten raportoimat tulokset ovat informatiivisia yritysten tulevaisuuden tulosten suhteen.

H2: Tuloksen tasoittaminen parantaa tuloksen informatiivisuutta suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa.

H3: Tuloksen tasoittaminen parantaa tuloksen pysyvyyttä suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa.

Ensimmäinen hypoteesi (H1) johdetaan IFRS-standardien mukaisten hyödyllisen taloudellisen informaation perusominaisuuksien perusteella. Koska suomalaiset pörssiyritykset noudattavat konsernitilinpäätöksissään kansainvälisiä IFRS-standardeja, jotka pyrkivät sekä taloudellisen informaation olennaisuuteen että luotettavuuteen, yritysten tulosten oletetaan sisältävän hyödyllistä informaatiota yritysten tulevaisuuden näkymistä. IFRS-tilinpäätösstandardien käsitteellisessä viitekehyksessä todetaan informaation olevan olennaista, mikäli sillä on ennustavaa tai vahvistavaa arvoa sijoittajien päätöksenteossa (IFRS Conceptual Framework Project Summary 2018, 6). Koska raportoidun tuloksen on perinteisesti katsottu olevan sitä informatiivisempi, mitä enemmän sillä on vaikutusta sijoittajien päätöksenteossa, informaation olennaisuuden ja informatiivisuuden käsitteet on rinnastettu toisiinsa.

Koska tutkimuksissa on esitetty vakuuttavaa evidenssiä tuloksen tasoittamisen ja tuloksen informatiivisuuden välisestä positiivisesta yhteydestä, toiseksi hypoteesiksi (H2) asetetaan oletus siitä, että tuloksen tasoittamisella on keskimäärin tuloksen informatiivisuutta parantava vaikutus suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa. Suomalaisen institutionaalisen ympäristön voidaan katsoa tukevan asetettua hypoteesia, sillä aiempien tutkimusten valossa (ks. Cahan ym. 2008) muun muassa korkea sijoittajansuojan taso näyttäisi johtavan todennäköisemmin informatiivisempaan tuloksen tasoittamiseen. Suomessa rahoitusmarkkinoiden sääntely on varsin kattavaa ja pörssiyrityksiä koskevat useat tiedonantovelvollisuudet, joiden avulla ylläpidetään sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaan, avoimuuteen ja tasapuolisuuteen sekä estetään markkinoiden väärinkäyttöä (Valtiovarainministeriö). Lisäksi vastuullisemmilla yrityksillä tuloksen tasoittamisella on havaittu merkittävämpi yhteys korkeampaan tuloksen informatiivisuuteen (ks. Gao & Zhang 2015). Myös tämän katsotaan tukevan hypoteesia (H2), sillä suomalaisten pörssiyritysten vastuullisuutta ja vastuullisuusraportointia voidaan pitää markkinoiden kokoon nähden kansainvälisessä vertailussa korkeana. Maailman vastuullisimpien yritysten Global 100 -listalle on yltänyt vuonna 2019 kaiken kaikkiaan seitsemän suomalaista pörssiyritystä (Corporate Knights 2019). Toisaalta vastuullisen sijoittamisen nouseva trendi on omiaan kannustamaan yrityksiä vastuullisempaan liiketoimintaan ja avoimuuteen raportoinnissaan.

Tuckerin ja Zarowinin (2006, 257) mukaan, mikäli tuloksen tasoittaminen todella parantaa yrityksen tuloksen informatiivisuutta, sen on myös vahvistettava yrityksen nykyisen ja tulevaisuuden tulosten välistä yhteyttä eli tuloksen pysyvyyttä. Kolmas tutkimushypoteesi (H3) johdetaan siten toisesta tutkimushypoteesista (H2) ja oletetaan, että tuloksen tasoittaminen parantaa myös tuloksen pysyvyyttä suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa. Kirjallisuudessa tuloksen pysyvyys on osoitettu olevan yhteydessä yrityksen korkeamman osaketuotto-tulossuhteen kanssa. (Schipper & Vincent 2003, 100).

3 EMPIIRINEN AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄT

Tässä luvussa esitellään tutkielman empiirisessä osiossa hyödynnettävä tutkimusaineisto sekä sovellettavat tutkimusmenetelmät ja tilastolliset mallit. Ensin kuvataan tutkimusaineiston muodostumista ja hankintaprosessia. Sitten syvennytään tutkielmassa sovellettaviin tutkimusmenetelmiin ja tilastollisiin malleihin. Tutkimusmenetelmänä esitellään ensin lyhyesti regressioanalyysin perusteita ja edellytyksiä. Tämän jälkeen syvennytään tuloksen tasoittamisen mittaamiseen ja esitetään tutkielmassa sovellettava mittari. Viimeiseksi esitetään tutkielman tilastolliset mallit tutkimushypoteesien testaamiseksi sekä hyödynnettävät muuttujat.

3.1 Aineiston muodostuminen

Tilastollisessa tutkimuksessa hyödynnettävät aineistot poikkeavat ominaisuuksiltaan toisistaan. Määritelmällisesti esimerkiksi aikasarja-aineistossa seurataan yhtä tarkasteltavaa muuttujaa ajan mittaan. Poikkileikkausaineistossa sen sijaan tarkastellaan useampaa eri muuttujaa yhtenä ajankohtana. (Stock & Watson 2007, 15). Tässä tutkielmassa hyödynnetään ns. poolattua aineistoa, jossa poikkileikkaus- ja aikasarja-aineistot sulautetaan yhteen. Englanninkielisessä tutkimuksessa vastaavanlaisesta aineistosta on käytetty termiä *'pooled cross-sectional time-series data'* (Tucker & Zarowin 2006, 257; Cahan ym. 2008, 10). Tutkielman empiirinen aineisto sisältää Thomson Reutersin -tietokannasta kerättyjä yritysten tilinpäätös- ja markkinatietoja kaiken kaikkiaan vuosien 2007–2018 ajalta. Koska aiemmat tutkimukset ovat osoittaneet tuloksen tasoittamista esiintyvän erityisesti vuositasolla (ks. mm. Jacob & Jorgensen 2003; Das & Shroff 2002), tutkimusaineistona on perusteltua hyödyntää vuosittaisia havaintotietoja.

Tutkielman tavoitteena on testata tutkimushypoteeseja tarkasteluperiodin 2013–2015 aikana, joten aineiston keräämisen lähtökohtana pidettiin Helsingin pörssissä eli NASDAQ Helsingissä vuosina 2013–2015 noteerattuja yhtiöitä. Kauppalehden päätöskurssihaun mukaan Helsingin pörssissä oli noteerattu vuoden 2013 lopussa 120

yhtiötä, vuoden 2014 lopussa 123 yhtiötä ja vuoden 2015 lopussa 130 eri yhtiötä. Lopullisen empiirisen aineiston muodostamiseksi Helsingin pörssiin vuosina 2013–2015 listatutuneista yhtiöistä jouduttiin kuitenkin karsimaan kohdeyhtiöitä sekä poikkeavan toimialan että puuttuvien havaintotietojen vuoksi. Johdonmukaisten tulosten saavuttamiseksi aineistosta jouduttiin ensin poistamaan rahoitus- ja vakuutuslalla toimivat yhtiöt poikkeavan taloudellisen raportoinnin ja liiketoiminnan luonteen vuoksi (Tucker & Zarowin 2006, 258). Rajaus koski Nasdaq OMX:n käyttämän ICB-toimialaluokituksen mukaisesti yhtiöitä ICB-tunnuksella 8000–8999. Toiseksi, tutkielman aineistosta rajautui pois yhtiöitä puuttuvien havaintotietojen vuoksi, sillä muuttujien muodostamiseksi tarvittiin havaintotietoja kaiken kaikkiaan vuosilta 2007–2018. Tästä syystä tutkimusaineistosta rajautui pois yhtiöitä, jotka olivat listautuneet tai poistuneet pörssistä kesken muuttujien muodostamiseksi tarvittavan ajanjakson. Toisaalta, koska havaintotietojen keräysjakso on suhteellisen pitkä, lopullisessa aineistossa esiintyviä yhtiöitä voidaan pitää toimialallaan vakiintuneina, mikä tekee tutkimushypoteesien testauksesta mielekkäämpää. Lopullisen aineiston muodostuminen tarkasteluvuosittain on esitetty tiivistetysti taulukossa 1.

TAULUKKO 1 - Aineiston muodostuminen

Vuosi (t)	2013	2014	2015	Yht.
Helsingin pörssiin listatut yhtiöt	120	123	130	
- Rahoitus- ja vakuutusalan yhtiöt	16	16	17	
- Puutteelliset tiedot	15	20	25	
Yritysvuosihavaintojen lkm.	89	87	88	264

Rajausten jälkeen jäljelle jäänyt tutkimusaineisto koostuu yhteensä 264 yritysvoosi-havainnosta. Yritysvuosihavainnot pitävät sisällään havaintotietoja kaiken kaikkiaan 92 eri kohdeyhtiöstä, joista suurimmalta osalta saatiin kokoon tarvittavat tiedot koko tarkasteluperiodille 2013–2015. Jotta saatiin kokoon mahdollisimman kattava tutkimusaineisto, yritys päätettiin kuitenkin ottaa osaksi aineistoa, mikäli muuttujien muodostamiseksi tarvittavat tiedot saatiin kasaan yhdeltäkin tarkasteluvuodelta. Tilanteessa, jossa yhtiöllä on ollut listattuna kaksi eri osakesarjaa pörssissä, on

empiirisessä aineistossa huomioitu ainoastaan suuremman vaihdon omaava osakesarja. Tutkielman lopullisen aineiston koko on huomattavasti pienempi verrattuna vastaaviin kansainvälisiin tutkimuksiin, mikä oli odotettavaa suomalaisten pörssiyritysten rajallisuus huomioiden. Regressioanalyysiä voidaan kuitenkin yleisesti pitää soveltuvana menetelmänä myös pienempien otosten tarkasteluun, mikäli regressioanalyysin muut oletukset ovat kunnossa (Nummenmaa 2009, 316). Tutkimusaineiston rajallinen koko tulee tästä huolimatta huomioida tutkielman tulosten tulkinnassa.

Taulukossa 2 esitetään aineiston yritysvoihavaintojen jakautuminen toimialoittain sekä yrityksen koon mukaan. Helsingin pörssissä noteeratut yritykset jaotellaan markkina-arvonsa mukaan kolmeen eri kokoluokkaan: suuriin yrityksiin, keskisuuriin yrityksiin, sekä pieniin yrityksiin. Suureksi yritykseksi lukeutuvat markkina-arvoltaan yli miljardin euron arvoiset yritykset. Keskisuuret yritykset ovat markkina-arvoltaan puolestaan 150 miljoonan ja miljardin euron välillä. Pienet yhtiöt ovat markkina-arvoltaan alle 150 miljoonaa euroa. (Pörssisäätiö: Suomen arvopaperimarkkinoiden puitteet). Yritysvoihavainnoista valtaosa (43,56 %) koostuu pörssin kokoluokittelun mukaisesti pienistä yhtiöistä. Kokoluokittelun lisäksi Nasdaq Helsingissä noteeratut yhtiöt luokitellaan toimialoittain pohjautuen ICB-järjestelmään (*engl. Industry Classification Benchmark*). Toimialaluokittelu pohjautuu siihen liiketoimintaan, josta suurin osa yrityksen liikevaihdosta muodostuu. (Pörssisäätiö: Pörssin toimialaluokitus). Taulukosta 2 havaitaan, että valtaosa aineistosta koostuu yrityksistä, jotka ovat erikoistuneet teollisuustuotteiden ja palveluiden tuottamiseen. Myös kulutustavaroita- ja palveluita tuottavien yritysten sekä teknologia-alalla toimivien yritysten osalta havaintoja esiintyy aineistossa kohtuullinen määrä. Muiden toimialojen edustusta tutkielman aineistossa voidaan pitää vähäisenä. Tutkimuksen luotettavuuden edistämiseksi toimialojen pienet havaintojoukot on otettava huomioon tutkielman tilastollisten mallien valinnassa. Esimerkiksi tuloksenohjauksen tutkimuksessa suosittu Jonesin (1991) malli harkinnanvaraisten jaksotuserien estimoinniksi vaatii toimialakohtaista tarkastelua ja toimialojen kokovaatimukset rajoittavat käyttökelpoisen otoksen kokoa suomalaisten pörssiyritysten tapauksessa huomattavasti.

TAULUKKO 2 – Aineiston muodostuminen yrityksen toimialan ja koon mukaan

	Suuri	Keskisuuri	Pieni	Yhteensä	%
Öljy ja kaasu	3	0	0	3	1,14 %
Perusteellisuus	16	3	0	19	7,20 %
Teollisuustuotteet ja -palvelut	24	34	49	107	40,53 %
Kulutustavarat	9	12	21	42	15,91 %
Terveydenhuolto	3	6	3	12	4,55 %
Kulutuspalvelut	9	9	11	29	10,98 %
Tietoliikennepalvelut	3	0	0	3	1,14 %
Yleishyödylliset palvelut	3	0	0	3	1,14 %
Teknologia	6	9	31	46	17,42 %
Yhteensä	76	73	115	264	100 %
%	28,79 %	27,65 %	43,56 %	100 %	

3.2 Regressioanalyysi

Päätutkimusmenetelmänä tutkielmassa sovelletaan usean muuttujan regressioanalyysia. Heikkilä (2014, 222) määrittelee regressioanalyysin tilastolliseksi menetelmäksi, jolla haetaan parasta mahdollista selittävien eli riippumattomien muuttujien yhdistelmää ennustettaessa yhtä selitettävää eli riippuvaa muuttujaa. Mikäli muuttujien välillä havaitaan säännönmukaisuutta, regressioanalyysin päämääränä on mallintaa saatua pistejoukkoa parhaalla mahdollisella tavalla. Mikäli muuttujien välinen yhteys on lineaarinen, regressioyhtälö esitetään suoran muodossa. Lineaarinen regressiomalli eli pienimmän neliösumman menetelmä muodostaa muuttujien välistä yhteyttä kuvaavan regressiosuoran yhtälön minimoimalla havaintopisteiden suorasta laskettujen etäisyyksien neliöiden summan. (Heikkilä 2014, 222–223). Yksinkertaisimmillaan kahden lineaarisessa yhteydessä olevan muuttujan regressiosuoran yhtälö voidaan esittää muodossa:

$$(1) y = \alpha_0 + \alpha_1 x$$

Kaavassa (1) α_0 kuvaa regressiosuoran vakiotermiä ja α_1 selittävän muuttujan regressiokerrointa. Selitettävää muuttujaa mallissa kuvaa y ja x on puolestaan mallin selittävä muuttuja. Määritelmällisesti regressiokerroin kertoo, kuinka paljon selitettävä muuttuja muuttuu, kun selittävää muuttujaa kasvatetaan yhden yksikön verran. Vakiotermi sen sijaan kuvaa regressiosuoran ja y -akselin leikkauspistettä eli selitettävän muuttujan y arvoa x :n ollessa nolla. Regressioanalyysillä tarkastellaan lähtökohtaisesti välimatka- tai suhdeasteikollisia muuttujia. (Heikkilä 2014, 222–223).

