

**Listayhtiöiden hallitusten kokoonpanojen yhteys tuloksen raportoinnin  
konservatiivisuuteen ja raportoinnin nopeuteen**

Tutkimussuunnitelma 11.5.2007

Jari Kankaanpää  
Taloustieteiden laitos  
33014 Tampereen yliopisto  
Puh. (03) 3551 6196  
e-mail: jari.kankaanpaa@uta.fi

## SISÄLTÖ:

<b>1. Tutkimuksen taustaa .....</b>	<b>2</b>
1.1. Agenttiteoria ja hallituksen jäsenen riippumattomuus.....	2
1.2. Tilinpitotavan konservatiivisuus.....	3
1.3. Aikaisempia tutkimuksia .....	4
<b>2. Tutkimuksen tavoite ja aiheen merkitys.....</b>	<b>6</b>
<b>3. Metodologia ja estimoitava malli.....</b>	<b>7</b>
<b>4. Muiden hallinnollisten ja yrityskohtaisten tekijöiden vaikutus tutkimustuloksiin .....</b>	<b>9</b>
<b>5. Tutkimusaineisto.....</b>	<b>12</b>
5.1 Tutkimusaineiston muodostaminen .....	12
5.2 Aineiston muodostamiseen yhteydessä ilmenneitä ongelmia.....	14
<b>Lähteet .....</b>	<b>16</b>
Akateemiset: .....	16
Muut:.....	18

## 1. Tutkimuksen taustaa

### 1.1. Agenttiteoria ja hallituksen jäsenen riippumattomuus

Tutkimuksen teoreettisen pohjan muodostaa yrityksen johdon ja omistajuuden eriytymistä käsittelevä agenttiteoria (Jensen & Meclin, 1976). Agenttiteoria näkee yrityksen sidosryhmiensä muodostamana sopimussuhteiden verkkona. Agenttiteoria käsittelee yrityksen tärkeimpien sidosryhmien välille syntyviä intressiristiriitoja, joita kutsutaan agenttiongelmiksi. Tällaisia ristiriitoja syntyy tyypillisesti yrityksen resursseja hallinnoivan johdon (agentti) ja osakkeenomistajien (päämies) kesken.

Omistajalähtöisen yritysjohtamisen tavoitteena tulisi kaikissa tilanteissa olla yrityksen arvon maksimoiminen. Yrityksen johdolla saattaa kuitenkin olla omasta näkökulmasta edullisempia tavoitteita, jotka poikkeavat omistajien varallisuuden maksimointiin tähtäävästä toiminnasta (Donaldson 1984). Agenttiteorian (Jensen ym. 1976) mukaan yrityksen johdolla on hallussaan muita sidosryhmiä parempi (eli sisäpiirin) tieto yrityksen tilanteesta. Ilman erityistä kontrollointia, johto voi informaatioyivoimansa turvin ajaa puhtaasti itselleen edullisia tavoitteita, yrityksen osakkeenomistajien etujen kustannuksella.

Yrityksen hallitus on tärkeimpiä johdon toiminnan sisäisistä valvontamekanismeista (Fama 1980, Fama & Jensen 1983). Kontrolloimalla yrityksen johdon toimintaa, hallitus kykenee vähentämään johdon ja osakkeenomistajien välistä agenttiongelmia. Tällainen tilanne on esimerkiksi raportoitavan tuloksen määrästä päätettäessä. Osakkeenomistajien kannalta on tärkeää, että tilinpäätös antaa totuudenmukaisen ja kaunistelemattoman kuvan yrityksen tuloksentekevyydestä ja taloudellisesta asemasta. Johdon kannalta taas on yleensä edullista mahdollisimman hyvän tuloksen raportoiminen ja optimistisen kuvan antaminen yrityksen tilasta erityisesti silloin, kun johdon palkkaus on voimakkaasti kytköksissä yrityksen tulokseen ja osakkeen kurssikehitykseen.

Faman (1980) ja Fama & Jensenin (1983) mukaan yrityksen hallituksessa tulee olla edustettuna sekä toimiva johto (insider directors), että osakkeenomistajat (outside directors). Hallituksen suorittaman kontrollointitehtävän menestyksekkäs toteuttaminen edellyttää kuitenkin sitä, että hallituksessa on myös ulkopuolisia eli kontrolloinnin kohteesta riippumattomia jäseniä (Fama ym. 1983). Hallituksen riippumattomien jäsenten merkitys on noussut voimakkaasti esiin kansainvälisten kirjanpitoskandaalien käynnistämän maailmanlaajuisen Corporate Governance- keskustelun myötä. (ks. esim. Hallitusammattilaiset ry 2004).

