

Julia Issakainen

**YRITYSJOHDON MOTIIVIT
TULOKSENOHJAUKSEN TAUSTALLA**
Tarkastelussa velkasopimusten erityisehdot eli
kovenantit

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Kandidaatintutkielma
Toukokuu 2021

TIIVISTELMÄ

Julia Issakainen: Yritysjohdon motiivit tuloksenohjauksen taustalla – Tarkastelussa velkasopimusten erityisehdot eli kovenantit
Kandidaatintutkielma
Tampereen yliopisto
Kauppätieteiden tutkinto-ohjelma, yrityksen laskentatoimi
Toukokuu 2021

Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää, miten yrityksen velkasopimusten erityisehdot eli kovenantit motivoivat yritysjohtoa tuloksenohjaukseen. Tarkastelun keskiössä ovat finanssikovenantit, joilla tyypillisesti tarkoitetaan velkojan rahoitussopimukseen asettamia taloudellisten tunnuslukujen raja-arvoja, joita yrityksen on noudatettava. Tuloksenohjauksella (engl. earnings management) tarkoitetaan ilmiötä, jossa yritysjohto vaikuttaa erilaisin harkinnanvaraisin keinoin yrityksen raportoitavaan tulokseen. Tuloksenohjauksen taustalta voidaan tunnistaa lukuisia motiiveja, joiden keskiössä on yleensä yritysjohton henkilökohtaisten päämäärien edistäminen. Niinpä tuloksenohjauksen seurauksena tilinpäätösinformaation kyky kertoa yrityksen todellisesta suoriutumisesta saattaa heikentyä. Tämän työn yhtenä tavoitteena oli muodostaa kokonaiskuva tuloksenohjauksen ilmiöstä keskittyen erityisesti tuloksenohjauksen motiiveihin. Lisäksi tavoitteena oli hahmottaa, millä tavalla kovenantit sijoittuvat osaksi tuloksenohjauksen moniulotteista aihepiiriä, joka on ollut suosittu tutkimusaihe jo useiden vuosikymmenten ajan.

Tutkielma muodostuu teoriaosuudesta sekä varsinaisesta kirjallisuuskatsauksesta. Työn ensimmäisessä teorialuvussa perustellaan, kuinka tuloksenohjauksen ilmiötä sekä velkasopimusten kovenantteja voidaan molempia selittää agenttiteorialla. Agenttiteorian mukaan agentin ja päämiehen intressit eroavat lähtökohtaisesti toisistaan, minkä lisäksi päämiehen voi olla haastavaa valvoa agentin toimintaa. Tämän jälkeen esitellään tarkemmin, mitä tuloksenohjaus ja kovenantti käsitteinä tarkoittavat. Työn tutkimuksellinen osuus, joka liittyy tuloksenohjauksen ja kovenanttien yhteyteen, toteutettiin integroivana kirjallisuuskatsauksena. Tutkimusaineisto kerättiin Tampereen yliopiston kirjaston Andor-tietokantaa sekä muun muassa Scopus (Elsevier) -viittaustietokantaa ja Google Scholar -hakukonetta hyödyntäen. Koska aihepiirin kannalta relevanttia tutkimuskirjallisuutta on saatavilla paljon, tutkielmassa keskityttiin viita-tuimpaan aineistoon.

Tutkimuksen perusteella havaittiin, että kovenanttien merkitys tuloksenohjauksen taustalla on kiinnostanut tutkijoita jo kauan, eivätkä kaikki aiheesta esitetyt näkemykset ole yhtenäisessä linjassa. Tutkimuksen keskeisen havainnon mukaan kovenantit motivoivat yritysjohtoa joko tulosta kasvattavaan tai päinvastoin tulosta heikentävään tuloksenohjaukseen. Tämän tutkimuksen mukaan yritysjohtoinen tilanne vaikuttaisi olevan keskeinen tekijä tuloksenohjauksen suunnan määrittäjänä. Menestyvässä yrityksessä kovenantteja yritetään todennäköisesti noudattaa tuloksenohjauksella. Sen sijaan vakavissa taloudellisissa ongelmissa olevassa yrityksessä tuloksen heikentämisestä voi muodostua neuvotteluväline velkasopimuksen uudelleen-neuvotteluita ajatellen. Tuloksen heikentämisellä korostetaan yrityksen ongelmia, minkä seurauksena velkojan uskotaan myöntävän yritykselle lievempiä rahoitusehtoja. Lisäksi tutkimuksessa havaittiin, että tuloksenohjaus saattaa olla kannattavaa myös osakkeenomistajien näkökulmasta, jos yrityksen velkasopimusten kovenantit ovat vaarassa rikkoutua.

Avainsanat: Agenttiteoria, kovenantti, tuloksenohjaus (*earnings management*), tuloksen informatiivisuus (*earnings quality*)

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

SISÄLLYS

1 JOHDANTO.....	4
1.1 Tutkimusaiheen kuvaus ja aiheenvalinnan tausta.....	4
1.2 Tutkimuskysymys, tavoitteet ja keskeiset rajaukset.....	6
1.3 Tutkimusmenetelmä, aineisto ja tutkielman rakenne	7
2 AGENTTITEORIA	10
2.1 Agenttiteoria ja tuloksenohjaus	10
2.2 Luotonantajan kohtaamat agenttiongelmät.....	12
3 TULOSENOHJAUS	13
3.1 Määritelmä.....	13
3.2 Syyt.....	14
3.3 Toteutustavat	16
4 KOVENANTIT	18
4.1 Määritelmä.....	18
4.2 Kovenantin rikkoutumisen seuraukset.....	19
5 KOVENANTTIEN JA TULOSENOHJAUKSEN YHTEYS.....	20
5.1 Lähtökohdat.....	20
5.2 Kovenantit – kaksi eri suuntaa tuloksenohjaukselle.....	21
5.2.1 Tuloksen kasvattaminen.....	21
5.2.2 Tuloksen pienentäminen	23
5.3 Mahdolliset hyödyt ja haitat	24
6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO.....	26
6.1 Keskeiset tulokset ja johtopäätökset.....	26
6.2 Tutkimuksen laadun arviointi ja jatkotutkimuksen kohteet	28
LÄHTEET.....	30

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimusaiheen kuvaus ja aiheenvalinnan tausta

Tämä tutkielma sijoittuu osaksi tuloksenohjauksen (*earnings management*) aihepiiriä. Tuloksenohjauksella tarkoitetaan yritysjohton omiin motiiveihin perustuvaa harkintavallan käyttöä yrityksen kirjanpidossa tai varsinaisissa liiketoimissa, eli reaalisissa kassavirroissa. Yleisesti määritellen tuloksenohjauksessa johdon päämääränä on vaikuttaa jollakin tavalla yrityksen raportoitavaan tulokseen. (esim. Healy & Wahlen, 1999, 368.) Tuloksenohjaus on ollut jo useiden vuosikymmenten ajan suosittu teema kansainvälisessä tutkimuskentässä. Toisaalta tuloksenohjaus jaksaa kiinnostaa vielä nykyäänkin tutkijoita, mikä johtunee tuloksenohjauksen aihepiirin laajuudesta ja moniulotteisuudesta. Tuloksenohjaus on erikoinen ilmiö ainakin sen takia, että mahdollisesta haitallisuudestaan huolimatta tuloksenohjaus ei yleensä ole laitonta, vaan tapahtuu hyvän kirjanpitotavan sisällä muun muassa kirjanpidon tarjoamia harkintamahdollisuuksia hyödyntäen (Dechow & Skinner, 2000). Tuloksenohjauksella onkin tapana herättää ihmisissä poikkeuksellisen paljon erilaisia tunteita. Usein tuloksenohjaus nähdään puhtaasti vahingollisena ilmiönä, vaikka todellisuudessa tuloksenohjauksella on lukemattomia erityyppisiä vaikutuksia, jotka kaikki eivät ole selkeästi tuomittavia. (esim. Dechow & Skinner, 2000.)

Tuloksenohjauksen ymmärtämisen keskiössä on johdon motiivien hahmottaminen tuloksenohjauksen taustalla (Dechow & Skinner, 2000). Niinpä tässäkin tutkielmassa lähestytään tuloksenohjausta pääsääntöisesti sen syiden ymmärtämisen näkökulmasta. Yksi tuloksenohjauksen ulottuvuuksista on ”vaikuttaa sopimuksellisiin tulemiin, jotka riippuvat raportoiduista kirjanpidon luvuista”¹ (käännös: JI) (Healy & Wahlen, 1999, 368). Tällä viitataan tyypillisesti johdon pyrkimykseen antaa yrityksen suoriutumista osittain todellisuudesta poikkeava kuva, jos johdon henkilökohtainen palkkiojärjestelmä on yhteydessä raportoitavaan tulokseen (mm. Healy, 1985; ks. myös Scott, 2015, 448–454). Lisäksi samassa yhteydessä tarkastellaan yleensä tuloksenohjausta myös yrityksen velkasopimuksissa olevien erityisehtojen eli kovenanttien noudattamisen varmistamiseksi (mm. Sweeney, 1994; ks. myös DeFond & Jiambalvo, 1994; Jaggi &

¹ ”to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers” (Healy & Wahlen, 1999, 368)

Lee, 2002). Tässä tutkielmassa keskitytäänkin ennen kaikkea pohtimaan kovenanttien merkitystä tuloksenohjauksen motiivina.

Tuloksenohjausta voi olla ylipäättään haastavaa havaita, koska yrityksessä harjoitettu tuloksenohjaus on yleensä varmasti tiedossa vain yrityksen sisäpiirillä eli johdolla. Joka tapauksessa tuloksenohjaus on oleellinen aihe niin osakkeenomistajien, luotonantajien kuin koko yhteiskunnan kannalta. Tuloksenohjauksella vaikutetaan yritysten taloudellisten raporttien sisältöön, mikä luonnollisesti heijastuu sidosryhmien, kuten sijoittajien, niiden perusteella tekemiin päätöksiin, mikä edelleen voi muuttaa tai jopa vääristää resurssien kohdentumista taloudessa (mm. Sun, 2016, 2). Tuloksenohjaus tuokin uusia haasteita yritysten raportointiin liittyvälle lainsäädännölle (mm. Dechow & Skinner, 2000). Lisäksi tuloksenohjauksen ymmärtäminen on erityisen tärkeää jokaiselle laskentatoimen ja yritysten tilinpäätösraportoinnin parissa työskentelevälle, jotta tuloksenohjauksen haitallisia vaikutuksia saataisiin minimoitua (Scott, 2015, 472–473).