Regressioanalyysi on suosittu menetelmä tilastollisissa tutkimuksissa, koska sillä voidaan tarkastella useita selittäviä muuttujia samanaikaisesti. Tällöin puhutaan usean muuttujan regressioanalyysistä tai monimuuttujaregressiosta. Metsämuurosen mukaan (2001, 59) tyypillinen tutkimusongelma usean selittävän muuttujan regressioanalyysissä on kysyä, mitkä muuttujat selittävät valitun kriteerimuuttujan vaihtelua. Usean muuttujan regressiosuoran yhtälössä selittäviä muuttujia voi olla lukuisia ja näistä jokainen saa oman paino- eli regressiokertoimen. Usean selittävän muuttujan lineaarinen regressiomalli voidaan siten esittää muodossa:

$$(2) y = \alpha_0 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 + \dots + \alpha_n x_n$$

Usean selittävän muuttujan lineaariseen regressioanalyysiin liittyy useita edellytyksiä. Ensinnäkin, regressioanalyysiin tulee valita järkevät selittävät muuttujat, jotta mallin selitysaste ei jäisi alhaiseksi. Selitysaste eli selityskerroin (R^2) on yksi keino arvioida regressiomallin toimivuutta, sillä se ilmaisee, kuinka suuri osa muuttujan y vaihtelusta pystytään selittämään kaikkien mallin selittävien muuttujien (x_n) avulla yhteensä. (Heikkilä 2014, 235). Koska tässä tutkielmassa hyödynnetään kuitenkin aiemmassa kirjallisuudessa kehitettyjä ja testattuja regressiomalleja, selittävät muuttujat huomioidaan tilastollisissa malleissa annettuina. Toiseksi, lineaarisessa usean muuttujan regressioanalyysissä perusedellytyksenä on, että selittävät muuttujat korreloivat lineaarisesti selitettävän muuttujan kanssa, mutta eivät niinkään toistensa kanssa. Selittävien muuttujien keskinäistä korrelaatiota kutsutaan multikollineaarisuudeksi. Liiallinen multikollineaarisuus saattaa aiheuttaa ongelmia regressiokertoimien tulkinnassa, sillä on vaikeampaa todeta, mikä on tosiasiaa kunkin selittävän muuttujan yhteys selitettävään muuttujaan. Lisäksi usean muuttujan regressioanalyysissä mallin

selitettävän muuttujan sekä virhetermin tulisi olla normaalisti jakautuneita. Virhetermin ei tulisi myöskään korreloida muuttujien arvojen kanssa, eikä aikasarja-aineiston peräkkäiset havainnot tulisi riippua toisistaan. (Heikkilä 2014, 235).

3.3 Tuloksen tasoittamisen mittaaminen

Tuloksen tasoittamista on mitattu aiemmassa kirjallisuudessa lukuisin eri menetelmin. Tutkimukset ovat osoittaneet tuloksen tasoittamista esiintyvän erityisesti vuositasolla, ja yritysten viimeisen vuosineljänneksen raportoinnin on havaittu olevan poikkeuksellista muihin osavuosikatsauksiin verrattuna (ks. Jacob & Jorgensen 2003; Das & Shroff 2002). Tutkimuksissa on näin ollen lähes poikkeuksetta keskitytty mittaamaan tuloksen tasoittamista olettaen, että johto pyrkii tasoittamaan yrityksen tuloksen heilahtelua nimenomaan vuositasolla. Tästä syystä myös tässä tutkielmassa tarkastellaan vuosittaista tuloksen tasoittamista. Seuraavaksi syvennytään muutamiin yleisimpiin aiemmassa kirjallisuudessa esiintyneisiin mittareihin tuloksen tasoittamisen estimoinniksi, joista lopulta valitaan tutkielmaan parhaiten soveltuva mittari ja määritetään muuttuja IS_t .

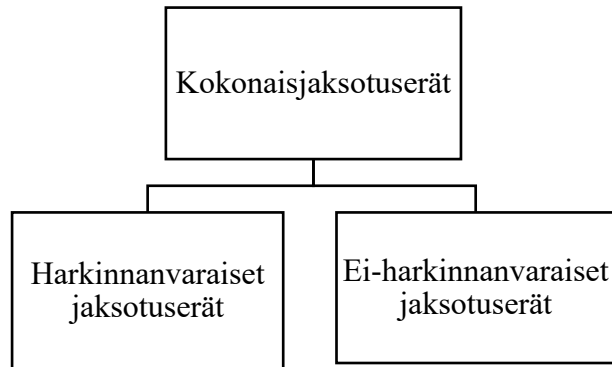
Copelandin (1968, 105) mukaan yrityksen tuloksen tasoittamisen tunnistamiselle on lähtökohtaisesti olemassa kolme vaihtoehtoista lähestymistapaa. Ensinnäkin, yrityksen tuloksen tasoittamista voidaan tunnistaa kontaktoimalla suoraa yritysjohtoa esimerkiksi haastattelun, kyselylomakkeen tai havainnoinnin keinoin. Toiseksi, tuloksen tasoittamisen esiintymistä yrityksissä voisi lähestyä tilintarkastajien avulla. Kolmas vaihtoehtoinen menetelmä tuloksen tasoittamisen havaitsemiseksi on puolestaan tutkia ja analysoida olemassa olevaa julkista informaatiota, kuten yritysten tilinpäätöksiä. (Copeland 1968, 105). Ei liene yllättävää, että valtaosa alan tutkijoista ovat hyödyntäneet viimeiseksi mainittua lähestymistapaa. Kuten tutkielmassa aiemmin on tullut ilmi, tuloksenohjaus on pitkään näyttäytynyt negatiivisena ilmiönä, joten tuloksen tasoittamisstrategioiden tunnistaminen suoraa yritysjohtolta tai tilintarkastajilta on haasteellista. Toisaalta on huomioitava myös yritysten sekä erityisesti tilintarkastajien tiukat salassapitovelvollisuudet. Olemassa olevan julkisen tilinpäätösinformaation hyödyntäminen on toiminut yleisesti tuloksenohjauksen valtavirtatutkimuksen lähtökohtana jo pitkään. Väitöskirjassaan Kepsu (2012) on kuitenkin poikkeuksellisesti

tutkinut tuloksenohjausta kvalitatiivisena tapaustutkimuksena, ja hän painottaa tuloksenohjauksen olevan dynaaminen ja sosiaalinen prosessi yrityksessä. Tästä syystä myös yritysten tilinpäätösdataa tilastollisin menetelmin hyödyntävässä tuloksenohjauksen tutkimuksessa tuloksia tulisi tulkita kriittisesti tuloksenohjauksen moninaisuus huomioiden.

Erilaisia tilastollisia tuloksen tasoittamisen mittareita on sovellettu kirjallisuudessa runsaasti. Varhaisissa tutkimuksissa tuloksen tasoittamista on katsottu esiintyvän, mikäli yrityksen tuloksen vaihtelu on ollut odotettua vähäisempää. Mallien haasteena on kuitenkin ollut arvioida luotettavasti odotettua tuloksen vaihtelua. Tuloksen tasoittamista on esimerkiksi katsottu esiintyvän, mikäli yrityksen tuloskehitys on ollut tasaisempaa sen myynnin kehitykseen verrattuna. Tuloksen on ajateltu näin ollen olevan yrityksen myyntiin perustuva lineaarinen funktio. (Eckel 1981, 30–32). Hunt ym. (2000) ovat puolestaan estimoineet tuloksen tasoittamista suoraan yrityksen tuloksen volatilitietin perusteella. Leuz ym. (2003) ovat hyödyntäneet tutkimuksessaan kahta mittaria tuloksen tasoittamisen arvioimiseksi. Ensinnäkin, tuloksen tasoittamista on mallinnettu yrityksen operatiivisten kassavirtojen keskihajonnan ja yrityksen operatiivisten tulosten keskihajonnan välisenä suhteena. Toiseksi, tuloksen tasoittamista on katsottu esiintyvän mitä suurempi negatiivinen korrelaatio yrityksen jaksotuserien muutosten ja kassavirtojen muutosten välillä on havaittu. On kuitenkin huomioitava, että negatiivinen korrelaatio kassavirtojen ja jaksotuserien muutosten välillä on luonnollinen seuraus yrityksen suoriteperusteisesta kirjanpidosta (ks. mm. Dechow 1994). Leuz ym. (2003, 510) toteavat kuitenkin suuremman negatiivisen korrelaation olevan todennäköinen seuraus tuloksen tasoittamisen esiintymisestä yrityksessä.

Edellä mainittuja tuloksen tasoittamisen mittareita yhdistää se, ettei niissä ole pyritty erottelemaan yrityksen kokonaisjaksotuseristä niiden harkinnanvaraista komponenttia. Kuten kuviossa 7 on esitetty, yrityksen kokonaisjaksotuserät koostuvat sekä harkinnanvaraisesta että ei-harkinnanvaraisesta komponentista. Yhtenä tuloksenohjauksen tutkimusalan merkittävimpänä menetelmällisenä kontribuutiona on pidetty Jonesin (1991) kehittämää mallia jaksotuserien harkinnanvaraisen komponentin arvioimiseksi. Käytännössä Jonesin malli pyrkii mallintamaan kokonaisjaksotuserien ei-harkinnanvaraista komponenttia, jolloin mallin jäännöstermin on tulkittu kuvaavan

jaksotuserien harkinnanvaraista osuutta. Jonesin mallista on jälkeen päin tehty useita erilaisia variaatioita (ks. mm. Dechow, Sloan, & Sweeney 1995; Kothari, Leone & Wasley 2005).



Kuvio 7. Jaksotuserien jakautuminen harkinnanvaraiseen ja ei-harkinnanvaraiseen komponenttiin.

Jonesin mallia ja sen erilaisia variaatioita on sovellettu myös tuloksen tasoittamisen tutkimuksissa. Esimerkiksi Tucker ja Zarowin (2006) ovat soveltaneet Kotharin ym. (2005) variaatiota Jonesin mallista ja arvioineet tuloksen tasoittamista harkinnanvaraisten jaksotuserien muutosten ja ennen harkinnanvaraisia jaksotuseriä lasketun tuloksen muutosten välisenä negatiivisena korrelaationa. Mitä korkeampi negatiivinen korrelaatio on havaittu, sitä enemmän yrityksen on katsottu tasoittavan tulostaan. Muun muassa Barton (2001) sekä Pincus ja Rajgopal (2002) ovat vastaavasti tarkastelleet harkinnanvaraisten jaksotuserien vaihtelun suhdetta yrityksen tuloksen vaihteluun ilman harkinnanvaraista komponenttia mallintaessaan tuloksen tasoittamista kuvaavaa mittaria. Kirjallisuudessa harkinnanvaraisten jaksotuserien mittaamiseksi kehitettyjä malleja on kuitenkin kritisoitu useiden tutkijoiden toimesta, ja niiden on katsottu olevan hyvin epävarmoja arvioita siitä, mikä osuus jaksotuseristä tosiasiallisesti on johdon harkinnanvarassa. Harkinnanvaraisten jaksotuserien mallintamisen metodologisia ongelmia ovat käsitelleet muun muassa Dechow ym. (1995), Dechow ja Skinner (2000), Kothari ym. (2005) sekä McNichols (2002). Myös Cahan ym. (2008, 8) tuovat esille huolen Jonesin mallin kyvystä erotella harkinnanvaraiset jaksotuserät ei-harkinnanvaraisesta komponentista ja he toteavat, ettei tutkimuksissa ole esitetty evidenssiä Jonesin mallin soveltumisesta tuloksenohjauksen tarkasteluun eri maissa.

Jonesin malliin ja sen myöhempisiin variaatioihin liittyy kirjallisuudessa esitetyn kritiikin lisäksi haasteita etenkin suomalaisessa kontekstissa sovellettuina. Jonesin mallissa oletetaan saman toimialan yritysten normaalien eli ei-harkinnanvaraisten jaksotuserien olevan samankaltaisia, joten malli vaatii toimialakohtaista tarkastelua. Suomalaisten pörssiyritysten tapauksessa toimialakohtainen tarkastelu osoittautuu ongelmalliseksi, sillä regressiomallin soveltaminen vaatii riittävän määrän havaintoyksiköitä toimiakseen luotettavasti. Kuten aiemmin taulukosta 2 havaittiin, tutkielman aineistoon sisältyy useiden toimialojen osalta vain pieni määrä havaintoja, mikä saattaa heikentää Jonesin mallin luotettavuutta. Toisaalta pienempien toimialojen mahdollinen yhdisteleminen saattaa olla Jonesin mallin toimivuuden ja luotettavuuden kannalta ongelmallista, sillä tarkasteltavien yhtiöiden tulisi olla riittävän samankaltaisia.