Voimassa olevat kansalliset säädöksemme eivät nimenomaisesti velvoita yrityksiä valitsemaan hallituksiinsa riippumattomia jäseniä, mutta asiaa on käsitelty listayhtiöille joulukuussa 2003 annetussa hallinnointi- ja ohjausjärjestelmästä annetussa suosituksessa (myöhemmin: Corporate Governance-suositus tai CG-suositus) 17 seuraavasti: *”Hallituksen jäsenten enemmistön on oltava yhtiöstä riippumattomia. Lisäksi vähintään kahden mainittuun enemmistöön kuuluvista jäsenistä on oltava riippumattomia yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista.”* Riippumattomuuden arvioinnin kriteeristö on annettu suosituksen kohdassa 18. Riippumattomuuden ei katsota toteutuvan esim. silloin, jos hallituksen jäsenellä on yhtiöön työ- tai toimosuhde tai jäsen on ollut työ- tai toimosuhteessa yhtiöön viimeisen kolmen vuoden aikana ennen hallituksen jäsenyyden alkamista (HEX Oyj, Keskuskauppakamari, Teollisuus ja Työnantajat 2003).

Corporate Governance suositukset on liitetty osaksi Helsingin pörssin sääntöjä. Suositusten velvoittavuuteen sovelletaan ns. Comply or Explain- periaatetta: Yhtiön tulee noudattaa suosituksen määräyksiä kokonaisuudessaan, mutta jos yhtiö poikkeaa suosituksesta, sen on ilmoitettava poikkeamisesta ja poikkeamisen syistä pörssille (Hallitusammattilaiset ry 2004). KPMG:n keväällä 2006 toteuttaman tutkimuksen mukaan osalla Helsingin pörssissä listatuista yhtiöistä on vielä puutteita hallituksen jäsenten riippumattomuuden arvioimisessa ja raportoimisessa. Riippumattomuusarviointi suhteessa yhtiöön ja merkittäviin osakkeenomistajiin tulisi raportoida selkeästi jokaisen hallituksen jäsenen osalta. Erityisesti NM- listan yhtiöillä on tässä suhteessa parannettavaa. Toisaalta KPMG:n tutkimuksessa todetaan, että yleisesti ottaen riippumattomuus käy yritysten raporteista ilmi hyvin ja kaikkien listojen osalta arvioinnissa on tapahtunut parannusta vuonna 2005 toteutettuun vastaavaan tutkimukseen verrattuna (KPMG 2006).

## **1.2. Tilinpitotavan konservatiivisuus**

Tilinpitotavan konservatiivisuudella (Accounting Conservatism) tarkoitetaan yleisesti varovaisuuden periaatteen noudattamista, mutta käsitteen tarkempi määrittely riippuu siitä, mistä näkökulmasta tilinpitotavan konservatiivisuutta analysoidaan (APB 1970, FASB 1980, Belkaoui 1985, Smith & Skoulsen 1987, Watts 1993, Basu 1997, Penman & Zhang 2000, Watts 2003). Tilinpitotavan konservatiivisuuden astetta on myös pyritty laskemaan monin eri tavoin (Feltham-Ohlson 1995, Basu 1997, Beaver & Ryan 2000, Givoly & Hayn 2000).

Tässä tutkimuksessa tilinpitotavan konservatiivisuuden katsotaan muodostuvan Basun (1997) tavoin kahdesta osatekijästä: tuloksen raportoinnin konservatiivisuudesta (Earnings Conservatism) ja raportointinopeudesta (Earnings Timeliness). Tuloksen raportoinnin konservatiivisuudella tarkoitetaan sitä, että raportoitava tulos heijastaa yritystä koskevan negatiivisen informaation nopeammin kuin positiivisen. Toisin sanoen hyvien uutisten tulosvaikutteisesti kirjaaminen edellyttää korkeampaa toteutumisen varmuutta, kuin huonojen uutisten. Raportoinnin nopeudella puolestaan tarkoitetaan sitä, kuinka nopeasti (positiivinen tai negatiivinen) informaatio heijastuu yrityksen raportoimaan tulokseen.