Edelleen voitaisiin pohtia, syntyisikö COVID-19 -pandemiasta seuranneiden monille yrityksille haastavien olosuhteiden takia johdolle houkutus harjoittaa enemmän tuloksenohjausta. Tämä voi tarkoittaa esimerkiksi tavoitetta saada tulos näyttämään mahdollisimman huonolta (Barsky, 2020), minkä ajatellaan niin sanotusti puhdistavan yrityksen tappioistaan (Barsky, 2020; Scott, 2015, 447). Lisäksi on tarpeellista pohtia, miten taloudellisesti heikossa tilanteessa olevat yritykset tulevat selviytymään, jos luotonantajat eivät jousta sopimusehtojen rikkoutumisesta seuraavissa sanktioissa. Muun muassa Raivio (2020) pohtii lentoalaa, jolla toimivilla yrityksillä ei ole ollut minkäänlaisia mahdollisuuksia olla rikkomatta velkasopimuksiinsa kirjattuja kovenantteja. Tällöin voitaisiin ajatella, että johdolle syntyisi houkutus tuloksenohjauksen keinoin kasvattaa yrityksen tulosta kovenanttien rikkoutumisen välttämiseksi (esim. Zimmerman, 1986, 216). Näin ollen COVID-19 -pandemiasta johtuvan huolestuttavan maailmantilanteen takia tarve luotettaville taloudellisille raporteille on erityisen tärkeää (Teotia, 2020). Lisäksi yritysten taloudellisten raporttien luotettavuuden merkitystä voidaan pohtia myös sijoittamisen suosion lisääntymisen näkökulmasta, koska sijoittajien lukumäärä on ollut ainakin yleisen uutisoinnin mukaan viime aikoina ennennäkemättömässä kasvussa (mm. Viljanen, 2021). Onkin helppoa argumentoida sen puolesta, että laskentainformaatioon tulisi pystyä

luottamaan myös sellaisenaan ilman syvällistä analysointia siitä, kuinka raportoituihin lukuihin on päädytty (Dechow & Skinner, 2000, 241–242).

1.2 Tutkimuskysymys, tavoitteet ja keskeiset rajaukset

Tämän tutkielman tavoitteena on luoda katsaus tuloksenohjauksen ilmiöön. Tutkielmassa pyritään aiemman tutkimuskirjallisuuden perusteella määrittelemään tuloksenohjauksen käsitteenä sekä lyhyesti esittelemään tuloksenohjauksen yleisimmät syyt ja toteutuskeinot. Tuloksenohjauksen toimii tutkielman teoreettisena viitekehyksenä yhdessä velkasopimusten kovenanttien kanssa. Lisäksi tutkielman keskeisenä taustateorianä esitellään agenttiteoria.

Tarkemmin rajattuna tässä tutkielmassa keskitytään tuloksenohjaukseen liittyvään sopimusnäkökulmaan, josta edelleen syvennyttään rahoitussopimusten erityisehtojen eli kovenanttien merkitykseen tuloksenohjauksen kontekstissa. Tässä tutkielmassa keskeisimpänä tavoitteena on kirjallisuuskatsauksen avulla selvittää, miksi kovenantit nimetään yleensä keskeiseksi tuloksenohjauksen motiiviksi sekä millaisia erilaisia tuloksia tutkimuskirjallisuudessa on saatu tuloksenohjaukseen ja kovenantteihin liittyen. Tavoitteena on toisin sanoen kuvata tuloksenohjauksen ja kovenanttien välistä suhdetta perusteellisesti ja selväpiirteisesti.

Tämän tutkielman pääongelma kuuluu seuraavasti.

Miten kovenantit toimivat yritysjohdon motiivina tuloksenohjaukselle?

Tähän pääongelmaan on tarkoitus vastata seuraavien alaongelmien kautta. Alaongelmat on aseteltu siten, että aluksi perustellaan kovenanttien merkitys osana velkasopimusta. Sen jälkeen kovenantit tuodaan takaisin tuloksenohjauksen yhteyteen. Lopuksi osittain kahden ensimmäisen alaongelman vastausten perusteella hahmotetaan, millaisia seurauksia tuloksenohjauksen ja kovenanttien mahdollisesta yhteydestä voi olla.

- i. Mikä on yleisesti kovenanttien merkitys lainanantajan sekä -saajan näkökulmista?
- ii. Millaiseen tuloksenohjaukseen kovenantit tyypillisesti motivoivat yritysjohtoa?
- iii. Millaisia mahdollisia seurauksia kovenanttien toimimisesta tuloksenohjauksen taustalla voi olla?

Kuten edellä on jo useasti mainittu, tuloksenohjaus on aiheena laajahko. Tässä tutkielmassa keskitytäänkin pääasiassa johdon motiiveihin tuloksenohjauksen taustalla, koska rahoitussopimusten erityisehtoja tarkastellaan yleensä pääasiassa tuloksenohjauksen motiivina tai syynä. Tuloksenohjauksen varsinaiset toteutustavat tai tavat mitata tuloksenohjausta eivät ole tässä tutkielmassa keskiössä, vaikka tutkielmassa on tiedostettu, että tuloksenohjauksen motiivit ja keinot ovat tiiviisti yhteydessä toisiinsa. Tutkielmassa on myös valittu lähestyä tuloksenohjausta laajasta näkökulmasta ymmärtäen tuloksenohjaus ilmiöksi, joka ei ole yksiulotteisesti vain haitallista tai hyödyllistä, jotta lähestymiskulma säilyisi mahdollisimman monipuolisena. Lisäksi tämän tutkielman aineistosta suurin osa liittyy pörssi-yhtiölähtöiseen ajatteluun, minkä seurauksena myös tutkielmassa keskitytään samaan näkökulmaan.

Tässä tutkielmassa sanaa manipuloida käytetään neutraalissa merkityksessä viitattaessa tuloksen muunteluun huolimatta siitä, että arkikielessä manipuloinnilla on yleensä negatiivinen sävy. Lisäksi sanoja rikkoa ja rikkoutua käytetään synonyymeina, eikä sanavalinnalla oteta kantaa, onko kovenanttien noudattaminen epäonnistunut tahallisesti vai tahattomasti. Myös kovenantteista puhutaan pääosin yleisellä tasolla erottelematta, onko kyseessä positiivinen vai negatiivinen kovenantti. Tässä yhteydessä ei myöskään kuvailla erilaisia sopimuksia, joissa kovenantteja voi olla, vaan lähestytään kovenantteja yleisesti yrityksen ja luotonantajan välisten velkasopimusten erityisehtoina. Niinpä tutkielmassa ei tehdä tarkempaa erottelua esimerkiksi yksityiseltä tai julkiselta toimijalta saadun rahoituksen välille. Lisäksi tutkielmassa on päädytty kääntämään joitakin suoria lainauksia englannista suomeksi, jotta teksti olisi mahdollisimman sujuvaa ja yhtenäistä. Tällöin suoran lainauksen perässä on merkintä (käännös: JI), jolla viitataan tämän tutkielman kirjoittajan olleen kääntäjänä.

1.3 Tutkimusmenetelmä, aineisto ja tutkielman rakenne

Tämän tutkielman tutkimusmenetelmänä on kirjallisuuskatsaus, jolla tarkoitetaan yleisesti määritellen tapaa tehdä tutkimusta, jossa kootaan ja analysoidaan aiempien tutkimusten tuloksia käsiteltävästä aihepiiristä (Salminen, 2011). Tarkemmin määriteltynä tämän tutkielman toteutustavan voitaisiin luonnehtia muistuttavan eniten integroivaa kirjallisuuskatsausta. Integroiva kirjallisuuskatsaus on kuvailevan kirjallisuuskatsauksen tyyppi, joka lähenee systemaattista kirjallisuuskatsausta, mutta ei täysin saavuta sitä aineistonvalinnan tarkkuudessa.

(Salminen, 2011, 6, 8.) Integroiva kirjallisuuskatsaus on tämän tutkielman näkökulmasta sopivin menetelmä, koska sen avulla voidaan käsitellä valittua aihepiiriä laaja-alaisesti sekä hyödyntää suurempaa määrää lähteitä (Salminen, 2011, 8). Kuitenkin taas tutkielman varsinainen tutkimuksellinen työskentely, joka keskittyi kovenanttien toimimiseen tuloksenohjauksen motiivina, muistutti huomattavasti myös systemaattista kirjallisuuskatsausta, koska aineistonvalintakriteerit olivat teoriaosuutta tiukemmat ja aineistonhakuprosessi oli etukäteen tarkasti suunniteltu (Salminen, 2011, 8–10).

Kirjallisuuskatsauksen tekijän on syytä käyttää harkintaa lähteiden valinnassa ja tehdä muun muassa tietoista ajallista ja kielellistä rajausta lähteitä etsiessään (Salminen, 2011, 31–34). Tässä tutkielmassa keskeiset aineiston valintakriteerit olivat aineiston tarkoituksenmukaisuus edellä mainitun tutkimusongelman suhteen, aineiston vakiintuneisuus osana käsiteltävää aihepiiriä sekä aineiston esityskieli. Aineiston kielen tuli olla joko suomi tai englanti. Aineiston kriteerinä vakiintuneisuus tarkoittaa tässä yhteydessä aineistoon liittyvien viittausten määrään muussa tutkimuskirjallisuudessa, koska tutkielmassa yritettiin keskittyä suosituimpaan aihepiiriä käsittelevään aineistoon. Niinpä aineiston joukossa on myös iältään vanhoja lähteitä, jotka tosin ovat edelleen ajankohtaisia. Lisäksi tarkoituksenmukaisuudella viitataan aineiston relevanttiuteen tutkimusongelman suhteen. Aineistosta seulottiin abstraktien perusteella relevantteimmat tutkimukset, joihin tutustuttiin enemmän.

Kirjallisuuskatsauksen lähteinä käytetään tyypillisesti tieteenalan lehdissä julkaistuja tieteellisiä artikkeleita sekä muuta kirjallisuutta (Salminen, 2011, 31–33). Tässä tutkielmassa aineistoa haettiin hyödyntämällä erityisesti Tampereen yliopiston omaa Andor-tietokantaa, Scopus (Elsevier) viittaustietokantaa sekä jonkin verran myös Business Source Ultimate (Ebsco) -artikkelitietokantaa ja Google Scholar -hakukonetta. Lähteitä etsittiin hyödyntämällä erityisesti edellä mainittua Scopus (Elsevier) -viittaustietokantaa, jossa haun tuloksia voidaan jaotella viittausten määrän tai julkaisuvuoden mukaan. Aluksi aineistoa etsiessä pyrittiin tunnistamaan paljolti tutkimuskirjallisuudessa viitattuja, aihepiirissään suosittuja tekstejä. Näiden lähteiden pohjalta etsittiin tarvittaessa lisää tiettyä aihetta tarkentavaa aineistoa. Tutkielman teoriaosuudessa tuloksenohjaukseen liittyvää aineistoa haettiin esimerkiksi hakulausekkeella ”*earnings management*”. Varsinaisessa kirjallisuuskatsauksessa, eli tutkielman luvussa viisi, hakulausekkeena käytettiin esimerkiksi yhdistelmää ”*earnings management*” AND *covenant** OR *debt-*

*covenant**. Mainittakoon vielä lisähuomiona, että Sweeneyn (1994) sekä DeAngelon ym. (1994) tutkimukset saatiin käyttöön kirjastolta erikseen pyydytyillä linkeillä. Sen sijaan DeFon-
din ja Jiambalvon (1994) artikkelia ei kirjaston ohjeista huolimatta saatu kokonaisuudessaan
tutkittavaksi, joten kyseisen artikkelin osalta jouduttiin tyytymään siihen, mitä muussa aineis-
tossa on kyseisestä artikkelista kerrottu.