Harkinnanvaraisia jaksotuseriä estimoivien mallien epävarmuuden sekä aineiston rajallisuuden vuoksi tässä tutkielmassa tarkastellaan tuloksen tasoittamista kokonaisjaksotuserien avulla. Kokonaisjaksotuseriä kuvaa yrityksen tuloksen ja operatiivisten kassavirtojen välinen erotus. Tuloksen tasoittamista mitataan siten operatiivisten kassavirtojen keskihajonnan ja yrityksen tulosten keskihajonnan välisenä suhteena. (ks. myös. Gao & Zhang 2015, 113). Mitä enemmän yritys tasoittaa tuloksiaan, sitä suurempi kassavirtojen vaihtelun odotetaan olevan suhteessa yrityksen tuloksen vaihteluun. Kaava tuloksen tasoittamisen (IS_t) mittaamiseksi voidaan siten esittää muodossa:

$$(3) IS_t = \frac{Std.Dev.(CFO)}{Std.Dev.(NI)}$$

jossa:

CFO = yrityksen operatiiviset kassavirrat vuodelta t sekä sitä edeltävältä 5 vuodelta, skaalattuina edeltävän vuoden taseen loppusummalla

NI = yrityksen tulos ennen satunnaisia eriä vuodelta t sekä sitä edeltävältä 5 vuodelta, skaalattuina edeltävän vuoden taseen loppusummalla

Kaavassa (3) operatiiviset kassavirrat sekä yritysten tulokset huomioidaan keskihajontoja laskettaessa tarkasteluvuodelta t sekä sitä edeltävältä viideltä vuodelta. Lisäksi kassavirrat ja tulokset skaalataan vuosittain aina edeltävän vuoden taseen loppusummalla. Mitä suuremman arvon tuloksen tasoittamista kuvaava muuttuja IS_t saa, sitä enemmän

yrityksen katsotaan tasoittavan tulostaan. Vastaavaa tuloksen tasoittamisen mittaria ovat tutkimuksissaan hyödyntäneet muun muassa Francis ym. (2004), McInnis (2010) sekä Gao ja Zhang (2015). Gao ja Zhang (2015, 113) hyödynsivät tutkimuksessaan rinnakkain kaavan (3) mukaista kokonaisjaksotuserät huomioivaa tuloksen tasoittamisen mittaria sekä Tuckerin ja Zarowinin (2006) soveltamaa harkinnanvaraisiin jaksotuseriin perustuvaa mittaria. Gaon ja Zhangin (2015) tutkimuksessa havaittiin samankaltaisia tuloksia kummankin hyödynnetyn tuloksen tasoittamisen mittarin osalta.

3.4 Tilastolliset mallit tutkimushypoteesien testaamiseksi

3.4.1 Tuloksen informatiivisuuden mittaaminen

Tutkielmassa hyödynnettävä tuloksen informatiivisuutta mittaava malli on johdettu Collinsin ym. (1994) tutkimuksesta, jossa tarkasteltiin sitä, kuinka paljon osakkeiden hinnat heijastavat informaatiota yritysten tuloksista. Tucker ja Zarowin (2006) sovelsivat kyseistä mallia tutkiakseen, parantaako tuloksen tasoittaminen raportoidun tuloksen informatiivisuutta yrityksen tulevaisuuden tulosten suhteen. Käytännössä tuloksen informatiivisuutta mittaava malli havainnollistaa yrityksen kuluvan vuoden osaketuoton yhteyttä yrityksen kuluvan kauden tulokseen (ERC-kerroin) sekä yrityksen tulevaisuudessa raportoimiin tuloksiin (FERC-kerroin). Tuckerin ja Zarowinin (2006) tutkimusta mukailien tässä tutkielmassa ollaan ensisijaisesti kiinnostuneita mallin FERC-kertoimesta eli siitä, kuinka paljon osakekurssin muutos heijastaa informaatiota yrityksen tulevaisuuden tuloksista. Tuloksen informatiivisuutta mittaava malli esitetään muodossa:

$$(4) \quad R_t = \beta_0 + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_t + \beta_3 X_{t3} + \beta_4 R_{t3}$$

jossa:

R_t = osaketuotto ilman osinkoja vuonna t

X_{t-1} = osakekohtainen tulos ennen satunnaisia eriä vuonna $t-1$, skaalattuna osakkeen hinnalla vuoden t alussa

- X_t = osakekohtainen tulos ennen satunnaisia eriä vuonna t , skaalattuna osakkeen hinnalla vuoden t alussa
- X_{t3} = osakekohtaisten tulosten summa vuosilta $t+1$, $t+2$ ja $t+3$, skaalattuna osakkeen hinnalla vuoden t alussa
- R_{t3} = yhdistetty osaketuotto ilman osinkoja vuosilta $t+1$, $t+2$ ja $t+3$

Mallissa (4) β_0 kuvaa regressioyhtälön vakiotermiä. Edeltävän vuoden tulosta kuvaavan muuttujan X_{t-1} regressiokerroin β_1 oletetaan negatiiviseksi. Kuluvan kauden tulosmuuttujan X_t regressiokerroin β_2 kuvaa edellä mainittua ERC-kerrointa ja se oletetaan puolestaan positiiviseksi. Ensisijainen kiinnostuksen kohde mallissa (4) on kuitenkin tulevaisuuden tuloksia kuvaavan muuttujan X_{t3} regressiokerroin β_3 , joka kuvastaa mallin FERC-kerrointa. Ensimmäisen tutkimushypoteesin (H1) mukaisesti kerroin β_3 oletetaan positiiviseksi, sillä suomalaisten pörssiyritysten tulokset oletetaan olevan keskimäärin informatiivisia yritysten tulevaisuuden tulosten suhteen. Koska sijoittajien odotuksia arvioidaan välillisesti realisoituneiden tulosten avulla, mittausvirheen vähentämiseksi malliin (4) on sisällytetty myös tulevaisuuden osaketuottoja kuvaava muuttuja R_{t3} . Ideana on, että mikäli realisoitunut tulos on sijoittajien odotuksia korkeampi, osakekurssin tulisi nousta. Mikäli yritys raportoi odotettua alhaisemman tuloksen, oletetaan tämä puolestaan näkyvän osakkeen hinnan laskuna. Regressiokerroin β_4 oletetaan negatiiviseksi. (Tucker & Zarowin 2006, 257). Mallissa (4) esiintyvät osakekohtaiset tulokset (X_n) on haettu Thomson Reutersin Datastream-tietokannasta, jonka jälkeen ne on skaalattu yrityksen osakkeen hinnalla tarkasteluvuoden t alussa. Yritysten vuosittaiset osaketuotot on puolestaan laskettu hyödyntäen jatkuva-aikaisen eli logaritmissen tuoton kaavaa (ks. Vaihekoski 2004, 194), joka voidaan esittää muodossa:

$$(5) \quad R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1})$$

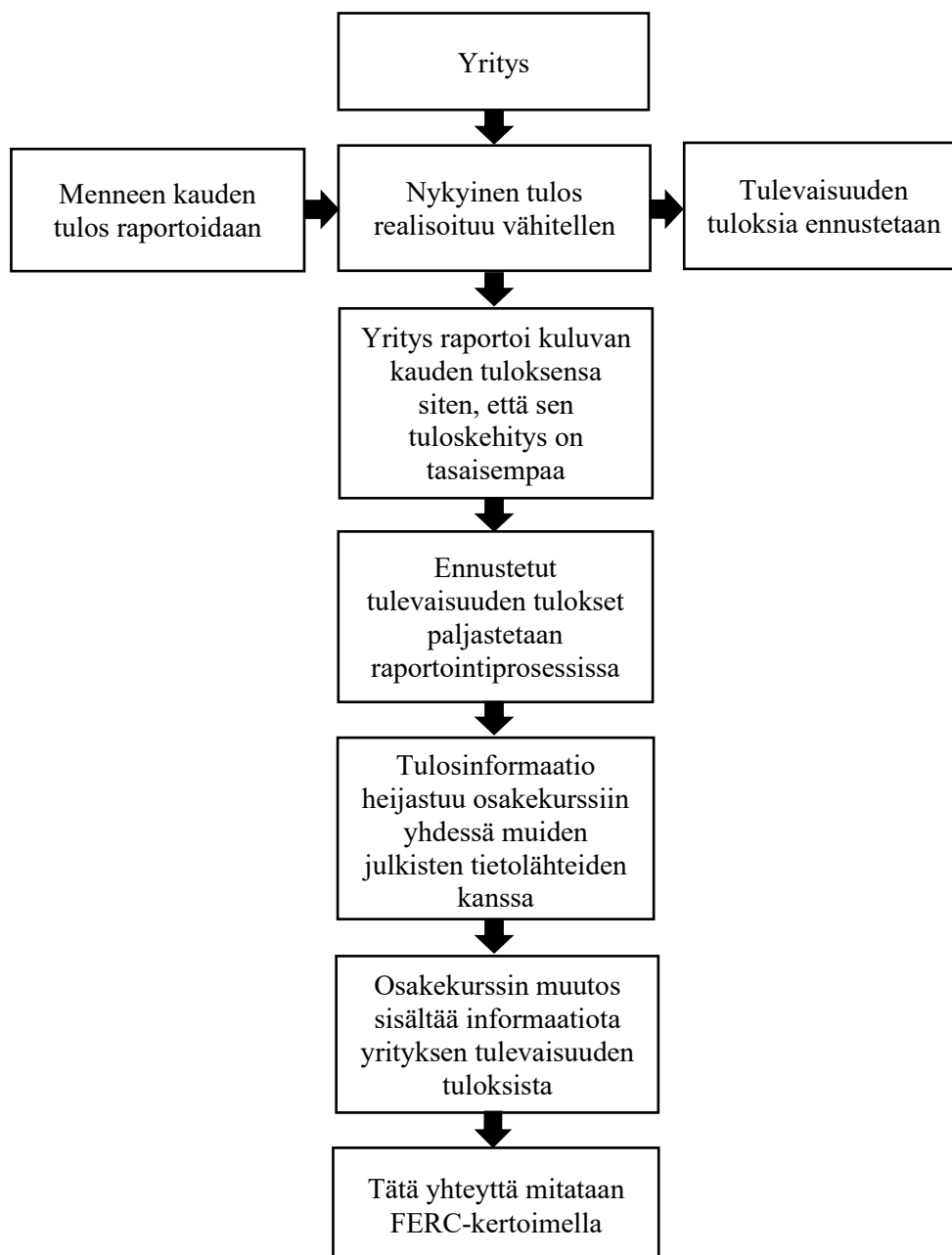
jossa:

- R_t = osaketuotto ilman osinkoja vuonna t
- P_1 = osakkeen hinta vuoden t lopussa
- P_0 = osakkeen hinta vuoden t alussa

Kaavassa (5) osakkeen hinnasta vuoden lopussa (P_{t-1}) otetaan luonnollinen logaritmi, josta vähennetään luonnollinen logaritmi osakkeen hinnasta vuoden alussa (P_t). Hyödyntämällä logaritmista vuosittaista osaketuottoa muuttujan R_t arvot ovat normaalijakautuneempia prosentuaalisiin tuottoihin verrattuna. Prosentuaaliset tuotot saattavat vääristää osaketuottojen jakaumaa oikealle kallistuneeksi, sillä osakkeiden hinnat voivat nousta yli 100 %, mutta ne eivät voi vastaavasti laskea yli 100 %. (Vaihekoski 2004, 193–194). Kuten aiemmin todettiin, yksi lineaarisen regressiomallin edellytys on selitettävän muuttujan normaalijakautuneisuus (Heikkilä 2014, 235), ja tarkasteluvuoden osaketuotto (R_t) kuvaa mallissa (4) nimenomaan selitettävää muuttujaa.

3.4.2 Tuloksen tasoittamisen vaikutus tuloksen informatiivisuuteen

Kuviossa 8 havainnollistetaan FERC-kerrointa tuloksen informatiivisuuden mittarina yrityksen harjoittaessa tuloksen tasoittamista. Huomionarvoista ensinnäkin on, että yrityksen liiketoiminta on jatkuvaa, vaikka lakisääteisen tilinpäätösraportoinnin vuoksi yrityksen taloudellinen tulos jaksetaan eri tilikausille. Näin ollen samaan aikaan kun yritys raportoi menneen tilikauden tuloksensa, sen kuluvan kauden tulos realisoituu vähitellen. Realisoituneiden kassavirtojen lisäksi yrityksellä on raportointihetkellä informaatiota myös sen tulevaisuuden näkymistä ja tulosennusteista. Mitä tarkempia kassavirtaennusteita yrityksessä laaditaan, sitä tehokkaammin se voi toteuttaa tuloksen tasoittamista eri tilikausien välillä (ks. myös Demerjian ym. 2017). Tuloksen tasoittamisen seurauksena yrityksen tulosraportoinnin oletetaan siten heijastavan keskimääräistä enemmän informaatiota yrityksen tulevaisuuden tuloksista. Tehokkailla osakemarkkinoilla uusi tulosisäntä heijastuu yrityksen osakekurssiin yhdessä muiden julkisten tietolähteiden kanssa. Täten myös osakekurssin muutoksen oletetaan sisältävän keskimääräistä enemmän informaatiota yrityksen tulevaisuuden tuloksista tulostaan tasoittavilla yhtiöillä. Tästä syystä tulostaan tasoittavilla yhtiöillä FERC-kertoimen oletetaan olevan korkeampi, joka puolestaan tulkitaan osoitukseksi tuloksen korkeammasta informatiivisuudesta. (Tucker & Zarowin 2006, 255).



Kuvio 8. FERC-kerroin ja tuloksen tasoittaminen (mukaillen Tucker & Zarowin 2006, 256).