Tämän tutkielman rakenne pohjautuu pääpiirteiltään Mäkelän (2020) muodostamaan (ks.
HAMK, n.d.) kirjallisuuskatsauksena tehtävän kandidaatintutkielman ohjeelliseen rakentee-
seen. Tutkielma on pyritty jäsentämään niin, että se etenisi lukijan näkökulmasta loogisessa
järjestyksessä. Tutkielma koostuu yhteensä kuudesta luvusta. Tutkielman johdannon jälkeen on
teoriaosuus, jossa on kokonaisuudessaan kolme lukua. Ensimmäisessä teorialuvussa kerrotaan
agenttiteoriasta, joka toimii taustateoriana tuloksenohjaukselle ja kovenanteille. Seuraavassa
teorialuvussa määritellään tuloksenohjauksen käsitettä sekä esitellään tuloksenohjauksen syitä
ja tavallisimpia toteutuskeinoja. Kolmannessa teorialuvussa keskitytään määrittelemään kove-
nanttien käsitettä sekä hahmottamaan kovenanttien merkitys niin yrityksen kuin luotonantajan-
kin näkökulmasta. Viides luku koostuu varsinaisista tutkimustuloksista, joten siinä esitellään
kovenanttien ja tuloksenohjauksen välinen suhde sekä vastataan tutkimusongelmaan kirjalli-
suuskatsauksen pohjalta. Tutkielman kuudennessa eli viimeisessä luvussa nivotaan yhteen tut-
kimuksen keskeisimmät tulokset sekä tehdään johtopäätökset pohtien samalla tutkimustulosten
laajempaa merkitystä. Lopuksi arvioidaan vielä tutkimuksen laatua sekä esitellään tarpeellisia,
mielenkiintoisia tai mahdollisia jatkotutkimuskohteita.

2 AGENTTITEORIA

2.1 Agenttiteoria ja tuloksenohjaus

Agenttiteoria (*agency theory*) on vakiintunut yritystoimintaan liittyvä teoria, jonka lähtökohdat ovat pitkällä historiassa. Agenttiteoria linkittyy molempiin tämän tutkielman keskeisiin käsitteisiin, eli tuloksenohjaukseen sekä kovenantteihin, koska yritysjohdon, osakkeenomistajien ja luotonantajien välisten intressiristiriitojen hahmottaminen on lähtökohtana molempien käsitteiden ymmärtämiselle. Seuraavaksi esitellään lyhyesti agenttiteoria muutamien keskeisten tutkimusten avulla.

Berle ja Means (1932) esittivät jo 1900-luvun alkupuolella ajatuksen teollistumista seuranneesta omistajuuden ja kontrollin eriytymisestä. Omistajuus ei enää tarkoittanutkaan automaattisesti samaa kuin yrityksen toiminnan johtaminen, vaan vaikutusvalta oli alkanut delegoitua omistajilta muille henkilöille (Berle & Means, 1932, 119–125). Jensen ja Meckling (1976, 308) määrittelevät agentti–päämies-suhteen eräänlaiseksi sopimukseksi, jossa päämies valtuuttaa agentin toimimaan päämiehen puolesta. Edellä kuvailtuun toimeksiantoon sisältyy kuitenkin vaara, että rationaalinen agentti saattaa maksimoida omaa etuaan päämiehen edun sijaan (Jensen & Meckling, 1976, 308). Tyypillisesti agenttiongelmien mielletään liittyvän esimerkiksi yrityksen omistajan (päämies) ja johdon (agentti) väliseen suhteeseen. Informaation epätasapainolla tarkoitetaan tilannetta, jossa jollakin toimijalla on hallussaan enemmän tietoa kuin toisella osapuolella tai vaihtoehtoisesti mahdollisuus suorittaa haluamiaan toimenpiteitä niin, ettei toinen osapuoli pysty niitä valvomaan (Scott, 2015, 22–23). Muun muassa Leuz ym. (2003, 506) näkevät yrityksen sisäisten ja ulkoisten sidosryhmien väliset intressiristiriidat eräänä tuloksenohjauksen harjoittamisen taustatekijänä.

Edelleen Eisenhardt (1989, 58) jaottelee agenttiongelmia valvonnan haasteeseen sekä riskintohalukkuuksien erilaisuuteen. Ensinnäkin päämiehen ja agentin päämäärät yritystoiminnan suhteen voivat erota toisistaan, eikä päämies pystyne koskaan täydellisesti valvomaan, että agentti valitsisi aina toimia päämiehen edun mukaisesti. Lisäksi yleensä päämiehen ja agentin suhtautuminen riskeihin eroaa toisistaan. (Eisenhardt, 1989, 58.) Esimerkiksi

osakkeenomistajat (päämies) toivovat yritykseltä mahdollisimman hyvää tuottoa, mikä saattaa edellyttää yritykseltä kovaakin riskinottoa. Yritysjohdo (agentti) taas ei todennäköisesti oma-aloitteisesti ota suuria riskejä, koska ne saattavat epäonnistuessaan uhata johdon asemaa yrityksessä. (mm. Knüpfer & Puttonen, 2018, 22–26.) Lisäksi intressiristiriitoja voidaan tunnistaa myös muun muassa osakkeenomistajien ja lainanantajien välillä (esim. Smith & Warner, 1979).

Toisaalta päämies voi erilaisin agentille suunnattavin kannustimin sekä valvonnan tai muun kontrolloinnin avulla yrittää varmistaa, että agentti toimisi myös päämiehen edun mukaisesti. Tästä syntyy kuitenkin menoja, joita kutsutaan agenttikustannuksiksi. (Jensen & Meckling, 1976, 308; ks. myös Kankaanpää, 2020, 21–22). Tuloksenohjaukseen liittyen agenttikustannukset linkittyvät osittain siihen, kuinka muun muassa Scottin (2015, 72–74) mukaan yksi laskentainformaation keskeinen tehtävä on olla hyödyllistä päätöksenteon näkökulmasta. Tuloksenohjauksen yhteydessä nostetaan yleensä tarkasteluun myös raportoidun tuloksen laatu (*earnings quality*), joka kuuluu erottamattomasti osaksi tuloksenohjausta koskevaa keskustelua. Laadukas tulos (*high-quality earnings*) sisältää tarkastelussa olevan päätöksentekotilanteen näkökulmasta merkityksellistä yrityksen taloudellisesta suoriutumisesta kertovaa informaatiota (Dechow ym., 2010, 344), jonka perusteella päätöksentekijä pystyy tekemään hyvän eli rationaalisen ja luotettavan päätöksen (mm. Scott, 2015, 72–74). Tuloksenohjauksen kontekstissa agenttikustannukset voivatkin tarkoittaa sitä, että yrityksen ulkoset sidosryhmät tekevät epäoptimaalisia päätöksiä mukautetun tilinpäätösraportoinnin pohjalta (Kazemian & Sanusi, 2015, 619).

Lisäksi laskentainformaation eräänä tehtävänä katsotaan olevan myös toimia yritykselle mahdollisimman tehokkaiden sopimusten solmimisen mahdollistajana (esim. Scott, 2015, 16–18). Yritysten toiminta perustuu erilaisiin sopimuksiin, joten yrityksille on tärkeää pyrkiä laatimaan tarkoituksenmukaisia sekä tehokkaita sopimuksia. Niinpä johto saattaa yrittää hyödyntää hallussaan olevaa informaatioylikyvönsä neuvotellakseen itsensä sekä edustamansa yrityksen kannalta edullisia sopimuksellisia tulemia. Scottin (2015, 313–314) mukaan tehokkaiden sopimusten teoria (*efficient contracting theory*) liittyykin muun muassa siihen, kuinka edellä kuvailtua sopimusosapuolten välillä vallitsevaa informaation epätasapainoa madalletaan sekä agenttiristiriitoja ratkotaan laskentainformaation avulla.

2.2 Luotonantajan kohtaamat agenttiongelmät

Luotonantaja kohtaa lähtökohtaisesti kahdenlaisia agenttiongelmiin linkittyviä epävarmuustekijöitä lainatessaan rahaa yritykselle. Ensinnäkin yrityksellä on informaatioylivoima ja mahdollisuus tehdä näin ollen luotonantajan näkökulmasta epäedullisia päätöksiä, minkä lisäksi esimerkiksi yritysjohdolla on usein myös mahdollisuus menestyksekkäästi peitellä tällaisia toimintoja. Lisäksi lainanantaja ei lähtökohtaisesti hyödy yrityksen menestyksestä, mutta kantaa osaltaan riskin yrityksen huonosta suoriutumisesta, jos yritys ei pysty maksamaan lainaa takaisin. (Scott, 2015, 314.)

Lainanantajan asemaa uhkaa esimerkiksi tilanne, jossa yritys hankkii lisää lainarahaa uusilta luotonantajilta. Tämä saattaa heikentää nykyisten lainanantajien asemaa, jos lainamäärän lisääntyminen ei ole ollut tiedossa lainoja myönnettäessä. Lisäksi suurempi osingonjako, jota ei ole huomioitu lainaa myönnettäessä, siirtää varallisuutta osakkeenomistajille ja laskee näin ollen luotonantajan näkökulmasta lainan arvoa. (Smith & Warner, 1979, 118.) Niinpä myös yrityksen osakkeenomistajien (agentti) ja lainanantajien (päämies) välillä voidaan tunnistaa joitakin selkeitä agenttiristiriitoja (Smith & Warner, 1979, 118; Kankaanpää, 2020, 21), jotka liittyvät luotonantajan asemaa uhkaavaan yrityksen varallisuuden siirtämiseen osakkeenomistajille (Kankaanpää, 2020, 21). Smith ja Warner (1979, 119) huomauttavat kuitenkin myös, että rationaalinen lainanantaja huomioi osapuolten väliset intressiristiriidat toiminnassaan.

Scott (2015, 381) tiivistää ajatuksen yritysjohton ja luotonantajan erilaisista intresseistä sekä niiden ratkomisesta seuraavanlaisesti. Yritysjohto ei todennäköisesti vapaaehtoisesti toimi luotonantajan edun mukaisesti, mutta rationaalinen rahoittaja ymmärtää tämän edellyttäen lainarahoille korkeampaa korvausta. Johdolle muodostuukin rahoituksen hinnan madaltamisesta syy ja pakote huomioida toiminnassaan myös lainanantajan näkökulmat, mitkä yleensä kirjataan velkasopimukseen erityisehtoina eli kovenantteina. (Scott, 2015, 381.) Yritykset tarvitsevat järkevän hintaista vierasta pääomaa, joten lainaamisessa edellä kuvailtujen agenttiongelmien ratkaiseminen on avainasemassa (Scott, 2015, 379).

3 TULOSENHOJAUS

3.1 Määritelmä

Tuloksenohjaukseen liittyvää tutkimusta on tehty kauan, joten tuloksenohjausta on ajan kuluessa kuvailtu monilla erilaisilla sanavalinnoilla. Niinpä muun muassa Beneishin (2001, 4) mukaan tutkimuskirjallisuudessa ei ainakaan hänen artikkelinsa kirjoittamisaikaan ollut vielä päästy yhdenmukaiseen käsitykseen tuloksenohjauksen termistä. Seuraavaksi esitellään kuitenkin joitakin tuloksenohjauksen määritelmiä, jotka esiintyvät usein tutkimuskirjallisuudessa joko yhdessä tai erikseen tuloksenohjauksen käsitteen selittämisen yhteydessä. Tämän takia ne toimivat luonnollisena lähtökohtana myös tämän tutkielman tavalle määritellä tuloksenohjaus.