Tutkielman toisen tutkimushypoteesin (H2) testaamiseksi tuloksen informatiivisuutta mittaavaan malliin (4) lisätään tuloksen tasoittamista kuvaava muuttujan IS_t (kaava 3) sekä sen variaatiot mallin muiden selittävien muuttujien kanssa. Regressioanalyysissä interaktiomuuttujien avulla voidaan analysoida kahden selittävän muuttujan yhteisvaikutusta selitettävään muuttujaan. Interaktiomuuttuja muodostetaan käytännössä

kahden itsenäisen muuttujan tulona. Regressiomalli tutkimushypoteesin (H2) testaamiseksi esitetään muodossa:

$$(6) R_t = \gamma_0 + \gamma_1 X_{t-1} + \gamma_2 X_t + \gamma_3 X_{t3} + \gamma_4 R_{t3} + \gamma_5 IS_t + \gamma_6 IS_t * X_{t-1} + \gamma_7 IS_t * X_t + \gamma_8 IS_t * X_{t3} + \gamma_9 IS_t * R_{t3}$$

Mallissa (6) γ_0 kuvaa regressioyhtälön vakiotermiä. Regressiokertoimien $\gamma_1 - \gamma_4$ etumerkit oletetaan vastaavasti kuin mallin (4) yhteydessä esitettiin. Itsenäisen muuttujan IS_t regressiokerroin γ_5 ei ole mallin (6) tulkinnan kannalta olennainen. Kerroin γ_6 oletetaan sen sijaan negatiiviseksi ja kerroin γ_7 positiiviseksi. Ensisijaisen kiinnostuksen kohteena mallissa (6) on regressiokerroin γ_8 , joka oletetaan tutkimushypoteesin (H2) mukaan positiiviseksi. Mikäli tuloksen tasoittaminen siis parantaa raportoitujen tulosten informatiivisuutta yrityksen tulevaisuuden tulosten suhteen, interaktiomuuttujan $IS_t * X_{t3}$ regressiokertoimen γ_8 tulee olla positiivinen. Toisin sanoen, mikäli tuloksen tasoittaminen tekee raportoiduista tuloksista informatiivisempia, osakkeen hinnan muutoksen tulisi heijastaa enemmän informaatiota yrityksen tulevaisuuden tuloksista. Mikäli regressiokerroin γ_8 saa negatiivisen arvon, tuloksen tasoittamisen tulkitaan heikentävän tuloksen informatiivisuutta, ja tutkimushypoteesi (H2) hylätään. Regressiokerroin γ_9 oletetaan mallissa (6) negatiiviseksi.

3.4.3 Tuloksen tasoittamisen vaikutus tuloksen pysyvyyteen

Kuten aiemmin kappaleessa 2.3 esitettiin, tuloksen pysyvyyden on osoitettu olevan yhteydessä yrityksen korkeamaan osaketuotto-tulossuhteeseen. (Schipper & Vincent 2003, 100). Tuckerin ja Zarowinin (2006, 257) mukaan, mikäli tuloksen tasoittaminen todella parantaa raportoitujen tulosten informatiivisuutta, sen on myös vahvistettava yrityksen nykyisen ja tulevaisuuden tulosten välistä yhteyttä eli tuloksen pysyvyyttä. Tutkimushypoteesin (H3) mukaisesti tuloksen tasoittamisella oletetaan siten olevan positiivinen vaikutus myös tuloksen pysyvyyteen. Regressiomalli tutkimushypoteesin (H3) testaamiseksi esitetään muodossa:

$$(7) \text{EPS}_{t3} = \delta_0 + \delta_1 \text{EPS}_t + \delta_2 \text{IS}_t + \delta_3 \text{IS}_t * \text{EPS}_t$$

jossa:

EPS_{t3} = osakekohtaisten tulosten summa vuosilta $t+1$, $t+2$ ja $t+3$

EPS_t = osakekohtainen tulos vuonna t

Mallissa (7) δ_0 kuvaa regressioyhtälön vakiotermiä. Regressiokerroin δ_1 oletetaan positiiviseksi. Tuloksen tasoittamista kuvaavan muuttujan IS_t regressiokerroin δ_2 ei ole mallin (7) tulkinnan kannalta olennainen. Ensisijaisen kiinnostuksen kohteena on sen sijaan interaktiomuuttujan $\text{IS}_t * \text{EPS}_t$ regressiokerroin δ_3 , joka oletetaan tutkimushypoteesin (H3) mukaan positiiviseksi. Kertoimen δ_3 tulee olla positiivinen, mikäli tuloksen tasoittaminen keskimäärin vahvistaa tuloksen pysyvyyttä eli yrityksen kuluvan kauden yhteyttä sen tulevaisuuden tuloksiin. Mikäli kerroin δ_3 saa negatiivisen arvon, tutkimushypoteesi (H3) hylätään. Huomionarvoista mallissa (7) on, että osakekohtaisia tuloksia ei skaalata yrityksen osakkeen hinnalla vuoden t alussa kuten aiemmin esitetyissä malleissa (4 ja 6). (Tucker & Zarowin 2006, 258).

3.4.4 Kontrollimuuttujat

Empiiristen tulosten luotettavuuden parantamiseksi tutkimushypoteesien testaamiseksi sovellettavia tilastollisia malleja (4, 6 ja 7) laajennetaan lisäämällä tarkasteluun yrityksen kokoa ja kasvua kuvaavat kontrollimuuttujat (ks. myös. Tucker & Zarowin 2006, 262–265). Kontrollimuuttujalla viitataan erityiseen selittävään muuttujaan, joka saattaa vaikuttaa selitettävään muuttujaan ja siten myös regressioanalyysin tuloksiin (Creswell 2014, 52–53). Tutkielman hypoteeseja testataan kontrolloimalla yrityksen kokoa muun muassa siitä syystä, että suurten yritysten raportointikäytäntöihin saattaa vaikuttaa enemmän pelko oikeudellisista riskeistä (ks. mm. Kasznik & Lev 1995). Yrityskokoa kuvaava kontrollimuuttuja MV_t määritetään luonnollisena logaritmina yrityksen markkina-arvosta tarkasteluvuoden t alussa. Yritysköön lisäksi kontrolloidaan yrityksen kasvua, sillä korkeammat kasvuodotukset saattavat johtaa tulevaisuuspainotteisempaan raportointiin esimerkiksi siitä syystä, että yrityksessä ennakoidaan mahdollista osakeantia tulevaisuudessa (ks. mm. Frankel ym. 1995). Yrityksen kasvua kuvaava

kontrollimuuttuja BM_t määritetään yrityksen kirjanpitoarvon ja markkina-arvon välisenä suhteena vuoden t alussa. Kontrollimuuttujien vaikutus tutkielman tilastollisten mallien tuloksiin esitetään kappaleessa 4.3. Taulukossa 3 on esitetty yhteenveto kaikista tutkielman tilastollisissa malleissa esiintyvistä muuttujista selityksineen.

TAULUKKO 3 – Yhteenveto tutkielman muuttujista

Muuttuja	Selitys
R_t	osaketuotto ilman osinkoja vuonna t
X_{t-1}	osakekohtainen tulos ennen satunnaisia eriä vuonna $t-1$; skaalattuna osakkeen hinnalla vuoden t alussa
X_t	osakekohtainen tulos ennen satunnaisia eriä vuonna t ; skaalattuna osakkeen hinnalla vuoden t alussa
X_{t3}	osakekohtaisten tulosten summa vuosilta $t+1$, $t+2$ ja $t+3$; skaalattuina osakkeen hinnalla vuoden t alussa
R_{t3}	yhdistetty osaketuotto ilman osinkoja vuosilta $t+1$, $t+2$ ja $t+3$
IS_t	Operatiivisten kassavirtojen keskihajonnan suhde tulosten keskihajontaan tarkasteluvuodelta t sekä sitä edeltävältä 5 vuodelta; vuotuiset kassavirrat ja tulokset skaalataan edeltävän vuoden taseen loppusummalla
EPS_t	osakekohtainen tulos ennen satunnaisia eriä vuonna t ; ilman skaalausta
EPS_{t3}	osakekohtaisten tulosten summa vuosilta $t+1$, $t+2$ ja $t+3$; ilman skaalausta
MV_t	Luonnollinen logaritmi yrityksen markkina-arvosta vuoden t alussa
BM_t	Yrityksen kirjanpitoarvon suhde yrityksen markkina-arvoon vuoden t alussa

4 EMPIIRISET TULOKSET

Tässä luvussa esitetään tutkielman empiiriset tulokset. Ensin kuvaillaan tutkielman empiiristä aineistoa muuttujien keskeisten tilastollisten tunnuslukujen avulla. Varsinaisten tutkimustulosten yhteydessä esitetään muuttujien välisiä riippuvaisuuksia kuvaava korrelaatiomatriisi sekä tutkielman tilastollisten mallien tulokset. Lopuksi analysoidaan vielä tilastollisten mallien tulosten luotettavuutta lisäämällä tarkasteluun yrityksen kokoa ja kasvua kuvaavat kontrollimuuttujat.

4.1 Aineiston kuvaus

Etenkin pienessä havaintoaineistossa poikkeuksellisen suuret tai pienet muuttujan arvot saattavat vaikuttaa merkittävästi regressiomallin tuloksiin. Poikkeavaksi arvoksi kutsutaan muuttujan arvoa, joka eroaa huomattavasti muista havaintoarvoista. (Holopainen & Pulkkinen 2012, 287). Koska tutkielman aineiston alustavan tarkastelun yhteydessä havaittiin aineistoon sisältyvän muutamia yksittäisiä poikkeuksellisen suuria (pieniä) havaintoarvoja, päätettiin aineistoa korjata hyödyntämällä winsorointimenetelmää. Winsorointimenetelmällä tarkoitetaan muuttujan jakauman ääriarvojen korvaamista niitä edeltävällä arvolla, eli tuomalla ne lähemmäs muuta otosjoukkoa. Aineiston havaintojen lukumäärä pysyy siten ennallaan, mutta yksittäisten poikkeavien havaintoarvojen vaikutus regressiomallin tuloksiin vähenee. Tässä tutkielmassa aineiston winsorointi toteutettiin korvaamalla kunkin muuttujan kaksi suurinta ja pienintä havaintoarvoa niitä seuraavaksi suurimmalla (pienimmällä) havaintoarvolla. Koska aineistossa havaitut poikkeavat arvot olivat pääsääntöisesti yksittäisiä tapauksia, laajempaa winsorointia ei todettu tarpeelliseksi.

Taulukossa 4 on esitetty keskeisimmät tilastolliset tunnusluvut kaikista tutkielman empiirisessä osiossa esiintyvistä muuttujista aineiston winsoroinnin jälkeen. Kullekin muuttujalle on määritelty keskiarvo, mediaani, keskihajonta sekä minimi- ja maksimiarvo. Keskiarvo kuvaa havaintoarvojen summaa jaettuna havaintojen

lukumäärällä. Mediaani kuvaa puolestaan suuruusjärjestykseen asetetuista havaintoarvoista keskimmäistä. Sekä keskiarvo että mediaani ovat usein käytettyjä tilastollisia keskilukuja. Tärkein tilastollinen hajontaluku eli keskihajonta kuvaa puolestaan sitä, kuinka hajallaan muuttujan arvot ovat keskiarvon ympärillä. Keskihajonnasta käytetään myös nimitystä standardipoikkeama (*engl. standard deviation*). (Heikkilä 2014, 83–86). Minimi- ja maksimi-arvot kuvaavat muuttujien saamia ääriarvoja.

TAULUKKO 4 - Aineiston tilastolliset tunnusluvut

$n = 264$

Muuttuja	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	Minimi	Maksimi
R_t	0,048	0,066	0,384	-1,070	1,343
X_{t-1}	-0,079	0,047	0,442	-3,028	0,321
X_t	-0,008	0,048	0,239	-1,194	0,650
X_{t3}	0,167	0,159	0,530	-1,301	3,366
R_{t3}	0,106	0,163	0,569	-1,953	1,379
IS_t	1,475	1,147	1,202	0,098	8,281
EPS_t	0,378	0,255	1,101	-4,196	4,708
EPS_{t3}	1,517	0,926	2,137	-3,844	6,583
MV_t	12,127	12,129	2,192	6,741	16,803
BM_t	2,022	1,459	1,926	-2,821	10,120

Taulukon 4 kahdeksan ensimmäistä muuttujaa esiintyvät tutkielman varsinaisissa tilastollisissa malleissa (4, 6 ja 7). Ensinnäkin, taulukosta havaitaan, että yritysten osaketuotot tarkasteluvuonna t ovat olleet keskimäärin positiivisia. Muuttujan R_t keskiarvo on 4,8 prosenttia ja mediaani vastaavasti 6,6 prosenttia. Koska keskiarvo ja mediaani ovat kohtuullisen lähellä toisiaan, muuttujan jakauman voidaan todeta olevan melko symmetrinen, vaikkakin hieman vasemmalle päin kallistuva. Vastaavassa Tuckerin ja Zarowinin (2006, 260) tutkimuksessa muuttujan R_t keskiarvo (0,153) ja mediaani (0,047) eroavat huomattavasti enemmän toisistaan ja myös muuttujan keskihajonnan (0,688) havaintaan olevan selvästi suurempi kuin tämän tutkielman aineistossa. Mikäli keskiarvo ja mediaani poikkeavat merkittävästi toisistaan, kuvaa mediaani usein paremmin muuttujan jakauman keskikohtaa. Tutkielman aineistossa

muuttujan R_t mediaani on samaa suuruusluokkaa Tuckerin ja Zarowinin (2006) tutkimuksen kanssa, jossa empiirisen aineiston koko on ollut merkittävästi suurempi.

Toiseksi, taulukosta 4 havaitaan muuttujien X_{t-1} sekä X_t olevan keskiarvoiltaan negatiivisia, mikä viittaa siihen, että tarkasteltavien yritysten osakekohtaiset tulokset ovat olleet verrattaen alhaisia sekä tarkasteluvuonna t sekä sitä edeltävänä vuotena. Molempien muuttujien osalta positiiviset mediaanit kuitenkin osoittavat, että yli puolet havaintoarvoista ovat positiivisia. Vaikka kummankin muuttujan osalta keskiarvo ja mediaani ovat kohtuullisen lähellä toisiaan, ovat muuttujien jakaumat hieman vasemmalle päin kallistuneita. Etenkin muuttujan X_{t-1} osalta havaitaan, että aineiston negatiiviset havaintoarvot ovat keskimäärin suurempia kuin positiiviset havaintoarvot. Tämä saattaa olla merkki siitä, että mikäli yrityksessä joudutaan raportoimaan tilikaudelta tappiollinen tulos, johto katsoo, että se voi yhtä hyvin raportoida kerralla suuremman tappion parantaen näin tuloksiaan tulevilla tilikausilla (ks. Scott 2015, 447). Muuttujien X_{t-1} ja X_t arvot ovat samaa suuruusluokkaa Tuckerin ja Zarowinin (2006, 206) tutkimuksen kanssa. *EPS*-muuttujien arvot kuvaavat *X*-muuttujien tavoin yritysten osakekohtaisia tuloksia, mutta niitä ei ole skaalattu yrityksen osakkeen arvolla vuoden t alussa. Tästä syystä myös *EPS*-muuttujien saamien arvojen vaihteluvälit ovat verrattaen suurempia.