Ensinnäkin tuloksenohjaukseen liittyvässä tutkimuskirjallisuudessa (esim. Dechow & Skinner, 2000, 238; Leuz ym., 2003, 506; Prencipe ym., 2008, 72) viitataan usein Healyn ja Wahlenin (1999) muodostamaan tuloksenohjauksen määritelmään. Healyn ja Wahlenin (1999, 368) määritelmän mukaan ”tuloksenohjausta tapahtuu, kun johtajat käyttävät harkintaa taloudellisessa raportoinnissa ja liiketoimien järjestelyssä muuttaakseen taloudellisia raportteja”² (käännös: JI). Healyn ja Wahlenin (1999, 368) määrittely jatkuu nimeämällä taloudellisten raporttien muokkaamiselle kaksi pääasiallista tarkoitusta. Näistä ensimmäinen on välittää osakkeenomistajille todellisuudesta poikkeava kuva yrityksen taloudellisesta suoriutumisesta. Toisen taustalla taas ovat erilaiset sopimukset, joiden kannalta yrityksen tilinpäätösraportoinnin luvuilla on merkitystä. (Healy & Wahlen, 1999, 368.) Edelleen toinen tutkimuskirjallisuudessa (esim. Dechow & Skinner, 2000, 238; Lo, 2008, 350; Prencipe ym., 2008, 72) suosittu, aikaa kestänyt määritelmä, on Schipperin (1989) esittämä. Myös Healy ja Wahlen (1999, 368) viittaavat siihen artikkelissaan. Schipperin (1989, 92) mukaan tuloksenohjausta on yritysjohdon ”tarkoituksellinen puuttuminen ulkoisen taloudellisen raportoinnin prosessiin tarkoituksena saavuttaa jotakin henkilökohtaista etua”³ (käännös: JI). Yhteenvetona voitaisiin todeta, että

² ”Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports” (Healy & Wahlen, 1999, 368)

³ ”a purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtaining some private gain” (Schipper, 1989, 92)

tuloksenohjauksella tarkoitetaan yleisesti määritellen tilannetta, jossa yritysjohto käyttää sille suotuja harkintamahdollisuuksia yrityksen kirjanpidon tai reaalisten prosessien suhteen tavoitteenaan muokata yrityksen tulos vastaamaan johdon omia päämääriä.

Usein tuloksenohjaus nähdään lähinnä haitallisena ilmiönä, minkä Lo (2008, 350) arvelee johduttavan siitä, että tuloksenohjaukseen voidaan katsoa sisältyvän mahdollisuus vääryyteen eli jonkin osapuolen kärsimiseen. Jo aiemmin tässä tutkielmassa mainittiin, kuinka tuloksenohjaus ei kuitenkaan mahdollisesta haitallisuudestaan huolimatta ole laitonta. Dechow ja Skinnerin (2000) keskeinen pohdinnan aihe olikin tuloksenohjauksen sekä suoranaisten rikollisen toiminnan välisen suhteen ymmärtäminen. Rikollisella eli petollisella toiminnalla viitataan tässä yhteydessä toimenpiteisiin, jotka rikkovat yleisesti hyväksytyjä kirjanpitoperiaatteita (*GAAP, generally accepted accounting principles*). Dechow ja Skinnerin (2000, 239) mukaan on kohtuullisen vaivatonta erotella rikollinen toiminta yleisesti hyväksytyjä kirjanpitoperiaatteita kunnioittavasta toiminnasta. Haastavuus tulee kuitenkin esiin siinä, että yleisesti hyväksytyjen kirjanpitoperiaatteiden sisään mahtuu erittäin kirjava kattaus erilaisia tapoja toteuttaa kirjanpitoa. Näistä sallituista keinoista taas voi olla huomattavan haasteellista tunnistaa yritysjohtajan harjoittamaa tuloksenohjausta, koska kuten sanottua, toimenpiteet noudattavat yleisesti hyväksytyjä kirjanpitoperiaatteita. (Dechow & Skinner, 238–240.) Scottin (2015, 450) mukaan tuloksenohjausta onkin haastavaa havaita sekä mahdollisesti myös vastustaa, koska suurin osa tuloksenohjauksen toimenpiteistä noudattaa teknisesti hyvää kirjanpitotapaa. Kuitenkin voidaan todeta, että mikäli yleisesti hyväksytyjen kirjanpitoperiaatteiden sisällä tapahtuvien johdon päätösten tarkoituksena on muokata tulosta enemmän johdon omien tavoitteiden kuin yrityksen todellisen suoriutumisen mukaiseksi, on päätöksissä kyse tuloksenohjauksesta (Dechow & Skinner, 2000, 238–240).

3.2 Syyt

Tuloksenohjauksen taustalta voidaan tunnistaa lukuisia erilaisia syitä. Kuitenkin nimenomaan yritysjohtajan motiivit tuloksenohjauksen taustalla ovat keskeisessä asemassa selittämässä tuloksenohjausta (Dechow & Skinner, 2000). Lisäksi on esitetty, että tuloksenohjausta käyttävä yritys on yleensä kooltaan suuri, hitaasti kasvava ja kannattavuudeltaan heikko (Latridis & Kadorinis, 2009, 172), mutta tuloksenohjaus ei kuitenkaan rajoitu pelkästään tällaisiin yrityksiin.

Kuten aiemmin mainittiin, Healy ja Wahlen (1999, 368) tiivistävät johdon tuloksen muuntelun motiiviksi yrityksen taloudellisiin raportteihin vaikuttamisen, jonka tavoitteena on viestiä markkinoille epätodenmukaista kuvaa yrityksen menestyksestä. Toinen johdon motiivi liittyy yrityksen sopimussuhteiden hallintaan, koska yrityksen raportoimalla tuloksella voi olla erilaisia vaikutuksia sopimukseen liittyen (Healy & Wahlen, 1999, 368). Nämä kaksi tuloksenohjauksen motiiveihin liittyvää näkökulmaa ovat taloudellisen raportoinnin näkökulma (*financial reporting perspective*) sekä sopimusnäkökulma (*contracting perspective*) (Scott, 2015, 444–445). Toisaalta tuloksenohjauksen taustalla voivat vaikuttaa myös esimerkiksi poliittiset syyt (mm. Scott, 2015, 447).

Tuloksenohjauksen taloudellisen raportoinnin näkökulma linkittyy esimerkiksi siihen, että yrityksen on tärkeää raportoida markkinoille tulosta, joka vastaisi mahdollisimman hyvin tuloodotuksia (Scott, 2015, 444). Sijoittajien odotusten lisäksi analyytikoiden ennusteiden saavuttaminen tai ylittäminen yleensä palkitaan markkinoilla (esim. Bartov ym., 2002). Grahamin ym. (2005, 66–67) mukaan yrityksen tulostavoitteiden saavuttaminen tai ylittäminen on tärkeää markkinoiden luottamuksen ylläpitämiseksi, koska epäonnistuminen nähdään markkinoilla yleensä viitteenä siitä, että yrityksellä olisi mahdollisesti vakavampia ja perustavanlaatuisempia ongelmia kuin se antaa ymmärtää. Niinpä tulostavoitteiden saavuttamisella on vaikutusta esimerkiksi yrityksen osakkeen hintaan ja yritysjohdon maineeseen. On jopa havaittu, että yritysjohdo on usein valmis uhraamaan yrityksen pitkän aikavälin taloudellisen kehityksen saavuttamiseen lyhyen aikavälin tulostavoitteita. (Graham ym., 2005, 66–67.) Tämä liittyy paitsi vallitsevaan dynaamiseen kvartaalitalouteen kuin myös yritysten raportoitujen tulosten suureen merkitykseen markkinoille. Lisäksi tuloksenohjausta uskotaan esiintyvän tilanteissa, jossa yritys tuo markkinoille lisää osakkeita (*seasoned equity offering*), koska merkkien tuloksenohjauksen hyödyntämisestä on havaittu lisääntyvän silloin, mutta toisaalta rationaaliset sijoittajat ymmärtänevät tuloksenohjauksen olemassaolon ja ottavat sen huomioon osakkeiden arvostustasossa (Shivakumar, 2000).

Yritysjohdon näkökulmasta mahdollisimman tasainen raportoitava tulos on usein viisain tapa harjoittaa tuloksenohjausta monien edellä lueteltujen tavoitteiden saavuttamiseksi. (Scott, 2015, 447.) Tasaisen tuloksen uskotaan herättävän markkinoilla luottamusta, koska se kertoo osaltaan yrityksen toiminnan vakaudesta (Graham, ym., 2005, 66). Lisäksi tyypillisesti

ajatellaan, että tuloksentasaus (*income smoothing*) voi olla yritysjohton keino viestiä markkinoille muutoin hankalasti ilmaistavia sisäpiiritietojaan (esim. Scott, 2015, 447). Tuloksentasaus voi tehdä yrityksen tuloksesta ennustettavamman eli auttaa arvioimaan yrityksen tulevaisuuden menestyksekkyyttä (Subramanyam, 1996; Tucker & Zarowin, 2006). Tällaisessa tilanteessa tuloksenohjaus toimiikin itseasiassa yrityksen omistajien ja johdon välisen informaatiokuilun maldaltajana.

Sen sijaan tuloksenohjauksen sopimukselliset motiivit liittyvät esimerkiksi yrityksen tulokseen sidottuihin johdon palkkiojärjestelmiin (mm. Healy, 1985; Healy & Wahlen, 1999; 376–377 Scott, 2015, 448–454). Koska tuloksenohjaus perustuu yritysjohton harkintaan ja tarkoitukseen, on selvää, että johdon oman palkkiotason optimointi voi olla eräs tuloksenohjauksen syy. Lisäksi tutkimuskirjallisuudessa on esitetty tuloksia, joiden mukaan tuloksenohjausta esiintyy erityisesti yrityksissä, joissa johdon kompensatio linkittyy osakkeen hintaan (esim. Bergstresser & Philippon, 2006). Tuloksenohjaukseen saatetaan turvautua myös tilanteessa, jossa yrityksen täytyy noudattaa sen raportoimiin taloudellisiin lukuihin sidottuja velkasopimusten kovenantteja (esim. Sweeney, 1994; ks. myös Dichev & Skinner, 2002). Kovenanteista kerrotaan lisää tämän tutkielman luvussa neljä.

3.3 Toteutustavat

Motiivien lisäksi myös varsinaisia keinoja harjoittaa tuloksenohjausta on olemassa paljon (esim. Healy & Wahlen, 1999, 368–369). Scott (2015, 445) tiivistää tuloksenohjauksen yrityksen johdon laskentaperiaatteisiin (*accounting policies*) tai liiketapahtumiin (*real actions*) liittyväksi valinnaksi, jonka tavoitteena on muokata raportoitu tulos johdon tavoitteiden mukaiseksi. Jako kirjanpidollisiin harkinnanvaraisuuksien hyödyntämiseen sekä reaalisten kassavirtojen (*real cash flows*) ohjailuun onkin yleinen tapa jaotella tuloksenohjauksen toteutustapoja. Lähtökohtaisesti tuloksenohjauksen harjoittamiskeinon valinta riippuu kunkin vaihtoehdon kustannuksista, mutta kassavirtoja ohjaillaan tyypillisesti tilikauden aikana ja kirjanpidollisten keinojen käyttö korostunee niin kutsuttuna tuloksen viimeistelykeinona vuoden lopussa (Zang, 2012).