Muuttujan IS_t minimiarvon (0,098) ja maksimiarvon (8,281) perusteella voidaan todeta, että aineistoon näyttäisi sisältyvän tulostaan eri verran tasoittavia yhtiöitä. Tästä kertoo myös muuttujan kohtuullisen korkea keskihajonta (1,202). Muuttuja IS_t kuvaa yrityksen operatiivisten kassavirtojen vaihtelun suuruutta suhteessa yrityksen raportoiman tuloksen vaihteluun. Muuttujan IS_t keskiarvo (1,475) ja mediaani (1,147) viittaavat täten siihen, että keskimäärin yritysten operatiivisten kassavirtojen vaihtelu on ollut korkeampaa kuin yritysten raportoiman tuloksen vaihtelu. Vastaavaa tuloksen tasoittamisen mittaria soveltaneessa Gaon ja Zhangin (2015, 114) tutkimuksessa tuloksen tasoittamista kuvaavan muuttujan keskiarvo (1,686) ja mediaani (1,248) ovat verrattaen samaa luokkaa kuin tässä tutkielmassa. Taulukossa 4 on esitetty tutkielman varsinaisten muuttujien lisäksi myös tarkasteltavien kontrollimuuttujien tilastolliset tunnusluvut. Yrityksen yritysten kokoa (MV_t) ja kasvua (BM_t) kuvaavien kontrollimuuttujien kohtuullisen suurien vaihteluvälien perusteella voidaan todeta, että havaintoaineistoon sisältyy sen

rajallisesta koosta huolimatta hyvin erilaisia yhtiöitä. Kontrollimuuttujien vaikutus tutkielman tilastollisten mallien tuloksiin huomioidaan alaluvussa 4.3.

4.2 Keskeiset tulokset

Seuraavaksi syvennyttään tutkielman varsinaisiin empiirisiin tuloksiin. Ennen regressiomallien tulosten esittämistä havainnollistetaan muuttujien välisiä yhteyksiä korrelaatiomatriisin avulla. Koska regressioanalyysin päämäärä on mallintaa muuttujien välisiä riippuvuuksia, on todennäköistä, että sovellettavat muuttujat korreloivat toistensa kanssa. Regressiomallin selittävät muuttujat eivät saisi kuitenkaan korreloida liian voimakkaasti keskenään, sillä tämä saattaa vaikuttaa heikentävästi regressiomallin tulosten luotettavuuteen (Heikkilä 2014, 235). Määritelmällisesti korrelaatiokerroin kuvastaa kahden muuttujan välisen yhteyden voimakkuutta ja se saa arvoja -1 ja 1 välillä. Korrelaatiokertoimen perusteella ei toisaalta voida tehdä johtopäätöksiä muuttujien kausaalisesta yhteydestä. (Heikkilä 2019, 90–91).

Taulukossa 5 on esitetty tutkielman muuttujien väliset korrelaatiokertoimet kootusti korrelaatiomatriisin muodossa. Koska kaikki tarkasteltavat muuttujat ovat vähintään välimatka- tai suhdeasteikollisia, korrelaatiokertoimella viitataan Pearsonin korrelaatiokertoimeen (Heikkilä 2019, 90). Korkein korrelaatiokerroin (0,627) havaitaan luonnollisesti muuttujien X_t ja EPS_t välillä, jotka molemmat kuvaavat yritysten osakekohtaisia tuloksia tarkasteluvuonna t . Ainoa ero muuttujien välillä johtuu X -muuttujan arvojen skaalauksesta. Kyseisten muuttujien keskinäinen korrelointi ei ole kuitenkaan multikollinearisuuden kannalta ongelmallista, sillä EPS - ja X -muuttujat eivät esiinny samassa regressiomallissa. Taulukosta 5 havaitaan myös muuttujien X_{t-1} ja X_t välisen korrelaatiokertoimen (0,595) olevan melko korkea. Tämä saattaa viitata aineistossa esiintyvään autokorrelaatioon, jolla viitataan aikasarjan peräkkäisten arvojen keskinäiseen korrelointiin (Heikkilä 2014, 276). Toisaalta Tuckerin ja Zarowinin (2006, 260) tutkimuksessa vastaava korrelaatiokerroin (0,547) on ollut verrattaen samansuuruinen. Kaiken kaikkiaan, vaikka taulukon 5 perusteella näyttäisi siltä, ettei regressiomallien selittävien muuttujien kesken esiinny liian korkeaa keskinäistä

korrelointia, mahdollista multikollinearisuutta tarkastellaan kunkin regressiomallin tulosten yhteydessä.

TAULUKKO 5 – Korrelaatiomatriisi

Muuttuja	R_t	X_{t-1}	X_t	X_{t3}	R_{t3}	IS_t	EPS_t	EPS_{t3}	MV_t
X_{t-1}	,217**								
X_t	,475**	,595**							
X_{t3}	,409**	,282**	,443**						
R_{t3}	0,011	,169**	,210**	,493**					
IS_t	0,033	,124*	,150*	0,096	0,102				
EPS_t	,307**	,358**	,627**	,254**	,149*	,136*			
EPS_{t3}	,280**	,287**	,377**	,547**	,398**	0,055	,561**		
MV_t	,120*	,373**	,331**	,158**	,166**	,131*	,406**	,484**	
BM_t	,149*	,226**	,304**	,146*	0,102	0,056	,273**	,233**	,327**

Korrelaatiokertoimen tilastollinen merkitsevyys: ** Merkitsevä tasolla 0,01 (2-häntäinen), * Merkitsevä tasolla 0,05 (2-häntäinen)

Seuraavaksi esitetään tutkielman regressiomallien tulokset tutkimushypoteesien testaamiseksi. Taulukossa 6 on esitetty ensin tuloksen informatiivisuutta mittaavan tilastollisen mallin (4) tulokset. Regressiokertoimien perusteella voidaan ensinnäkin todeta, että malli (4) näyttäisi toimivan odotusten mukaisesti, sillä kunkin muuttujan regressiokerroin saa odotetun etumerkin. Lisäksi regressiokertoimet havaitaan olevan muuttujaa X_{t-1} lukuun ottamatta tilastollisesti erittäin merkitseviä. Regressiokerroin β_2 (ERC-kerroin) saa odotetusti positiivisen arvon (0,640), mikä tarkoittaa, että yritysten osaketuotot ovat positiivisesti yhteydessä yrityksen saman vuoden raportoidun tuloksen kanssa. Tutkimushypoteesin (H1) kannalta tärkein havainto taulukon 6 osalta koskee kuitenkin regressiokerrointa β_3 (FERC-kerroin). FERC-kertoimen (0,248) havaitaan olevan tutkimushypoteesin (H1) mukaisesti tilastollisesti merkitsevästi positiivinen. Positiivinen regressiokerroin β_3 tarkoittaa sitä, että yritysten tarkasteluvoiton osaketuotot heijastavat informaatiota yritysten tulevaisuuden tuloksista. Tämä tulkitaan

osoitukseksi siitä, että suomalaisten pörssiyhtiöiden raportoimat tulokset ovat keskimäärin informatiivisia yritysten tulevaisuuden tulosten suhteen.

TAULUKKO 6 - Tulokset tuloksen informatiivisuutta mittaavasta mallista

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_t + \beta_3 X_{t3} + \beta_4 R_{t3} \quad (\text{malli 4})$$

Muuttuja	Odotettu kerroin	Kerroin	t-arvo	p-arvo	Toleranssi	VIF
Vakio	?	0,022	1,007	0,315	-	-
X_{t-1}	-	-0,104	-1,917	0,056	0,702	1,424
X_t	+	0,640	6,009	0,000**	0,629	1,589
X_{t3}	+	0,248	5,382	0,000**	0,678	1,475
R_{t3}	-	-0,176	-4,402	0,000**	0,786	1,273
Havaintojen lkm	264					
R²	0,288					
Korjattu R²	0,277					
F-arvo	26,137**					
Durbin-Watson	2,195					

Tilastollinen merkitsevyys: ** Merkitsevä tasolla 0,01, * Merkitsevä tasolla 0,05.

Taulukosta 6 havaitaan mallin selityskertoimen (R^2) olevan 0,288. Määritelmällisesti selityskerroin ilmaisee, kuinka monta prosenttia selitettävän muuttujan vaihtelusta mallin selittävien muuttujien avulla voidaan selittää. Korjattu eli ns. suhteutettu selityskerroin huomioi lisäksi selittävien muuttujien lukumäärän. (Holopainen & Pulkkinen 2012, 278). Tuloksen informatiivisuutta mittaavan mallin korjatuksi selityskertoimeksi saadaan 0,277, joka on huomattavasti korkeampi kuin Tuckerin ja Zarowinin (2006, 261) vastaavassa tutkimuksessa (0,068). Mallin (4) mahdollista multikollineaarisuutta tarkastellaan taulukossa 6 esitettyjen toleranssien ja VIF-lukujen avulla. Holopaisen ja Pulkkinen mukaan (2012, 279) VIF-lukujen ei tulisi ylittää arvoa 5, jotta multikollineaarisuus ei vaikuttaisi regressiomallin tuloksiin niiden luotettavuutta heikentävästi. Field (2009, 242) on puolestaan todennut, että VIF-arvojen tulisi olla alle 10 ja vastaavasti toleranssien ylittää arvo 0,2, jotta multikollineaarisuus ei olisi ongelmallista mallin tulosten tulkinnan kannalta. VIF-arvot ovat toleransseihin nähden vastalukuja, eli kun muuttujan toleranssi pienenee sen VIF-arvo vastaavasti kasvaa

(Metsämuuronen 2001, 68). Taulukosta 6 havaitaan sekä toleranssien että VIF-lukujen osalta, ettei mallin (4) selittävien muuttujien osalta ilmene liiallista multikollineaarisuutta. Kaikkien muuttujien osalta VIF-arvot ovat alle kahden. Durbin-Watson -testisuureella voidaan arvioida vielä regressiomallin virhetermien riippumattomuutta. Taulukosta 6 havaitaan Durbin-Watson -testisuureen arvon (2,195) sijoittuvan välille 1–3, joka Fieldin (2009, 221) mukaan viittaa siihen, ettei jäännöstermien mahdollinen autokorrelaatio vääristä liiallisesti regressioanalyysin tuloksia. Durbin-Watson -testisuureen suureen arvon ollessa tasan kaksi autokorrelaatiota ei esiinny aineistossa lainkaan. Tässä tutkielmassa regressiomallien mahdollista heteroskedastisuutta eli jäännöstermien epätoivottua hajontaa (Metsämuuronen 2001, 5) ei sen sijaan tarkastella, mikä on huomioitava tutkielman tulosten luotettavuuden arvioinnissa.

Seuraavaksi taulukossa 7 on esitetty mallin (6) tulokset tuloksen tasoittamisen ja tuloksen informatiivisuuden välisen yhteyden selvittämiseksi. Myös mallin (6) osalta voidaan todeta, että regressiokertoimien etumerkit ovat yhdenmukaisia odotusten kanssa. Interaktiomuuttujan $IS_t * X_{t3}$ regressiokerroin eli FERC-kerroin havaitaan olevan toisen tutkimushypoteesin (H2) mukaisesti tilastollisesti merkitsevästi positiivinen (0,243). Mallin (6) tulosten perusteella näyttäisi siis siltä, että tuloksen tasoittaminen on positiivisesti yhteydessä korkeampaan FERC-kertoimeen. Toisin sanoen, osaketuotot heijastavat keskimäärin enemmän informaatiota yrityksen tulevaisuuden tuloksista tulostaan enemmän tasoittavilla yhtiöillä. Mallin (6) tulosten perusteella myös havaitaan, että vaikka itsenäisen muuttujan X_{t3} regressiokerroin on yhä odotetusti positiivinen, se ei ole tilastollisesti merkitsevä tuloksen tasoittamista kuvaavan muuttujan huomioimisen jälkeen. Vastaava havainto on tehty Tuckerin ja Zarowinin (2006, 261) tutkimuksessa yhdysvaltalaisen yhtiöiden keskuudessa. Taulukon 7 tulosten perusteella voidaan lisäksi todeta, että tuloksen tasoittamisella näyttäisi olevan positiivinen yhteys myös ERC-kertoimeen. Interaktiomuuttujan $IS_t * X_t$ positiivinen regressiokerroin (0,270) ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä toisin kuin itsenäisellä muuttujalla X_t . Muuttujien R_{t3} ja IS_t regressiokertoimien tilastollinen merkitsevyys vahvistaa muuttujien merkitystä mallin (6) kontrolloivina muuttujina.

TAULUKKO 7 - Tulokset tuloksen tasoittamisen vaikutuksesta tuloksen informatiivisuuteen

$$R_t = \gamma_0 + \gamma_1 X_{t-1} + \gamma_2 X_t + \gamma_3 X_{t3} + \gamma_4 R_{t3} + \gamma_5 IS_t + \gamma_6 IS_t * X_{t-1} + \gamma_7 IS_t * X_t + \gamma_8 IS_t * X_{t3} + \gamma_9 IS_t * R_{t3} \quad (\text{malli 6})$$

Muuttuja	Odotettu merkki	Kerroin	t-arvo	p-arvo	Toleranssi	VIF
Vakio	?	0,078	2,287	0,023*	-	-
X _{t-1}	-	-0,121	-1,509	0,132	0,307	3,254
X _t	+	0,440	3,013	0,003**	0,318	3,142
X _{t3}	+	0,057	0,655	0,513	0,181	5,535
R _{t3}	-	-0,178	-2,798	0,006**	0,293	3,410
IS _t	?	-0,057	-2,863	0,005**	0,682	1,466
IS _t * X _{t-1}	-	-0,049	-0,535	0,593	0,137	7,313
IS _t * X _t	+	0,270	1,642	0,102	0,132	7,582
IS _t * X _{t3}	+	0,243	2,578	0,010**	0,132	7,582
IS _t * R _{t3}	-	-0,028	-0,630	0,530	0,204	4,912
Havaintojen lkm	264					
R²	0,336					
Korjattu R²	0,313					
F-arvo	14,307**					
Durbin-Watson	2,224					

Tilastollinen merkitsevyys: ** Merkitsevä tasolla 0,01, * Merkitsevä tasolla 0,05.

Taulukosta 7 havaitaan, että tuloksen tasoittamista kuvaavan muuttujan lisääminen tuloksen informatiivisuutta mittaavaan malliin parantaa sen selityskerrointa (vrt. taulukko 6). Selittävien muuttujien lukumäärän huomioivan korjatun selityskertoimen (0,313) havaitaan olevan myös mallin (6) osalta korkeampi kuin Tuckerin ja Zarowinin (2006, 261) tutkimuksessa (0,072). Taulukossa 7 esitettyjen VIF-arvojen havaitaan kuitenkin olevan selvästi korkeampia kuin tuloksen informatiivisuutta mittaavan mallin (4) osalta, jossa tuloksen tasoittamista ei huomioitu. Suurempi korrelointi selittävien muuttujien välillä on kuitenkin luonnollinen seuraus siitä, että malli (6) sisältää interaktiomuuttujia eli muuttujia, jotka on muodostettu kertomalla kahden itsenäisen muuttujan arvot

keskenään. Mahdollista multikollinearisuutta tarkastelevat VIF-arvot eivät kuitenkaan ylitä Fieldin (2009, 242) eivät ohjearvoa 10, sillä ne ovat kaikkien muuttujien osalta alle 8. Myös Durbin-Watson -testisuureen arvo (2,224) jäännöstermien autokorrelaation arvioimiseksi sijoittuu Fieldin (2009, 221) esittämien hyväksyttävien raja-arvojen 1–3 välille.

Taulukossa 8 on esitetty vielä regressiomallin (7) tulokset tuloksen tasoittamisen ja tuloksen pysyvyyden välisen yhteyden selvittämiseksi. Jälleen voidaan todeta kunkin muuttujan regressiokertoimen saavan odotetun etumerkin, mikä viittaa mallin (7) toimivuuteen. Kolmannen tutkimushypoteesin (H3) mukaisesti interaktiomuuttujan $IS_t * EPS_t$ regressiokertoimen (0,260) havaitaan olevan positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä. Tämä viittaa siihen, että yritysten tuloksen tasoittaminen vahvistaa myös tuloksen pysyvyyttä eli yrityksen nykyisen ja tulevaisuuden tulosten välistä yhteyttä. Toisin sanoen, enemmän tuloksiaan tasoittavilla yrityksillä raportoidusta tulosinformaatiosta tulee todennäköisemmin pysyvä osa yrityksen tulosvirtaa. Myös itsenäisen muuttujan EPS_t regressiokerroin saa tilastollisesti merkitsevän arvon. Taulukon 8 tulokset ovat verrattaen yhdenmukaisia Tuckerin ja Zarowinin (2006, 261) tulosten kanssa, ja ne vahvistavat havaintoa siitä, että tuloksen tasoittaminen todella parantaa raportoidun tuloksen informatiivisuutta yrityksen tulevaisuuden tulosten suhteen (H2). Tuloksen pysyvyyttä tarkastelevan mallin (7) korjattu selityskerroin (0,245) on vain hieman alhaisempi Tuckerin ja Zarowinin (2006, 261) vastaavaan selityskertoimeen (0,278) verrattuna. Muuttujien toleranssien ja VIF-arvojen perusteella multikollinearisuus ei näyttäisi vaikuttavan mallin (7) tulosten luotettavuuteen. Lisäksi Durbin-Watson -testisuureen arvo (1,292) sijoittuu Fieldin (2009, 221) esittämien hyväksyttävien raja-arvojen 1–3 välille.

TAULUKKO 8 - Tulokset tuloksen tasoittamisen vaikutuksesta tuloksen pysyvyyteen

$$EPS_{t3} = \delta_0 + \delta_1 EPS_t + \delta_2 IS_t + \delta_3 IS_t * EPS_t \quad (\text{malli 7})$$

Muuttuja	Odotettu kerroin	Kerroin	t-arvo	p-arvo	Toleranssi	VIF
Vakio	?	1,371	7,282	0,000**	-	-
EPS _t	+	0,652	4,519	0,000**	0,465	2,152
IS _t	?	-0,172	-1,675	0,095	0,743	1,345
IS _t * EPS _t	+	0,260	2,309	0,022*	0,396	2,525
Havaintojen lkm	264					
R²	0,254					
Korjattu R²	0,245					
F-arvo	29,453**					
Durbin-Watson	1,292					

Tilastollinen merkitsevyys: ** Merkitsevä tasolla 0,01, * Merkitsevä tasolla 0,05.

4.3 Kontrollimuuttujien vaikutus tuloksiin

Edeltävässä kappaleessa havaittiin tutkielman kunkin kolmen tilastollisen mallin (4, 6 ja 7) osalta tutkimushypoteeseja (H1–H3) tukevia empiirisiä tuloksia. Tulosten luotettavuuden parantamiseksi, tutkielman tilastollisia malleja kuitenkin laajennetaan vielä lisäämällä tarkasteluun yrityksen kokoa ja kasvua kuvaavat kontrollimuuttajat. Tuloksen informatiivisuutta mittaavaan malliin (4) sekä tuloksen tasoittamisen ja tuloksen informatiivisuuden välistä yhteyttä mittaavaan malliin (6) lisätään kunkin itsenäisen kontrollimuuttujan lisäksi niiden variaatiot tulevaisuuden tuloksia kuvaavan muuttujan X_{t3} kanssa. Kontrollimuuttujien tarkoituksena on siten sisällyttää malleihin (4 ja 6) tekijöitä, jotka saattavat vaikuttaa osaketuoton ja tulevaisuuden tulosten välillä havaittuun yhteyteen. Tuloksen tasoittamisen ja tuloksen pysyvyyden välistä yhteyttä mittaavaan malliin (7) lisätään vastaavasti itsenäiset yrityksen kokoa ja kasvua kuvaavat kontrollimuuttajat sekä niiden variaatiot muuttujan EPS_t kanssa. Kontrollimuuttujien

avulla tarkastellaan siten tekijöitä, jotka saattavat vaikuttaa yrityksen kuluvan kauden tuloksen ja tulevaisuuden tulosten väliseen yhteyteen.

Kontrollimuuttujien vaikutus tutkielman tilastollisten mallien tuloksiin on esitetty tiivistetysti taulukossa 9. Taulukon 9 vasemman puoleisessa sarakkeessa esitetään ensin tuloksen informatiivisuutta mittaavan mallin (4) tulokset kontrollimuuttujien vaikutus huomioiden. Mallin itsenäisen termin X_{t3} regressiokerroimen (-0,515) havaitaan vaihtuvan negatiiviseksi ja menettävän tilastollisen merkitsevyytensä lisättyjen kontrollimuuttujien vaikutuksesta. Interaktiomuuttujan $MV_t * X_{t3}$ tilastollisesti merkitsevä positiivinen regressiokerroin (0,070) viittaa siihen, että markkina-arvoltaan suuremmilla yrityksillä tulokset ovat keskimäärin informatiivisempia yrityksen tulevaisuuden tulosten suhteen. Toisin sanoen, aineistossa suuremmilla yrityksillä FERC-kertoimen havaitaan olevan keskimäärin korkeampi. Yrityksen kasvua kuvaavalla kontrollimuuttujalla (BM_t) ei sen sijaan näytä olevan merkitsevää vaikutusta tuloksen informatiivisuuden tasoon. Näin ollen, vaikka taulukon 6 tulosten perusteella suomalaisten pörssiyhtiöiden tulosten havaittiin olevan keskimäärin informatiivisia yritysten tulevaisuuden tulosten suhteen hypoteesin (H1) mukaisesti, havaitaan taulukon 9 tulosten perusteella korkeamman tuloksen informatiivisuuden olevan yhteydessä yrityksen korkeampaan markkina-arvoon. Markkina-arvoltaan suuremmilla yrityksillä kuluvan kauden osaketuotto näyttäisi siis sisältävän enemmän informaatiota yrityksen tulevaisuuden tuloksista, mikä saattaa johtua esimerkiksi suurempien yritysten vakaammasta tuloskehityksestä. Kontrollimuuttujilla ei havaita vaikutusta alkuperäisen mallin (4) muiden itsenäisten termien etumerkkeihin. Muuttujan X_t regressiokerroin (ERC-kerroin) on siten yhä merkitsevästi positiivinen ja muuttujien X_{t-1} sekä R_{t3} regressiokerroimet oletusten mukaisesti negatiivisia. Taulukosta 9 havaitaan, että mallin (4) korjattu selityskerroin (0,285) paranee hieman kontrollimuuttujien lisäyksen jälkeen (vrt. taulukko 6). Kaiken kaikkiaan havainnot vahvistavat etenkin yrityksen kokoa kuvaavan kontrollimuuttujan huomioimisen tärkeyttä siirryttäessä tarkastelemaan sitä, minkälainen vaikutus tuloksen tasoittamisella on tuloksen informatiivisuuteen suomalaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa.

TAULUKKO 9 – Kontrollimuuttujien vaikutus regressiomalleihin

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_t + \beta_3 X_{t3} + \beta_4 R_{t3} + \beta_5 MV_t + \beta_6 BM_t + \beta_7 MV_t * X_{t3} + \beta_8 BM_t * X_{t3}$$

(Malli 4 + kontrollimuuttajat)

$$R_t = \gamma_0 + \gamma_1 X_{t-1} + \gamma_2 X_t + \gamma_3 X_{t3} + \gamma_4 R_{t3} + \gamma_5 IS_t + \gamma_6 IS_t * X_{t-1} + \gamma_7 IS_t * X_t + \gamma_8 IS_t * X_{t3} + \gamma_9 IS_t * R_{t3} + \gamma_{10} MV_t + \gamma_{11} BM_t + \gamma_{12} MV_t * X_{t3} + \gamma_{13} BM_t * X_{t3}$$

(Malli 6 + kontrollimuuttajat)

$$EPS_{t3} = \delta_0 + \delta_1 EPS_t + \delta_2 IS_t + \delta_3 IS_t * EPS_t + \delta_4 MV_t + \delta_5 BM_t + \delta_6 MV_t * EPS_t + \delta_7 BM_t * EPS_t$$

(Malli 7 + kontrollimuuttajat)

Muuttuja	Kerroin	t-arvo	p-arvo	Muuttuja	Kerroin	t-arvo	p-arvo	Muuttuja	Kerroin	t-arvo	p-arvo
Vakio	0,136	0,998	0,319	Vakio	0,141	1,039	0,300	Vakio	-2,346	-3,388	0,001**
X _{t-1}	-0,094	-1,659	0,098	X _{t-1}	-0,128	-1,576	0,116	EPS _t	-0,514	-0,776	0,438
X _t	0,662	6,081	0,000**	X _t	0,463	3,097	0,002**	IS _t	-0,178	-1,846	0,066
X _{t3}	-0,515	-1,714	0,088	X _{t3}	-0,472	-1,578	0,116	IS _t * EPS _t	0,244	2,214	0,028*
R _{t3}	-0,177	-4,433	0,000**	R _{t3}	-0,185	-2,887	0,004**	MV _t	0,306	5,189	0,000**
MV _t	-0,012	-1,020	0,309	IS _t	-0,050	-2,499	0,013*	BM _t	0,023	0,440	0,660
BM _t	0,002	0,139	0,890	IS _t * X _{t-1}	-0,024	-0,259	0,796	MV _t * EPS _t	0,070	1,426	0,155
MV _t * X _{t3}	0,070	2,479	0,014*	IS _t * X _t	0,247	1,491	0,137	BM _t * EPS _t	0,032	0,944	0,346
BM _t * X _{t3}	0,015	0,519	0,604	IS _t * X _{t3}	0,207	2,136	0,034*				
				IS _t * R _{t3}	-0,021	-0,454	0,650				
				MV _t	-0,007	-0,620	0,536				
				BM _t	-0,001	-0,099	0,921				
				MV _t * X _{t3}	0,050	1,745	0,082				
				BM _t * X _{t3}	0,020	0,693	0,489				
Havaintojen lkm	264			Havaintojen lkm	264			Havaintojen lkm	264		
R²	0,307			R²	0,347			R²	0,360		
Korjattu R²	0,285			Korjattu R²	0,314			Korjattu R²	0,343		
F-arvo	14,107**			F-arvo	10,226**			F-arvo	20,605**		
Durbin-Watson	2,207			Durbin-Watson	2,224			Durbin-Watson	1,234		

Tilastollinen merkitsevyys: ** Merkitsevä tasolla 0,01, * Merkitsevä tasolla 0,05.