Koska kirjanpitoon sisältyy luonnostaan jonkin verran harkintaa (esim. Dechow & Skinner, 2000, 238–240), tuloksenohjausta tapahtuu hyväksyttävän toiminnan sijaan, jos kirjanpitoon liittyvän päätöksenteon taustalla on johdon yritys antaa yrityksen suoriutumisesta todellisuudesta poikkeava kuva (Dechow & Skinner, 2000, 240; Lo, 2008, 354). Kirjanpidon tarjoamia harkintatilanteita ovat muun muassa pysyvien vastaavien pitoajan arviointi ja poistomenetelmän valinta, varaston arvostusmenetelmän määrittely tai arvonalentumisten ja luottotappioiden kirjaaminen (Healy & Wahlen, 1999, 368–369; Scott, 2015, 445). Usein tutkimuskirjallisuudessa kirjanpidon tarjoamien harkinnanvaraisuuksien yhteydessä puhutaan kuitenkin eniten erilaisista jaksotuksista (esim. Dechow & Skinner, 2000, 237–238). Jaksotukset voidaan jakaa niin kutsuttuihin normaaleihin jaksotuksiin ja harkinnanvaraisiin jaksotuksiin, joista ensimmäisten tarkoituksena on parantaa raportoinnin antamaa kuvaa yrityksen taloudellisesta suoriutumisesta ja jälkimmäiset taas liittyvät tuloksenohjaukseen (Dechow ym., 2010, 358). Scott (2015, 445–446) huomauttaa kuitenkin, että tuloksenohjauksen harjoittaminen jaksotuksilla ei ole kovin kestävä ratkaisu, koska myöhemmäksi siirretyt tappiot tai kulut heikentävät väistämättä seuraavien tilikausien tuloksia.

Reaalisiin kassavirtoihin liittyvää tuloksenohjausta tapahtuu, kun yritysjohto tekee operationaalisia päätöksiä perustuen omiin motiiveihinsa sen sijaan, että päätökset liittyisivät yrityksen normaaliin liiketoimintaan (Roychowdhury, 2006, 337). Tällöin kassavirtoihin vaikuttamalla pystytään epäsuorasti muokkaamaan yrityksen raportoimaa tulosta (mm. Scott, 2015, 446). Grahamin ym. (2005) mukaan yritysjohto harjoittaa tuloksenohjausta mieluiten reaalisten prosessien kautta, vaikka se kirjanpidollisia keinoja todennäköisemmin heikentää yrityksen näkymiä pitkällä aikavälillä. Tämä johtunee siitä, että reaalisten kassavirtojen manipulointia on lähes mahdotonta todistaa toisin kuin ehkä kirjanpidon kautta toteutettavaa tuloksenohjausta (Lo, 2008, 353). Reaalisiin prosesseihin liittyvää tuloksenohjailua voi tapahtua esimerkiksi liittyen harkinnanvaraisiin operationaalisiin menoihin kuten tutkimus- ja kehitystoimintaan sekä mainontaan tai sitten hyödykkeiden tuotantomäärien lisäämiseen tai niiden hinnan muutoksiin (mm. Healy & Wahlen, 1999, 369; Roychowdhury, 2006, 337; Scott, 2015, 446).

4 KOVENANTIT

4.1 Määritelmä

Zimmermanin (1975) mukaan lainanantajan ja -saajan yhdessä sopimien lainsopimuksen ehtojen tarkoituksena on tuoda sopimussuhteeseen yhteisymmärrystä ja vakautta eli toisin sanoen vähentää osapuolten välillä vallitsevaa epätietoisuutta. Välimäen (2014, 84) yhteenvedon mukaan ”kovenantit ovat rahoitukseen liittyvän sopimuksen ehtoja, joilla rahoittaja pyrkii hallitsemaan rahoitusriskiään.” Knüpferin ja Puttosen (2018, 160) määrittelyn mukaan kovenantit ovat yksinkertaisesti luottosopimusten erityisehtoja. Kovenanteilla voidaan katsoa olevan kaksi pääasiallista tehtävää, joista ensimmäinen on estää yrityksen sisäisiä sidosryhmiä toimimasta lainanantajan kannalta epäedullisesti sekä toinen on etukäteen määritellä tilanne, jolloin lainanantaja saa oikeuden puuttua yrityksen hallintaan (Tirole, 2006, 84). Esimerkiksi finanssikovenanteilla voidaan muun muassa asettaa raja-arvoja yrityksen raportoimille taloudellisille luville (mm. Välimäki, 2014, 85–89; Watts & Zimmerman, 1986, 210).

Usein luotonantajan rahoituspäätös edellyttää yritystä antamaan vakuuden velan takaisinmaksun turvaamiseksi. Toisaalta rahoituspäätös voi perustua yrityksen arvioituihin, tulevaisuuden kassavirtoihin, jolloin luotto mielletään yleensä riskisemmäksi eli epävarmemmaksi. (esim. Tirole, 2006, 80–81.) Vaikka yrityksen tulevaisuuden kassavirtojen pitäisi kenties olla keskeisin luottopäätöksen kriteeri, usein rahoittajat silti vaativat hyvien tulevaisuuden näkymien rinnalle reaalivakuuksia. Kovenantit tulevatkin yleensä kyseeseen tilanteessa, jossa yrityksellä ei ole antaa lainan turvaavaa reaalivakuutta tai vakuus on liian pieni. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 160; Välimäki, 2014.) Lisäksi luotonsaajalle kovenanttien käyttäminen voi merkitä parempia rahoitusehtoja, kuten edullisempaa hintaa tai pidempää laina-aikaa (mm. Knüpfer & Puttonen, 2018, 160–161).

Välimäen (2014, 89) mukaan kovenanttien tärkein tehtävä on auttaa luotonantajaa hallitsemaan rahoitukseen liittyvää riskiä, joten yleensä aina rahoittaja on osapuoli, joka vaatii ehtojen sisällyttämistä sopimukseen. Luotonantajan vaatimus tietyille sopimusehdoille eli kovenanteille liittyykin jo aiemmin esiteltyihin agenttiristiriitoihin ja epäsymmetrisen informaation.

Luotonantaja pyrkii kovenanttien avulla hallitsemaan luottoriskiä eli lainan takaisinmaksun vaarantumista sekä tuottoriskiä eli lainasta vastineeksi saatavaa liian alhaista korvausta. (Välimäki, 2014.) Lisäksi kovenanttien avulla rahoittaja voi seurata ja valvoa lainansaajan toimintaa, koska kovenantit toimivat eräänlaisina varoitusmerkkeinä (esim. Dichev & Skinner, 2002, 1096). Rahoittajan näkökulmasta kovenanttien vaatimisen taustalla onkin monien erilaisten riskien hallinta ja sitä kautta oman aseman turvaaminen.

4.2 Kovenantin rikkoutumisen seuraukset

Kovenanttien rikkomisen seuraukset ovat yrityksen näkökulmasta lähtökohtaisesti erittäin haitallisia liittyen muun muassa rahoituksen kallistumiseen sekä rahoitussuhteen jatkuvuuden vaarantumiseen (esim. Scott, 2015, 454). Zimmermanin (1975) mukaan rahoittaja voi kovenanttien rikkoutumisen seurauksena muuttaa lainaehtoja tai päättää koko rahoitussopimuksen. Luoton sopimusehtojen muuttaminen tarkoittaa tyypillisesti esimerkiksi rahoituksen hinnan nousua (mm. Knüpfer & Puttonen, 2018, 161; Välimäki, 2014, 435–436). Muita mahdollisia seurauksia ovat esimerkiksi uusien vakuuksien tai kovenanttien vaatiminen, minkä lisäksi kovenanttien rikkoutuminen voi kyseenalaistaa yrityksen mahdollisuuksia saada jatkossa rahoitusta sekä synnyttää yritykselle sopimussakon luonteisia seurauksia (Välimäki, 2014, 443–445).

Toisaalta Dichev ja Skinnerin (2002, 1097) mukaan kovenanttien rikkoutuminen on yleistä, mutta sen sijaan vakavat sanktioseuraukset eivät ole niin yleisiä kuin voitaisiin olettaa (ks. myös Gopalakrishnan & Parkash, 1995). Itseasiassa Dichev ja Skinnerin (2002) mukaan kovenantit ovat usein hyvin tiukkoja, koska niiden keskeinen tarkoitus on valvoa yrityksiä, eikä sen takia yritystä välttämättä rangaista merkittäväällä tavalla kovenanttien rikkomisesta. Kolmas rahoittajan vaihtoehto suhtautua kovenanttirikkomukseen onkin jättää se huomioimatta (*waiver*), mikä on tyypillistä erityisesti finanssikovenanttien yhteydessä (Zimmerman, 1975). Lisäksi kovenanttia rikkoneelle yritykselle voidaan antaa mahdollisuus korjata rikkomuksensa määrättyssä ajassa (Zimmerman, 1975), koska usein tarkoituksenmukaisinta on saada sopimussuhde jatkumaan jollakin tavalla (Välimäki, 2014, 435–436). Yhteenvetona voitaisiin todeta, että vaikka rahoittaja ei kovenanttien rikkoutumisen seurauksena aina kohdistaisikaan yritykselle merkittäviä seurauksia, on yrityksen kannalta erittäin haitallisten seurausten syntyminen kuitenkin aina mahdollista.

5 KOVENANTTIEN JA TULOSEN OHJAUKSEN YHTEYS

5.1 Lähtökohdat

Tämän tutkielman aiempien lukujen perusteella voitaisiin todeta, että ajatus yrityksen raportoimisiin taloudellisiin lukuihin kytkeytyvien velkasopimusten kovenanttien toimimisesta yhtenä tuloksenohjauksen motiivina on melko laajasti hyväksytty. Toisin sanoen kovenantit on yleisesti nimetty yhdeksi potentiaalisesti yritysjohton sopimukseen kytkeytyväksi syyksi yrittää manipuloida yrityksen tilinpäätösinformaatiota. Kuitenkin esimerkiksi Tirole (2006, 86–87) esittää vaihtoehdoisen lähestymistavan, jonka mukaan tehokkaita finanssikovenantteja ei tulisi pystyä saavuttamaan tuloksen manipuloinnilla, ainakaan kovin helposti. Koska yrityksissä syntyy epäilemättä monista syistä houkutus vältellä kovenanttien rikkomista tuloksenohjauksen keinoin, luotonantajan kannattaisi vaatia tehostavia kovenantteja, jotka estävät vilpillisen tuloksen muokkauksen. Tällaiset kovenantit rajoittavat esimerkiksi luotonsaajan mahdollisuuksia hyödyntää kirjanpidon harkinnanvaraisuuksia. (Tirole, 2006, 86.)

Tirolen (2006, 86–87) esittämän ajatuksen voitaisiin periaatteessa päätellä osittain horjuttavan tuloksenohjauksen ja kovenanttien välisen suhteen merkittävyyttä, jos tuloksen muokkaaminen voitaisiin katsoa tehokkaasti estettäväksi ilmiöksi yksityiskohtaisemmilla kovenanteilla. On kuitenkin myös johdonmukaisesti pääteltävissä, että yrityksen ja luotonantajan välisen vallitsevan informaation epätasapainon (esim. Scott, 2015, 22–23) sekä tuloksenohjauksen keinovalikoiman laajuudesta johtuen luotonantajan on tuskin koskaan mahdollista laatia riittävän suurta määrää täydellisiä kovenanttiehtoja, jotka estäisivät kaikki tuloksenohjauksen mahdollisuudet. Lisäksi, kuten jo aiemmin esitettiin, tuloksenohjauksen estäminen kokonaan on tuskin edes tarkoituksenmukaista, koska tuloksenohjaus on myös tärkeä keino lisätä yrityksen raportoiman tuloksen informatiivisuutta (esim. Dechow & Skinner, 2000). Lisäksi Välimäen (2014, 113–114) mukaan jatkuva kovenanttien lukumäärän kasvattaminen sopimuksessa ei yleensä korreloi luottosopimuksen tehokkuuden lisääntymisen kanssa. Luotonantajan lienee hyväksyttävä se tosiasia, että täydellisen yksityiskohtaisen luottosopimuksen tavoittelu ei todennäköisesti ole kannattavaa, koska se usein lähinnä lisää sopimisen kustannuksia sekä heikentää sopimuksen ymmärrettävyyttä (Välimäki, 2014, 114).