Taulukon 9 keskimmaisessä sarakkeessa esitetään tuloksen informatiivisuuden ja tuloksen tasoittamisen yhteyttä mittaavan mallin (6) tulokset kontrollimuuttujien vaikutus huomioiden. Mallin (6) ensisijaisen kiinnostuksen kohteena olevan interaktiomuuttujan $IS_t * X_{t3}$ regressiokerroin (0,207) pysyy hypoteesin (H2) mukaisesti tilastollisesti merkitsevästi positiivisena, mikä vahvistaa havaintoa siitä, että tuloksen tasoittaminen todella parantaa suomalaisten pörssiyritysten raportointien tulosten informatiivisuutta yritysten tulevaisuuden tulosten suhteen. Taulukosta 9 havaitaan tuloksen tasoittamisen selittävän tuloksen informatiivisuutta paremmin kuin yrityksen koko tai kasvu, sillä interaktiomuuttujien $MV_t * X_{t3}$ ja $BM_t * X_{t3}$ positiiviset regressiokertoimet eivät saa tilastollista merkitsevyyttä tuekseen. Kaiken kaikkiaan, vaikka kontrollimuuttujien lisääminen heikentää lievästi interaktiomuuttujan $IS_t * X_{t3}$ regressiokertoimen suuruutta ja tilastollista merkitsevyyttä taulukon 7 tuloksiin verrattuna, myös taulukon 9 tulosten perusteella voidaan todeta tuloksen tasoittamisen keskimäärin parantavan tuloksen informatiivisuutta (FERC-kerrointa) suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa. Tutkimushavainnot tukevat näin ollen tutkimushypoteesia (H2). Kontrollimuuttujien lisääminen tarkasteluun ei näytä vaikuttavan merkittävästi mallin (6) korjattuun selityskertoimeen.

Taulukon 9 oikean puoleisessa sarakkeessa on esitetty vielä tuloksen pysyvyyden ja tuloksen tasoittamisen välistä yhteyttä mittaavan mallin (7) tulokset kontrollimuuttujien vaikutus huomioiden. Tutkimushypoteesin (H3) mukaisesti interaktiomuuttujan $IS_t * EPS_t$ regressiokerroin (0,244) pysyy tilastollisesti merkitsevästi positiivisena. Myös mallin (7) osalta tuloksen tasoittamisen havaitaan selittävän tuloksen pysyvyyttä kontrollimuuttujia paremmin, sillä interaktiomuuttujien $MV_t * EPS_t$ ja $BM_t * EPS_t$ regressiokertoimet eivät saa tilastollista merkitsevyyttä, jonka perusteella niiden voitaisiin katsoa vahvistavan tuloksen pysyvyyttä havaintoaineistossa. Taulukon 9 tulokset ovat siten linjassa tutkimushypoteesin (H3) kanssa. Mallin (7) korjatun selityskertoimen (0,343) havaitaan kuitenkin kasvavan kontrollimuuttujien vaikutuksesta taulukon 8 tuloksiin (0,245) verrattuna.

Taulukossa 9 esitettyjen mallien tulosten tarkastelun yhteydessä VIF-arvojen havaitaan olevan poikkeuksellisen korkeita yrityksen koon huomioivan interaktiomuuttujan $MV_t * X_{t3}$ sekä itsenäisen muuttujan X_{t3} osalta (mallit 4 ja 6). Mallissa (7) poikkeuksellisen

korkeat VIF-arvot havaitaan vastaavasti termeillä $MV_t * EPS_t$ ja EPS_t . Näiden termien osalta VIF-arvojen havaitaan ylittävän Fieldin (2009, 242) esittämä ohjearvo 10. Multikollinearisuutta voidaan kuitenkin pitää luonnollisena seurauksena ns. interaktioanalyysissä, joissa kahdesta muuttujasta yhdistetty interaktiomuuttuja korreloi odotetusti vastaavien itsenäisten muuttujien kanssa. Muun muassa Jaccard ja Turrisi (2003, 27–28) ovat todenneet, ettei korkea multikollinearisuus pääsääntöisesti vääristä interaktioanalyysin tuloksia, eikä mallien tuloksia tulisi tämän vuoksi vähätellä. Huomionarvoista kuitenkin on, että yrityksen koon (MV_t) huomioivien interaktiomuuttujien korrelointi itsenäisen termien X_{t3} ja EPS_t kanssa on huomattavasti voimakkaampaa kuin vastaavasti tuloksen tasoittamisen tai yrityksen kasvun huomioivien interaktiomuuttujien osalta. Multikollinearisuus saattaa näin ollen vaikuttaa taulukon 9 tilastollisten mallien tuloksiin ja se tulee huomioida tutkielman empiiristen tulosten luotettavuuden arvioinnissa. Durbin-Watson -testisuureiden arvot havaitaan puolestaan sijoittuvan kunkin taulukossa 9 esitetyn mallin osalta välille 1–3 (ks. Field 2009, 221), joten jäännöstermien autokorrelaation ei katsota vaikuttavan liiallisesti regressiomallien tuloksiin.

5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tuloksen informatiivisuuden katsotaan kasvavan, mikäli johto käyttää tilinpäätöksen harkinnanvaraisuutta paljastaakseen omia odotuksiaan yrityksen tulevaisuuden näkymistä. Näin ollen, vaikka tuloksenohjaus on perinteisesti nähty johdon keinona manipuloida yrityksen tulosta omien opportunististen tavoitteidensa ohjaamana, tuloksenohjaus harkinnanvaraisten jaksotuserien keinoin voi olla myös hyödyllistä sijoittajien kannalta. Tuloksenohjauksen informatiivisen ja opportunistisen näkökulman kannalta tuloksen tasoittaminen on erityisen mielenkiintoinen tuloksenohjauksen muoto, sillä se edellyttää johdolta laadukasta kassavirtaennustamista ja voi siten viestiä markkinoille hyödyllistä informaatiota yrityksen tulevaisuuden kannattavuudesta. Tuloksen tasoittamisen hyödyllisyydestä ei kuitenkaan olla oltu tutkijoiden keskuudessa yksimielisiä, ja tuloksen tasoittamisen ja tuloksen informatiivisuuden välillä havaittu yhteys on vaihdellut eri maiden ja yritysten kesken. Koska tuloksen informatiivisuus on olennaisessa osassa arvioitaessa tuloksen hyödyllisyyttä sijoittajille, tuloksen tasoittamisen ja tuloksen informatiivisuuden välistä yhteyttä on tärkeää tarkastella myös suomalaisessa markkinakontekstissa.

Tutkielman ensisijaisena tavoitteena on selvittää, parantaako tuloksen tasoittaminen yrityksen raportoimien tulosten informatiivisuutta yrityksen tulevaisuuden tulosten suhteen suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa vuosina 2013–2015. Tutkimusongelmaa lähestytään kolmen eri tutkimuskysymyksen avulla. Ensin tarkastellaan, ovatko suomalaisten pörssiyritysten tulokset ylipäättään informatiivisia yritysten tulevaisuuden tulosten suhteen. Tämän jälkeen selvitetään, parantaako tuloksen tasoittaminen suomalaisten pörssiyritysten tulosten informatiivisuutta. Lisäksi tutkielmassa tarkastellaan tuloksen tasoittamisen yhteyttä tuloksen pysyvyyteen, sillä mikäli tuloksen tasoittaminen parantaa raportoidun tuloksen informatiivisuutta, sen on myös vahvistettava tuloksen pysyvyyttä (Tucker & Zarowin 2006, 257). Kaiken kaikkiaan tutkielman tarkoitus on lisätä ymmärrystä tuloksen tasoittamisen ja tuloksen informatiivisuuden välisestä yhteydestä sekä tuloksenohjauksen potentiaalisista hyödyistä sijoittajien näkökulmasta suomalaisessa institutionaalisessa ympäristössä.

Tutkielman empiiriset tulokset osoittavat suomalaisten pörssiyritysten osakekurssien heijastavan keskimäärin informaatiota yritysten tulevaisuuden tuloksista. Tämä tulkitaan osoitukseksi siitä, että raportoidut tulokset ovat keskimäärin informatiivisia yritysten tulevaisuuden tuloksista. Tulokset tukevat tutkielman ensimmäistä tutkimushypoteesia (H1), joka johdetaan suomalaisten pörssiyritysten noudattamien IFRS-standardien mukaisen hyödyllisen taloudellisen raportoinnin määrittelyn pohjalta. Koska sijoittajat ovat oletettavasti kiinnostuneita yrityksen tulevaisuuden suorituskyvystä, IFRS-standardien mukaisen informaation olennaisuuden vaatimus on olennaisesti yhteydessä yrityksen raportoiman tuloksen informatiivisuuden kanssa. Laajennettaessa tuloksen informatiivisuutta mittaavaa mallia (4) yrityksen kokoa ja kasvua kuvaavilla kontrollimuuttujilla, tutkielmassa havaitaan tuloksen informatiivisuuden olevan kuitenkin merkittävästi korkeampaa markkina-arvoltaan suurempien yritysten keskuudessa. Tämä havainto vahvistaa osaltaan etenkin yrityksen kokoa kuvaavan kontrollimuuttujan huomioimisen tärkeyden siirryttäessä tarkastelemaan tuloksen tasoittamisen vaikutusta tuloksen informatiivisuuteen ja pysyvyyteen.

Tutkielman toisen tutkimushypoteesin (H2) mukaisesti tutkielman empiiriset tulokset osoittavat tuloksen tasoittamisella olevan keskimäärin positiivinen vaikutus yritysten raportoimien tulosten informatiivisuuteen. Toisin sanoen, tulostaan enemmän tasoittavilla yhtiöillä osakekurssien muutos havaitaan heijastavan keskimäärin enemmän informaatiota yritysten tulevaisuuden tuloksista. Lisäksi kolmannen tutkimushypoteesin (H3) mukaisesti empiiriset tulokset osoittavat tuloksen tasoittamisen parantavan myös tuloksen pysyvyyttä eli yrityksen nykyisen ja tulevaisuuden tulosten välistä yhteyttä. Kolmannen tutkimushypoteesin (H3) pitävyys vahvistaa osaltaan tuloksen tasoittamisen ja tuloksen informatiivisuuden välillä havaittua positiivista yhteyttä (ks. Tucker & Zarowin 2006, 257). Tuloksen tasoittamista koskevien havaintojen kannalta merkittävää on se, että tutkimushypoteesien (H2 ja H3) mukaiset tulokset ovat pitäviä myös huomioitaessa yrityksen kokoa ja kasvua kuvaavat kontrollimuuttajat. Tuloksen tasoittamisen havaitaankin selittävän tuloksen korkeampaa informatiivisuutta eli FERC-kerrointa sekä tuloksen pysyvyyttä paremmin kuin yrityksen koko tai kasvu.

Vaikka tutkielman tulokset viittaavat suomalaisten pörssiyritysten tuloksen tasoittamisen olevan keskimäärin hyödyllistä sijoittajien kannalta, tulosten luotettavuuden arvioinnissa

on huomioitava tutkielmaan liittyvät rajoitteet. Kvantitatiivisen tutkimuksen tulosten luotettavuuden arvioinnissa tulee kiinnittää huomiota erityisesti sovellettuihin mittareihin sekä kerätyn aineiston luotettavuuteen (Kihn & Ihantola 2008, 83). Ensinnäkin on huomioitava, että tuloksen informatiivisuutta mittaavan mallin tulkinta nojaa vahvasti oletukseen pääomamarkkinoiden informaation tehokkuudesta (ks. myös Tucker & Zarowin 2006, 268). Mikäli osakkeiden hinnat eivät heijasta markkinoiden saatavilla olevaa jukista informaatiota tehokkaiden markkinoiden oletusten mukaisesti, tutkielman tulokset saattavat olla harhaanjohtavia. Toisaalta on huomioitava, että operationalisoitu tuloksen tasoittamista kuvaava muuttuja on vain karkea arvio siitä, missä määrin johto todella harjoittaa tietoista tuloksen tasoittamista yrityksessä. Koska tuloksen tasoittamista kuvaavan muuttujan mahdollista mittausvirhettä ei voida luotettavasti poissulkea, tutkielman tulokset ovat alttiita tuloksen tasoittamista koskevan mittarin validiusongelmalle. Validius määritetään mittarin kyvyksi kuvata täsmälleen sitä, mitä sillä on tarkoitus kuvata. Tutkimuksen validiudella viitataan siten tyypillisesti systemaattisen virheen puuttumiseen. (Kihn & Ihantola 2008, 83). Lisäksi tutkielman tilastollisten mallien yhteydessä ei olla tarkasteltu regressiomallien mahdollista heteroskedastisuutta, joka saattaa vaikuttaa empiiristen tulosten luotettavuuteen. Kontrollimuuttujien vaikutusten analysoinnin yhteydessä tutkielman tilastollisissa malleissa havaittiin myös korkea multikollinearisuutta yrityksen koon huomioivan interaktiomuuttujan osalta.

Tutkielman ulkoisen validiteetin arvioiminen liittyy ennen kaikkea kysymykseen siitä, ovatko empiiriset tulokset yleistettävissä yleisemmällä tasolla (Kihn & Ihantola 2008, 85). Vaikka aineiston keruun yhteydessä pyrittiin saamaan kokoon mahdollisimman kattava empiirinen aineisto, suomalaisten pörssiyrityöiden rajallisuudesta sekä tutkielman rajatusta tarkasteluperiodista johtuen lopullinen aineisto koostui vain 264 yritysvuosihavainnosta. Tutkielman otoskoko on siten huomattavasti pienempi vastaaviin kansainvälisiin tutkimuksiin verrattuna, mikä on huomioitava tutkielman ulkoisen validiuden osalta. Toisaalta, koska etenkin tuloksen informatiivisuutta mittaavat tilastolliset mallit vaativat havaintotietoja kohtuullisen pitkältä aikaväliltä, tutkielman lopulliseen aineistoon sisältyviä yhtiöitä voidaan pitää toimialallaan vakiintuneina. Tästä syystä lopullisen aineiston voidaan katsoa kuvaavan koko perusjoukkoa kohtuullisen hyvin ja empiiristen tulosten olevan yleistettävissä suomalaisiin pörssiyrityöihin

pidemmällä aikavälillä. Reliaabeliudella viitataan kvantitatiivisessa tutkimuksessa mittauksen tarkkuuden asteeseen eli siihen, että se antaa samanlaisen tuloksen olettaen, ettei mittauskohde ole itsessään muuttunut (Kihn & Ihantola 2008, 86). Tutkielman aineistoon sisältyvän satunnaisen virheen mahdollisuutta ei voida sulkea täysin pois, sillä data on kerätty välillisesti Thomson Reutersin -tietokannasta. Tutkielman reliaabeliutta on kuitenkin pyritty edistämään noudattamalla erityistä huolellisuutta aineiston käsittelyssä ja analysoinnissa.