Niinpä voitaisiin päätellä, että todennäköisesti yritysjohdolle jäänee kovenanteista huolimatta ainakin jonkintasoisia mahdollisuuksia käyttää harkintaa yrityksen tuloksen muokkaamisen suhteen. Kovenantteja tuloksenohjauksen kontekstissa käsittelevässä tutkimuskirjallisuudessa (mm. Dichev & Skinner, 2002, 1094; Dyreng ym., 2020, 5; Sweeney, 1994, 281–282) mainitaan usein Wattsin ja Zimmermanin (1986) ajatukset yleisesti yrityksen velkaantumiseen tai sitten tarkemmin kovenantteihin liittyen. Velkaan liittyvän hypoteesin (*debt / equity hypothesis*) mukaan, mitä suurempi on yrityksen velkaantuneisuus, sitä todennäköisemmin yritysjohto ennenaikaistaa tulevaisuuden tuottojen kirjaamista. Kovenantteihin (*debt covenant hypothesis*) liittyen tämä tarkoittaa, että mitä lähempänä yritys on taloudellisiin lukuihin perustuvan kovenantin rikkoutumista, sitä todennäköisemmin yritysjohto pyrkii kasvattamaan raportoitua tulosta. (Watts & Zimmerman, 1986, 216.) Tässäkin tutkielmassa lähdetään liikkeelle Wattsin ja Zimmermanin (1986) ajatusten hengessä, mutta kuten seuraavissa kappaleissa kerrotaan, kovenanttien ja tuloksenohjauksen suhde on itseasiassa huomattavasti monitahoisempi ilmiö kuin edellisten hypoteesien perusteella voisi päätellä.

5.2 Kovenantit – kaksi eri suuntaa tuloksenohjaukselle

5.2.1 Tuloksen kasvattaminen

Wattsin ja Zimmermanin (1986, 216) esittämän hypoteesin mukaan taloudellisiin lukuihin sirottujen kovenanttien raja-arvojen lähestyminen voisi siis saada yritysjohton ohjailemaan yrityksen raportoitavaa tulosta suuremmaksi. Tuloksen kasvattamiseen liittyvän näkökulman tukena käytetään tutkimuskirjallisuudessa (mm. Jaggi & Lee, 2002, 295–296; Prencipe ym., 2008, 71; Scott, 2015, 454–455) usein Sweeneyn (1994) tutkimusta. Sweeney (1994) tutki yli sadan yrityksen otosta ja päätyi lopputulokseen, jonka mukaan yritysjohto todennäköisesti pyrkii kasvattamaan yrityksen tulosta, mikäli kovenantit ovat vaarassa rikkoutua. Lisäksi Sweeney (1994) muun muassa havaitsi yritysjohton punnitsevan laskentatapojen vaihdon kannattavuutta suhteessa niiden negatiivisiin seurauksiin, kuten verojen nousuun. Mikäli kovenanttien rikkoutumisen lykkäämisen hinta oli liian suuri, yritysjohto toimi todennäköisesti rationaalisesti pidättäytyen tuloksenohjauksesta (Sweeney, 1994). Sweeneyn (1994) tutkimuksen keskeisin anti tämän tutkielman näkökulmasta on se, että yritysjohto todella pyrkinee manipuloimaan tulosta

suuremmaksi, mikäli sen raportoituihin lukuihin liittyvät velkasopimusten kovenantit ovat lähellä rikkoutumista.

Tutkimuskirjallisuudessa (mm. Jaggi & Lee, 2002, 296; Prencipe ym., 2008, 71, 73; Scott, 2015, 455) laajalti mainittuja tuloksia esittivät myös DeFond ja Jiambalvo (1994), jotka tutkivat kovenanttiehtojaan rikkoneiden yritysten tuloksenohjausta. Scottin (2015, 455; ks. myös Dichev & Skinner, 2002, 1098) mukaan DeFond ja Jiambalvo (1994) muun muassa havaitsivat, että tilikautena ennen kovenanttien rikkoutumista yritykset käyttivät tulosta kasvattavia harkinnanvaraisia jaksotuksia, mutta kovenanttien rikkoutumisvuotena tällaisesta ei juurikaan enää ollut merkkejä. Edelleen Dichev ja Skinner (2002) tekivät tutkimuksessaan havainnon, jonka mukaan vain hyvin harvoin kovenanttien asettamia rajoja alitetaan eli rikotaan lievästi, mutta sen sijaan huomiota kiinnittävän usein yritykset ylittävät eli saavuttavat kovenanttien asettamat tavoitteet tai arvot lievästi. Dichev ja Skinner (2002) uskoivat tämän olevan todiste yritysjohdon pyrkimyksistä välttää kovenanttien rikkoumista tuloksenohjauksella. Lähellä kovenanttien rikkoutumista olevassa yrityksessä onkin suurempi todennäköisyys turvautua tuloksenohjaukseen kokonaisuudessaan, eli niin kirjanpidollisten tekijöiden kuin myös reaalisten kassavirtojen manipulointiin, kuin kovenanttien rikkomisesta kaukana olevassa yrityksessä (Franz ym., 2014). Prencipe ym. (2008, 73) tiivistävät kovenanttien toimimisen tuloksenohjauksen motiivina muun muassa edellä lueteltujen lähteiden (DeFond & Jiambalvo, 1994; Jaggi & Lee, 2002; Sweeney, 1994; Watts & Zimmerman, 1986) pohjalta seuraavasti: ”Johtajilla on tapana kasvat-
taa tulosta, kun he ovat lähellä kannattavuuteen perustuvien kovenanttien rikkomista välttääkseen velan purkamisen tai uudelleenneuvottelun.”⁴ (käännös: JI).

Jaggin ja Leen (2002) mukaan yritysjohto pyrkii todennäköisesti tuloksenohjauksella kasvattamaan tulosta, mikäli yrityksen taloudellinen tilanne on vain hetkellisesti huono ja kovenantit ovat rikkoutuneet vain väliaikaisten haasteiden seurauksena. Tällaisessa tilanteessa kovenanttien rikkominen ei heijasta yrityksen todellista tilannetta, joten myös luotonantaja jättäne kovenanttien rikkoutumisen rankaisematta (Jaggi & Lee, 2002). Myös Dichev ja Skinnerin (2002, 1096) mukaan hyvin menestyvien yritysten johto pyrkinee välttämään kovenanttien rikkomista, vaikka lievien rikkomusten seuraukset eivät välttämättä olisikaan kovin vakavia.

⁴ ”managers tend to increase earnings when they are close to the violation of covenants based on profitability, in order to avoid the risk of cancellation or renegotiation of debt” (Prencipe ym., 2008, 73)

Tämä liittyy siihen, että kovenanttien rikkoutumisen estäminen tuloksenohjauksella vie todennäköisesti joka tapauksessa vähiten johdon resursseja (Dichev & Skinner, 2002, 1096).

5.2.2 Tuloksen pienentäminen

Osittain toisen ulottuvuuden tuloksenohjauksen ja kovenanttien väliseen suhteeseen tuo tutkimuskirjallisuudessa (mm. Jaggi & Lee, 2002, 296; Saleh & Ahmed, 2005, 69; Scott, 2015, 455) suosittu DeAngelon ym. (1994) tutkimus, jossa keskityttiin taloudellisesti heikosti suoriutuviin yrityksiin. DeAngelo ym. (1994) havaitsivat tutkimillaan yrityksillä viitteitä tuloksen pienentämiseen pyrkivistä toimista sen sijaan, että yrityksissä olisi yritetty näyttää todellisuutta parempaa tulosta kovenanttien rikkoutumisen estämiseksi. Tuloksen heikentymisen DeAngelo ym. (1994) päättelivät olevan seurausta paitsi yrityksen huonoon tilanteeseen liittyvistä operaatio-naalisista toimista niin myös yritysjohdon harjoittamasta tuloksen manipuloinnista. Tulosta pienentämällä yritysjohto yrittää ehkä vakuuttaa yrityksen velkojalle hoitavansa yrityksen ongelmia vakavissaan. Lisäksi tulosta huonontamalla yritysjohto pystyy kenties korostamaan entisestään yrityksen haasteellista ja koettelevaa tilannetta. (DeAngelo ym., 1994.) DeAngelon ym. (1994) mukaan taloudellisesti heikossa tilanteessa olevalle yritykselle tuloksen pienentäminen voikin itseasiassa olla keino yrittää saada yritykselle parempia asemia velkasopimuksen uudelleen neuvotteluihin.

Kuten jo aiemmin mainittiin, Jaggi ja Lee (2002) tulivat siihen tulokseen, että yrityksen huonon menestyksen vakavuus, eli muun muassa heikon suoriutumisen jatkumisen todennäköisyys myös tulevaisuudessa, vaikuttaa yritysjohdon valitsemaan tuloksenohjauksen suuntaan. Niinpä jos yritys on vakavissa taloudellisissa ongelmissa ja joutuu kovenanttien rikkoutumisen seurauksena todennäköisesti uudelleen neuvottelemaan rahoitussopimustaan, yritysjohto pyrkinee edelleen pienentämään raportoitua tulosta. Toimimalla näin toivotaan, että yrityksellä olisi mahdollisuuksia neuvotella lievempiä ehtoja velkasopimukseen. (Jaggi & Lee, 2002.) Jaggin ja Leen (2002) tutkimus vaikuttaisinkin jatkavan DeAngelon ym. (1994) tulosten kanssa samassa linjassa. Kovenanttien noudattamiseen pyrkimisen lisäksi yritysjohto arvioikin myös ainakin sitä, mikä on onnistumistodennäköisyys kovenanttiehtojen saavuttamiseen tuloksenohjauksen keinoin (Jha, 2013).

Lisäksi lainan uudelleen neuvotteluiden oletettavan suunnan tai hengen on havaittu vaikuttavan tuloksenohjaukseen kovenanttien jo rikkouduttua. Taloudellisissa vaikeuksissa olevassa yrityksessä tuloksen heikentäminen jatkuu edelleen, ja päinvastoin pohjimmiltaan hyvinvoivassa yrityksessä yritysjohto yrittäneenä alleviivata yrityksen menestystä kasvattamalla tulosta. (Jha, 2013.) On myös havaittu, että heikossa taloudellisessa tilanteessa olevan yrityksen johto jatkaa tuloksenohjausta pienentääkseen yrityksen tulosta vielä silloinkin, kun lainan uudelleen neuvottelut ovat jo varsinaisesti käynnissä (Saleh & Ahmed, 2005).

Heikossa taloudellisessa tilanteessa olevissa yrityksissä kovenanttien rikkoutumisella vaikuttaisikin olevan huomattavan haitalliset seuraukset, mutta toisaalta myös mahdollisuus noudattaa kovenantteja tuloksenohjauksen keinoin on rajallinen. Aluksi heikosti menestyvän yrityksen johto pyrkineekin harjoittamaan tuloksenohjausta kovenanttien rikkoutumisen lykkäämiseksi, mutta jossakin vaiheessa se ei ole enää kannattavaa, mikäli yrityksen taloudellinen tilanne huononee entisestään. (Dichev & Skinner, 2002, 1097–1098.) Dichev ja Skinnerin (2002, 1098) yhteenvedon mukaan yritysjohtoon kiinnostus yrittää noudattaa kovenantteja tuloksenohjauksen keinoin jatkuneekin vain tiettyyn rajaan asti (ks. myös DeFond & Jiambalvo, 1994; DeAngelo ym., 1994). Edelleen Scottin (2015, 455) DeAngelon ym. (1994) tutkimuksesta tekemän yhteenvedon mukaan vakavissa vaikeuksissa olevan yrityksen johdon kiinnostus siirtyy ylipäättään yrityksen olemassaolon mahdollistamiseen tuloksenohjauksella ja kovenanttien noudattamisesta tulee toissijainen asia.

5.3 Mahdolliset hyödyt ja haitat

Kokonaiskuvan muodostamiseksi tuloksenohjauksen ja kovenanttien suhteesta on vielä tarpeellista pohtia, millaisia seurauksia kovenantteista johtuvalla tuloksenohjauksella voisi mahdollisesti olla. Ensinnäkin voidaan tarkastella, kannattaako tuloksenohjaus, jolla yritetään noudattaa yrityksen velkasopimukseen kirjattuja erityisehtoja. Osittain tähän liittyen Dyreng ym. (2020) havaitsivat, että yrityksessä, jolla on merkittävä vaara rikkoa kovenanttiehtojaan, erityisesti kirjanpidon keinon tapahtuva tuloksenohjaus kovenanttien noudattamiseksi lienee osakkeenomistajienkin näkökulmasta kannattavampaa kuin kovenanttien rikkoutuminen. Tämä linkittyy siihen, että kovenanttien rikkoutumisen seurauksena lainanantaja todennäköisesti tiukentaa lainan ehtoja takaisinmaksun varmistamiseksi, mikä on yrityksen ja näin ollen myös

osakkeenomistajien kannalta epäsuotuisa seuraus (Dyrenge ym., 2020). Niinpä voitaisiin päätellä, että tuloksenohjaus kovenanttien noudattamiseksi voi olla kannattavaa, mikäli kovenanttien rikkoutumisen seuraukset ovat epäsuotuisia.

Tuloksenohjaukseen kovenanttien noudattamiseksi sisältyy kuitenkin myös riskejä. Mikäli yritysjohto pyrkii manipuloimaan tulosta kassavirtojen avulla, mutta siitä huolimatta rikkoo rahoitussopimustensa kovenantteja, luotonantaja saattaa tehdä rahoituksesta epäedullisempaa verrattuna tilanteeseen, jossa ehdot olisi rikottu ilman yritystä ohjailta tulosta (Dyrenge ym., 2020). Voitaisiinkin päätellä, että epäonnistunut tuloksenohjaus kovenanttien noudattamiseksi saattaa kostautua entistä haitallisempien seurauksien muodossa. Onkin ymmärrettävää, että esimerkiksi Hamiltonin ym. (2018) mukaan yritysjohto miettii paljon myös sitä, miltä yrityksessä harjoitettu tuloksenohjaus näyttää ulospäin. Liian aggressiiviselta vaikuttavan tuloksenohjauksen pelätään paljastuessaan heikentävän yrityksen mainetta (Hamilton ym., 2018).

Lisäksi kuten aiemmin mainittiin, toisen näkökulman mukaan yritysjohto saattaa heikentää yrityksen tulosta entisestään parantaakseen yrityksen neuvottelumahdollisuuksia lainan uudelleenneuvotteluita ajatellen (esim. DeAngelo ym., 1994). Muun muassa Dichev ja Skinnerin (2002, 1096–1097) mukaan lainanantajan ei kannattaisi liian kevyesti päättää sopimussuhdetta, koska lainoja tarjoavat pankit kilpailevat hyvistä asiakkaista. Yleensä kovenanttien rikkoutumisen jälkeen luotonantajan tavoitteena onkin pitää sopimussuhde jollakin tavalla jatkumassa (esim. Välimäki, 2014, 435–436), joten voidaan pohtia, tarkoittaisiko heikompi tulos todella yrityksen kannalta mahdollisuutta edullisempiin ehtoihin.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

6.1 Keskeiset tulokset ja johtopäätökset

Tämän tutkielman tavoitteena oli selvittää, millainen on velkasopimukseen liittyvien erityisehtojen eli kovenanttien ja tuloksenohjauksen välinen suhde. Tutkielman pääongelma oli seuraavanlainen.

Miten kovenantit toimivat yritysjohdon motiivina tuloksenohjaukselle?

Tähän pääongelmaan oli tarkoitus muodostaa vastaus seuraavien alaongelmien kautta.

- i. *Mikä on yleisesti kovenanttien merkitys lainanantajan sekä -saajan näkökulmista?*
- ii. *Millaiseen tuloksenohjaukseen kovenantit tyypillisesti motivoivat yritysjohtoa?*
- iii. *Millaisia mahdollisia seurauksia kovenanttien toimimisesta tuloksenohjauksen taustalla voi olla?*

Tutkielman aluksi hahmoteltiin teoreettinen viitekehys katsauksella agenttiteoriaan. Lisäksi esiteltiin tuloksenohjauksen käsite sekä kuvailtiin kovenanttiehtojen merkitystä yrityksen ja lainanantajan näkökulmista. Vastauksena ensimmäiseen alaongelmaan huomattiin, että agenttiongelmat ovat keskiössä niin tuloksenohjaukseen kuin myös kovenantteihin liittyen. Kovenanttien keskeisenä tarkoituksena on estää yritystä osakkeenomistajineen (agentti) harjoittamasta luotonantajan (päämies) kannalta epäedullista toimintaa (mm. Tirole, 2006, 84). Samoin yrityksen ulkoisten ja sisäisten sidosryhmien väliset intressiristiriidat ovat eräänä taustasyynä tuloksenohjaukselle, jonka avulla yritysjohto pyrkii edistämään opportunistisesti omaa etuaan muiden sidosryhmien kustannuksella (Leuz ym., 2003, 506). Toisaalta, jotta yritysten taloudelliset raportit heijastaisivat parhaalla mahdollisella tavalla yritysten todellista tilannetta, yritysjohdolla on oltava riittävästi valtaa vaikuttaa harkinnallaan raportoitavaan tulokseen. Valvonnan rajoitteet mahdollistavat samalla kuitenkin myös haitallisen tuloksenohjauksen olemassaolon. (Healy & Wahlen, 1999, 366.)

Systemaattisen tutkimuskirjallisuuden perehtymisen pohjalta hahmotettiin vastauksena toiseen alaongelmaan, kuinka kovenantit voivat saada yritysjohdon manipuloimaan tulosta joko

todellisuutta paremmaksi tai heikommaksi. Yritysjohdo pyrkinnee tuloksenohjauksen keinoin kasvattamaan tulosta, mikäli kovenanttiehtot ovat vaarassa rikkoutua (mm. Sweeney, 1994). Usein kovenanttien rikkoutumisen lievätkin seuraukset vievät todennäköisesti enemmän resursseja kuin tuloksenohjaus kovenanttien rikkoutumisen estämiseksi (Dichev & Skinner, 2002, 1096). Toisen lähestymistavan mukaan taloudellisesti heikosti suoriutuvan yrityksen johto pyrkinee entisestään pienentämään yrityksen raportoitavaa tulosta (mm. DeAngelo ym., 1994). Jaggin ja Leen (2002) mukaan yrityksen heikon taloudellisen tilanteen vakavuus olisi merkittävä tekijä yritysjohtoon valinnassa tulosta kasvattavan ja pienentävän tuloksenohjauksen välillä tilanteessa, jossa kovenantit ovat jo rikkoutuneet. Yrityksen taloudellisen tilanteen jatkuvasti heikentyessä saavutetaankin jossakin vaiheessa päätepiste, jonka jälkeen yritysjohto ei kenties enää kannata yrittää noudattaa kovenantteja tuloksenohjauksen keinoin (esim. Dichev & Skinner, 2002, 1097–1098), vaan tuloksen pienentämisestä tulee keino tavoitella yritykselle parempia asemia lainan uudelleenneuvotteluihin (mm. DeAngelo ym., 1994; Jaggi & Lee, 2002).

Vastauksena kolmanteen alaongelmaan havaittiin, että kovenanttien noudattamiseen pyrkimistä tuloksenohjauksen keinoin tukee se, että rahoittaja mahdollisesti kiristää lainan ehtoja kovenanttien rikkoutumisen seurauksena (mm. Knüpfer & Puttonen, 2018, 161; Välimäki, 2014, 435–436, 443–445; Scott, 2015, 454), mikä takaa tuloksenohjaus kovenanttien noudattamiseksi voi olla myös osakkeenomistajien näkökulmasta kannattavaa (Dyrenge ym., 2020). Toisaalta, jos kovenanttien noudattamiseen pyrkivä reaalisin kassavirroin tapahtuva tuloksenohjaus epäonnistuu, lainanantaja kiristää velkasopimuksen ehtoja normaalia enemmän tuloksenohjauksesta johtuen (Dyrenge ym., 2020). Kuitenkaan kovenanttien rikkoutumisen seuraukset eivät usein ole niin vakavia kuin voisi ajatella (Dichev & Skinner, 2002, 1097; ks. myös Gopalakrishnan & Parkash, 1995), mikä taas herättää kysymyksen siitä, perustuuko kovenanttien noudattamiseen pyrkivä tuloksenohjaus realistisiin uhkiin vai kenties enemmänkin epävarmoihin mielikuviin.

Keskeisin tämän tutkielman perusteella tehtävä johtopäätös on, että kovenanttien tapa vaikuttaa tuloksenohjauksen lienee vahvasti kontekstista eli yrityskohtaisesta tilanteesta riippuvaista. Yrityksen taloudellinen tilanne ainakin osittain määrittää, pyrkiikö yritysjohto tuloksenohjauksen keinoin saamaan yrityksen suoriutumisen näyttämään todellisuutta paremmalta vai

heikkomalta (esim. Jaggi & Lee, 2002). Lisäksi tutkielman perusteella voidaan päätellä, että tuloksenohjauksen aihepiiristä puhuttaessa voidaan muodostaa yksiselitteisiä linjavetoja vain harvojen asioiden suhteen. Tuloksenohjauksen keskiössä ovat yritysjohton motiivit (mm. Dechow & Skinner, 2000), joiden selkeä havaitseminen ja määrittelyminen lienee monissa tilanteissa ongelmallista, jollei jopa mahdotonta. Tutkielman johdannossa mainittiin näkemys, jonka mukaan yrityksen raportoiman laskentainformaation pitäisi olla luotettavaa myös ilman syvällistä prosessointia (Dechow & Skinner, 2000, 241–242). Tämän tutkielman sekä aiemman tutkimuskirjallisuuden perusteella voidaan kuitenkin päätellä, että todennäköisesti yrityksen operatiivisissa sekä kirjanpidollisissa päätöksissä on lähes aina mukana jonkin tasoista harkintaa, joka voi olla joko osa normaalia liiketoimintaa tai sitten tuomittavaa yritysjohton opportunitismia. Tämä tutkielma painottaakin sitä, kuinka yritysten taloudelliset raportit eivät koskaan ole täysin inhimillisiltä vaikutteilta vapaita. Onkin välttämätöntä pohtia, mitä oikeastaan jäisi jäljelle yritysten tilinpäätösraporteista, jos niiden ei voitaisi varmasti luottaa kuvaavan yrityksen todellista taloudellista suoriutumista parhaalla mahdollisella tavalla.