Tutkielman rajoituksista huolimatta empiiriset tulokset tukevat ensinnäkin osaltaan aiempia tutkimushavaintoja siitä, että tuloksen tasoittaminen vahvistaa tuloksen informatiivisuutta korkean sijoittajansuojan maissa (ks. Cahan ym. 2008) sekä yhteiskuntavastuullisten yritysten keskuudessa (ks. Gao & Zhang 2008). Sijoittajansuojan tason voidaan katsoa olevan Suomessa kansainvälisesti verrattuna korkealla tasolla ja toisaalta suomalaisten yritysten pärjänneen markkinoiden kokoon nähden maailmanlaajuisessa vastuullisuusvertailussa hyvin (Corporate Knights 2019). Lisäksi tutkielma tarjoaa uutta tietoa alan kirjallisuudelle esittämällä empiirisiä havaintoja tuloksen tasoittamisen sekä informatiivisen tuloksenohjauksen esiintymisestä suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa. Toisaalta tutkielman tulosten perusteella tuloksen tasoittamista ei voida kuitenkaan yksiselitteisesti yhdistää tuloksen hyödyllisyyden paranemiseen sijoittajien kannalta, sillä informatiivisuus (ts. olennaisuus) näyttelee vain toista puolta hyödyllisen taloudellisen informaation ominaisuuksista. Agenttiongelman ja moraalikadon hallitsemiseksi hyödyllisen taloudellisen informaation ensisijainen tehtävä on olla mahdollisimman luotettavaa, jotta esimerkiksi osakkeenomistajat voisivat arvioida johdon todellista suoriutumista ja sopimusten noudattamista päättyneellä tilikaudella. Tutkielman empiiristen tulosten perusteella ei voida päätellä, missä määrin yritysten raportoimat tulokset palvelevat taloudellisen raportoinnin valvontatehtävää. Yksi mahdollinen jatkotutkimusaihe voisikin olla, miten tuloksen tasoittaminen vaikuttaa yritysten taloudellisen raportoinnin hyödyllisyyteen nimenomaan sopimusperusteisesta näkökulmasta. Tuloksen tasoittamisen vaikutuksia voisi tarkastella esimerkiksi listaamattomien yritysten keskuudessa, sillä tuloksen tasoittamisen taustalla vallitsevat motiivit ovat oletettavasti erilaisia pörssiyritysten pääomamarkkinalähtöisiin taustatekijöihin verrattuna.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus:

- Acharya, V. & Lambrecht, B. (2015). A theory of income smoothing when insiders know more than outsiders. *The Review of Financial Studies*, 28(9), 2534–2574.
- Ball, R. & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2) 159–178.
- Ball, R. & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting & Economics*, 39(1), 83–128.
- Ball, R. (2013). Accounting informs investors and earnings management is rife: two questionable beliefs. *Accounting Horizons*, 27(4), 847–853.
- Barton, J. (2001). Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions? *The Accounting Review*, 76(1), 1–26.
- Beatty, A. & Harris, D. (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.
- Beidleman, C. (1973). Income Smoothing: The Role of Management. *The Accounting Review*, 48(4), 653–667.
- Beneish, M. (2001). Earnings management: a perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3–17.
- Bryman, A. & Bell, E. (2015). *Business Research Methods*. 4. painos. United Kingdom: Oxford University Press.
- Cahan, S., Liu, G. & Sun, J. (2008). Investor Protection, Income Smoothing, and Earnings Informativeness. *Journal of International Accounting Research*, 7(1), 1–24.
- Collins, D., Kothari S., Shanken J. & Sloan, R. (1994). Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 289–324.
- Copeland, R. (1968). Income smoothing. *Journal of Accounting Research*, 101–116.
- Creswell, J. (2014). *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*. 4. painos. Los Angeles: Sage Publications.
- Das, S. & Shroff, P. (2002). Fourth quarter reversals in earnings changes and earnings management. *Contemporary accounting research*, 26(3), 797–832.
- Dechow, P. (1994). Accounting earnings and cashflows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 3–42.
- Dechow, P., Sloan, R. & Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.

- Dechow, P. & Skinner, D. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235–250.
- Dechow, P. & Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(1), 35–59.
- Dechow, P., Ge, W. & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344–401.
- Dechow, P., Ge, W., Larson, C. & Sloan, R. (2011). Predicting Material Accounting Misstatements. *Contemporary Accounting Research*, 28(1), 17–82.
- DeFond, M. & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1–2), 145–176.
- DeFond, M., & Park, C. (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 23(2), 115–139.
- Demerjian, P., Donovan, J., & Lewis-Western, M. (2019). Income Smoothing and the Usefulness of Earnings for Monitoring in Debt Contracting. *Contemporary Accounting Research*.
- Demerjian, P., Lewis-Western, M. & McVay, S. (2017). How Does Intentional Earnings Smoothing Vary with Managerial Ability? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 12(1).
- Dichev, I. & Tang, V. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of Accounting and Economics*, 47, 160–181.
- Dye, R. (1988). Earnings Management in an Overlapping Generations Mode. *Journal of Accounting Research*, 26(2), 195–235.
- Eckel, N. (1981). The income smoothing hypothesis revisited. *Abacus*, 6, 28–40.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Field, A. (2009). *Discovering Statistics Using SPSS*. 3. painos. London: SAGE Publications Ltd.
- Fudenberg, D. & Tirole, J. (1995). A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents. *Journal of Political Economy*, 103(1), 75–93.
- Frankel, R., McNichols, M. & Wilson, G. (1995). Discretionary disclosure and external financing. *The Accounting Review*, 70(1), 135–150.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967–1010.
- Gao, L. & Zhang, J. (2015). Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. *Journal of Corporate Finance*, 32, 108–127.
- Gjesdal, F. (1981) Accounting for Stewardship. *Journal of Accounting Research*, 19(1), 208–231.

- Gordon, M. (1964). Postulates, principles and research in accounting. *The Accounting Review*, 39(2), 251–263.
- Graham, J., Harvey, C. & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3–73.
- Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1–3), 85–107.
- Healy, P. & Wahlen J. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383
- Healy, P. & Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics*, 31, 405–440.
- Hepworth, S. (1953). Smoothing periodic income. *The Accounting Review*, 28(1), 32–39.
- Heikkilä, T. (2014). *Tilastollinen tutkimus*. Helsinki: Edita.
- Holopainen, M. & Pulkkinen, P. (2012). *Tilastolliset menetelmät*. 5–7 painos. Helsinki: Sanoma Pro Oy.
- Holthausen, R. & Leftwich, R. (1983). The economics consequences of accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 5(2), 77–117.
- Hunt, A., Moyer, S. and Shevlin, T. (2000). Earnings volatility, earnings management, and equity value. Unpublished working paper. University of Washington.
- Ihantola, E. & Leppänen, P. (2018). *Yrityksen kirjanpito liiketapahtumista tilinpäätökseen*. Tallinna: Gaudeamus.
- Ikäheimo, S., Malmi, T. & Walden, R. (2016). *Yrityksen laskentatoimi*. 6. painos. Helsinki: Talentum Pro.
- Jaccard, J. & Turrisi, R. (2003). *Interaction effects in multiple regression*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Jacob, J. & Jorgensen, B. (2003). Earnings management and accounting income aggregation. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2–3), 369–390.
- Jiraporn, P., Miller, G., Yoon, S. & Kim, Y. (2008). Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 17(3), 622–634.
- Jones, J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228.
- Jorissen, A. & Otley, D. (2010). The management of accounting numbers: case study evidence from the crash of an airline. *Accounting and Business Research*, 40(1), 3–38.
- Jung, B., Soderstrom, N. & Yang, Y. (2013). Earnings smoothing activities of firms to manage credit ratings. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 645–676.
- Kasznik, R., and Lev, B. (1995). To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise. *The Accounting Review*, 70(1), 113–134.

- Kasanen, E., Lukka, K. & Siitonen, A. (1991). Konstruktiivinen tutkimusote liiketaloustieteessä. *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, 40(3), 301–329.
- 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.
- Kepsu, M. (2012). *Earnings management in the process of preparing corporate financial reports*. Turun kauppakorkeakoulu. Laskentatoimen laitos. Väitöskirja.
- Kihn, L-A. & Ihantola, E-M. (2008). Tutkimuksen laadun arvioinnista. Teoksessa Hyvönen, T., Laine, M. & Mäkelä, H. (toim.) *Laskenta-ajattelun tutkija ja kehittäjä – Professori Salme Näsi 60 vuotta*. Tampereen yliopisto, Taloustieteiden laitoksen julkaisuja, Tampere, 81–96.
- Kihn, L-A. & Näsi, S. (2011). Tilintarkastusta käsittelevien väitöskirjojen tutkimusstrategiset valinnat – Aihepiiri ja tutkimusote. Teoksessa Jokipii, A. & Miettinen, J. (toim.) *Contributions to Accounting, Auditing and Internal Control. Essays in Honour of Professor Teija Laitinen*. Vaasa: Acta Wasaensia, 234, 61–87.
- Kinnunen, J., Keloharju, M., Kasanen, E. & Niskanen, J. (2000). Earnings management and expected dividend increases around seasoned share issues: evidence from Finland. *Scandinavian Journal of Management*, 16(2), 209–228.
- Knüpfer, S. & Puttonen, V. (2018). *Moderni rahoitus*. 10. painos. Helsinki: Alma Talent.
- Kothari, S. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 105–231.
- Kothari, S., Leone, A. & Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 161–197.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, 505–527.
- Lev, B. & Kunitzky, S. (1974). On the association between smoothing measures and the risk of common stocks. *The Accounting Review*, 49(2), 259–270.
- Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of Accounting Research*, 27, 153–192.
- McInnis, J. (2010). Earnings smoothness, average returns, and implied cost of equity capital. *The Accounting Review*, 85(1), 315–341.
- McInnis, J. & Collins, D. (2011). The effect of cash flow forecasts on accrual quality and benchmark beating. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 219–239.
- McNichols, M. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 61–69.
- Metsämuuronen, J. (2001). *Monimuuttujamenetelmien perusteet SPSS ympäristössä*. Helsinki: International Methelp.
- Neilimo, K. & Näsi, J. (1980). *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede: tutkimus positivismin soveltamisesta*. Tampereen yliopisto. Tampere.

- Niskanen, J. & Keloharju, M. (2000). Earnings cosmetics in a tax-driven accounting environment: evidence from Finnish public firms. *European Accounting Review*, 9(3), 443–452.
- Nummenmaa, L. (2009). *Käyttäytymistieteiden tilastolliset menetelmät*. 1. painos. Helsinki: Tammi.
- Pincus, M. & Rajgopal, S. (2002). The interaction between accrual management and hedging: Evidence from oil and gas firms. *The Accounting Review*, 77(1), 127–160.
- Prior, D., Surroca, J. & Tribó, J. (2008). Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate Governance: An international review*, 16(3), 160–177.
- Salmi, T. & Järvenpää, M. (2000). Laskentatoimen case-tutkimus ja nomoteettinen tutkimusajattelu sulassa sovussa. *Liiketaloudellinen aikakauskirja*, 2, 263–275.
- Sevin, S. & Schroeder, R. (2005). Earnings management: evidence from SFAS No. 142 reporting. *Managerial Auditing Journal*, 20(1), 47–54.
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91–102.
- Schipper, K. & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting Horizons*, 17, 97–110.
- Scott, W. (2015). *Financial accounting theory*. 7. painos. Toronto: Pearson.
- Skinner, D. & Sloan R. (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.
- Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting review*, 289–315.
- Stock, J. & Watson, M. (2007). *Introduction to Econometrics*. 2 painos. Pearson International Edition. Boston, Addison Wesley.
- Subramanyam, K. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1), 249–281.
- Subramanyam, K. & Wild, J. (1996). Going-Concern Status, Earnings Persistence, and Informativeness of Earnings. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 251–273.
- Sundgren, S. (2007). Earnings Management in Public and Private Companies – Evidence from Finland. *The Finnish Journal of Business Economics*, 1(7), 35–63.
- Richardson, V. (2000). Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 325–347.
- Ronen, J., & Yaari, V. (2008). *Earnings management*. New York: Springer US.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370.
- Teets, W. (2002). Quality of Earnings: An Introduction to the Issues in Accounting Education. Special Issue. *Issues in Accounting Education*, 17(4), 355–360.

- Trueman, B. & Titman, S. (1988). An Explanation for Accounting Income Smoothing. *Journal of Accounting Research*, 26, 127–139.
- Tucker, J. & Zarowin, P. (2006). Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness? *The Accounting Review*, 81(1), 251–270.
- Vaihekoski, M. (2004). *Rahoitusalan sovellukset ja Excel*. Helsinki: WSOY.

Virallislähteet:

Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336.

Muut lähteet:

- Corporate Knights. (2019). 2019 Global 100 results. Viitattu: 13.3.2020. Saatavilla: <https://www.corporateknights.com/reports/global-100/2019-global-100-results-15481152/>
- IFRS Conceptual Framework for Financial Accounting. (2018). Viitattu: 27.11.2019. Saatavilla: <https://www.ifrs.org/-/media/project/conceptual-framework/fact-sheet-project-summary-and-feedback-statement/conceptual-framework-project-summary.pdf>
- Kauppalehden päätöskurssihaku. Kauppalehden WWW-sivu. Viitattu: 17.1.2020. Saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/porssi/kurssit/XHEL/historia>
- Pörssisäätiö. Suomen arvopaperimarkkinoiden puitteet. Viitattu: 19.1.2010. Saatavilla: <https://www.porssisaatio.fi/en/blog/books/suomen-arvopaperimarkkinoiden-puitteet/>
- Pörssisäätiö. Pörssin toimialaluokitus. Viitattu: 19.1.2020. Saatavilla: <https://www.porssisaatio.fi/yritykset/testpage/>
- Valtiovarainministeriö. Pääomamarkkinat. Viitattu 11.2.2020. Saatavilla: <https://vm.fi/rahoitusmarkkinat/paaomamarkkinat>