6.2 Tutkimuksen laadun arviointi ja jatkotutkimuksen kohteet

Tämän tutkielman laatuun eli toisin sanoen rajoitteisiin liittyen on syytä tehdä muutamia huomioita. Tutkimusmetodi integroiva kirjallisuuskatsaus on aineiston valintakriteereiltään systemaattista kirjallisuuskatsausta löyhempi (Salminen, 2011, 8), joten vaikka aineiston valikoinnissa on pyritty käyttämään kriittisyyttä, on silti oletettavaa, että samoilla aineiston valintakriteereillä olisi voitu päätyä valitsemaan osittain erilaista aineistokokonaisuuksia. Käytetty aineisto on myös hankittu pääosin hyödyntämällä tiettyjä Tampereen yliopiston tarjoamia tietokantoja. Onkin todennäköistä, että joitakin relevantteja lähteitä on mahdollisesti jäänyt tämän kirjallisuuskatsauksen ulkopuolelle. Lisäksi lähtökohtaisesti tavoitteena olisi keskittyä uuteen tietoon tai alkuperäisaineistoon (Hirsjärvi ym., 2013, 113). Tässä tutkielmassa ensimmäinen kriteeri jäi väistämättä vähemmälle huomiolle.

Henkilökohtaiseen havainnointiin perustuen voidaan vielä mainita, että tuloksenohjaus ei ole ollut aktiivisimpia aiheita suomenkielisessä tutkimuskentässä, mikä johtunee tutkimuksen vahvasta kansainvälisyydestä. Kuitenkaan myöskään tuloksenohjaukseen liittyviä yleisteoksia ei ole erityisen innokkaasti käännetty suomeksi. Niinpä suomenkieliselle, yleistajuiselle

tuloksenohjauksesta kertovalle kirjallisuudelle lienee tarvetta. Lisäksi tämän tutkielman perusteella voidaan tunnistaa muutamia jatkotutkimusaiheita. Ensinnäkin olisi tarpeellista selvittää tarkemmin, millaisia seurauksia kovenanttien ja tuloksenohjauksen välisestä linkistä voi olla. Voitaisiin esimerkiksi tutkia, muuttuuko yrityksen asema velkasopimuksen uudelleenneuvotteluissa todella tuloksen pienentämisen seurauksena, sekä mitkä osa-alueet neuvotteluvoimassa muuntuvat eniten. Lisäksi voitaisiin selvittää, suhtautuvatko lainanantajat yhtä ankarasti tuloksenohjaukseen kirjanpidollisin keinoin kuin reaalisten kassavirtojen manipulointiin. Mielenkiintoinen jatkotutkimusaihe olisi myös selvittää, miten suomalaiset piensijoittajat ymmärtävät tuloksenohjauksen ilmiön.

LÄHTEET

Kirjallisuus

- Bartov, E., Givoly, D. & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting & Economics*, 33(2), 173–204. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00045-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00045-9). Viitattu: 11.3.2021.
- Beneish, M. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3–17. <https://doi.org/10.1108/03074350110767411>. Viitattu: 12.3.2021.
- Bergstresser, D. & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511–529. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.011>. Viitattu: 11.3.2021.
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. (Vuoden 1947 painos). Macmillan.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Skinner, D. (1994). Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting & Economics*, 17(1), 113–143. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90007-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90007-8). Tulostettu: 24.3.2021.
- Dechow, P., Ge, W. & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting & Economics*, 50(2), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>. Tulostettu: 14.1.2021.
- Dechow, P. & Skinner, D. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235–250. <https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.2.235>. Tulostettu: 14.1.2021.
- DeFond, M. & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting & Economics*, 17(1), 145–176. [Ei välttämättä saatavilla.] [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90008-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90008-6).
- Dichev, I. & Skinner, D. (2002). Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091–1123. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00083>. Viitattu: 19.3.2021.
- Dyreng, S., Hillegeist, S. & Penalva, F. (2020). Earnings management to avoid debt covenant violations and future performance. *The European Accounting Review*, [ahead-of-print], 1–33. <https://doi.org/10.1080/09638180.2020.1826337>. Tulostettu: 19.3.2021.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.2307/258191>. Viitattu: 24.4.2021.
- Franz, D., HassabElnaby, H. & Lobo, G. (2014). Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 473–505. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9252-9>. Viitattu: 23.3.2021.

- Graham, J., Harvey, C. & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting & Economics*, 40(1), 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>. Tulostettu: 10.3.2021.
- Gopalakrishnan, V. & Parkash, M. (1995). Borrower and Lender Perceptions of Accounting Information in Corporate Lending Agreements. *Accounting Horizons*, 9(1), 13–26. <https://search-proquest-com.libproxy.tuni.fi/docview/1518463483?pq-origsite=primo&accountid=14242>. Viitattu: 29.3.2021.
- Hamilton, E., Hirsch, R., Murthy, U. & Rasso, J. (2018). The ethicality of earnings management. *Strategic Finance*. <https://sfmagazine.com/post-entry/november-2018-the-ethicality-of-earnings-management/>. Viitattu: 1.4.2021.
- Healy, P. & Wahlen, J. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>. Tulostettu: 10.3.2021.
- Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting & Economics*, 7(1), 85–107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1). Viitattu: 8.3.2021.
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. (2013). *Tutki ja kirjoita*. (17. painos). Tammi.
- Jaggi, B. & Lee, P. (2002). Earnings management response to debt covenant violations and debt restructuring. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 17(4), 295–324. <https://doi.org/10.1177/0148558X0201700402>. Tulostettu: 22.3.2021.
- Jha, A. (2013). Earnings management around debt-covenant violations – An empirical investigation using a large sample of quarterly data. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(4), 369–396. <https://doi.org/10.1177/0148558X13505597>. Viitattu: 23.3.2021.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). Viitattu: 11.3.2021.
- Kankaanpää, J. (2020). *Omistajaohjaus, hyvä hallintotapa ja muu valvonta: Tutkimus suomalaisista osakeyhtiöistä*. [väitöskirja]. Tampereen yliopisto.
- Kazemian, S. & Sanusi, Z. (2015). Earnings management and ownership structure. *Procedia Economics and Finance*, 31, 618–624. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01149-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01149-1). Viitattu: 11.3.2021.
- Knüpfer, S. & Puttonen, V. (2018). *Moderni rahoitus*. (10. painos). Alma Talent.
- Latridis, G. & Kadorinis, G. (2009). Earnings management and firm financial motives: A financial investigation of UK listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 18(4), 164–173. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2009.06.001>. Viitattu: 23.3.2021.
- Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505–527. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1). Viitattu: 9.3.2021.

- Lo, K. (2008). Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting & Economics*, 45(2), 350–357. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.08.002>. Tulostettu: 8.3.2021.
- Prencipe, A., Markarian, G. & Pozza, L. (2008). Earnings management in family firms: Evidence from R&D cost capitalization in Italy. *Family Business Review*, 21(1), 71–88. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00112.x>. Viitattu: 22.3.2021.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting & Economics*, 42(3), 335–370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>. Viitattu: 11.3.2021.
- Saleh, N. & Ahmed, K. (2005). Earnings management of distressed firms during debt renegotiation. *Accounting and Business Research*, 35(1), 69–86. <https://doi.org/10.1080/00014788.2005.9729663>. Viitattu: 25.3.2021.
- Salminen, A. (2011). *Mikä on kirjallisuuskatsaus? Johdanto kirjallisuuskatsauksen tyyppeihin ja hallintotieteellisiin sovelluksiin*. Vaasa: Vaasan yliopisto. Tulostettu: 10.3.2021.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91–102. <https://search.proquest.com/openview/177246e104b43553542ab048997f1a4e/1?pq-origsite=gscholar&cbl=3330>. Tulostettu: 8.3.2021.
- Scott, W. (2015). *Financial accounting theory*. (7. painos). Pearson.
- Shivakumar, L. (2000). Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? *Journal of Accounting & Economics*, 29(3), 339–371. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00026-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00026-4). Viitattu: 12.3.2021.
- Smith, C. & Warner, J. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117–161. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90011-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90011-4). Viitattu: 25.4.2021.
- Subramanyam, K. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting & Economics*, 22(1), 249–281. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00434-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00434-X). Viitattu: 12.3.2021.
- Sun, L. (2016). Earnings management research: culture incentives versus accounting standards constraints, some insight for future research. Teoksessa Yates, K. (toim.), *Earnings management: global perspectives, performance and future research*. (s. 1–30). Novinka. Viitattu: 12.3.2021.
- Sweeney, A. (1994). Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting & Economics*, 17(3), 281–308. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90030-2](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90030-2). Viitattu: 22.3.2021.
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton University Press.
- Tucker, J. & Zarowin, P. (2006). Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness? *The Accounting Review*, 81(1), 251–270. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.1.251>. Viitattu: 12.3.2021.

- Välimäki, O. (2014). *Kovenantit; rahoitussopimuksen kovenanttiohjaus*. [väitöskirja]. Kauppakamari.
- Watts, R. & Zimmerman, J. (1986). *Positive accounting theory*. Prentice-Hall.
- Zang, A. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675–703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>. Viitattu: 12.3.2021.
- Zimmerman, C. (1975). An approach to writing: loan agreement covenants. *The RMA Journal*, 89(8), 60–64. <https://search-proquest-com.libproxy.tuni.fi/docview/209780055?pq-origsite=primo&accountid=14242>. Tulostettu: 22.3.2021.

Muut lähteet

- Barsky, N. (2020). *CIOs Must Safeguard Against Year-End ‘Pandemic Accounting’ Traps*. Forbes. <https://www.forbes.com/sites/noahbarsky/2020/12/08/cios-must-safeguard-against-year-end-pandemic-accounting-traps/?sh=20dad5c02fa6>. Tulostettu: 18.3.2021.
- HAMK. (n.d.). *Teoreettinen opinnäytetyö – kuvaileva kirjallisuuskatsaus*. <https://www.hamk.fi/wp-content/uploads/2018/07/TEOREETTINEN-OPINN%C3%84YTETY%C3%96rakenneohje2.pdf>. Tulostettu: 15.2.2021.
- Mäkelä, H. (2020). *Kuinka laaditaan kirjallisuuskatsaus – lyhyt johdatus*. Tampereen yliopisto. Tulostettu: 15.2.2021.
- Raivio, J. (2020). *Ennenkokematon syöksykierre*. Suomen Kuvalehti. <https://suomenkuvalehti.fi/jutut/kotimaa/talous/hurja-ennuste-viruksen-vaikutuksista-suurin-osa-maailman-lentoyhtioista-konkurssissa-toukokuun-loppuun-mennessa/>. Tulostettu: 18.3.2021.
- Teotia, S. (2020). *Statement on the Importance of High-Quality Financial Reporting in Light of the Significant Impacts of COVID-19*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-teotia-financial-reporting-covid-19-2020-04-03>. Tulostettu: 18.3.2021.
- Viljanen, M. (2021). *Sijoittajakonkari varoittaa untuvikkoja sudenkuopista: ”Markkina on yksi iso seireeni” – Vältä nämä 5 aloittelevan osakesijoittajan virhettä*. Yle Uutiset. <https://yle.fi/uutiset/3-11816338>. Tulostettu: 22.3.2021.