Basun (1997) konservatiivisuusmääritelmä korostaa osakkeenomistajien oikeutta saada mahdollisimman oikea-aikaista tietoa sijoituspäätöstensä tueksi. Tiedon oikea-aikaisuus on erityisen tärkeää silloin, jos tieto on yrityksen kannalta negatiivista. Konservatiivinen tilinpitotapa on keino hillitä agenttiongelmia, sillä konservatiivisen tilinpitotavan omaksuneen yhtiön johto ei raportoi tuottoja optimistisesti. Näin ollen konservatiivisuus pienentää johdon mahdollisuuksia kasvattaa keinotekoisesti omia bonuksiaan. Konservatiivisuus on tärkeää myös luotonantajien näkökulmasta. Taloudellisen informaation raportit ovat pohjana mm. laina- ja luottosopimuksille, joten konservatiivinen tilinpitotapa viestittää luotonantajille, että heidän etujaan valvotaan (Beekes, Pope & Young 2004).

Kansainväliset tutkimustulokset ovat osoittaneet, että tilinpitotavan konservatiivisuus on kulttuurisidonnaista (Pope & Walker 1999, Ball ym. 2000, Giner & Rees 2001, Garcia Lara & Mora 2004). Basu (1997) totesi tutkimuksessaan yhdysvaltalaisten yhtiöiden tilinpitotavan olevan konservatiivista; huonot tulokset raportoitiin hyviä herkemmin ja nopeammin. Ball ym. (2000) laajensivat Basun tutkimusta analysoimalla seitsemän valtion (Australia, Kanada, USA, Iso-Britannia, Ranska, Saksa ja Japani) tilinpitotavan konservatiivisuutta. Tulokset osoittivat, että yhdysvaltalaisten, kanadalaisten ja australialaisten yritysten tilinpitotapa oli huomattavasti konservatiivisempi kuin ranskalaisten, saksalaisten ja japanilaisten. Brittiläiset yhtiöt sijoittuivat näiden kahden ryhmän välimaastoon. Garcia Lara & Mora (2004) puolestaan tutkivat tilinpitotavan konservatiivisuutta Britanniassa, Saksassa, Ranskassa, Sveitsissä, Alankomaissa Belgiassa, Italiassa ja Espanjassa. Tutkimus osoitti, että brittiläisten yhtiöiden tilinpitotapa oli muita konservatiivisempi. Tilastollisesti merkitsevimpiä erot olivat Britannian ja Saksan välillä.

### **1.3. Aikaisempia tutkimuksia**

Aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että laskentasäännösten vastainen raportointi on vähäisempää niiden yritysten joukossa, joissa hallituksen riippumattomien jäsenten lukumäärä on suhteelli-

sesti suurempi (Beasley 1996, Dechow, Sloan, & Sweeney 1996). On myös todettu, että laskenta-säännösten puitteissa tapahtuva tuloksen rakenteellisen järjestely on negatiivisessa riippuvuussuhteessa hallituksen ulkopuolisten jäsenten määrään (Peasnel, Pope, & Young 2000, Klein, 2002 ).

Hallituksen kokoonpanon, tuloksen raportoinnin konservatiivisuuden ja tuloksen raportoinnin oikea-aikaisuuden välisiä yhteyksiä kartoittaneita tutkimuksia on suhteellisen vähän. Tulokset yhdysvaltalaisella aineistolla ovat olleet ristiriitaisia. Bushman, Chen, Engel & Smith, (2000) löysivät vuodet 1994-1997 kattavasta aineistosta riippuvuuden hallituksen ulkopuolisten jäsenten olemassaolon ja tuloksen raportoinnin oikea aikaisuuden välillä. Vafeas (2000) ei löytänyt vastaavaa riippuvaisuutta vuosien 1990-1994 aineistosta. Sen sijaan Vafeaksen tulokset osoittivat, että mitä vähemmän hallituksessa oli jäseniä, sitä oikea-aikaisempaa oli tuloksen raportointi.

Beekes ym. (2004) tutkivat vuodet 1993–1995 käsittävällä brittiläisellä aineistolla tuloksen konservatiivisuutta ja raportoinnin oikea-aikaisuutta. Tutkimuksessa havaittiin, että yritykset, joiden hallituksessa oli aineistosta laskettua mediaania enemmän ulkopuolisia jäseniä, raportoivat konservatiivisemmin. Huonot uutiset heijastuivat niiden tuloksiin oikea-aikaisemmin kuin vertailuryhmän yrityksissä. Sen sijaan hyvien tulosten heijastumisessa raportoituun tulokseen ei vastaavia eroavaisuuksia löytynyt.

## 2. Tutkimuksen tavoite ja aiheen merkitys

Tavoitteenani on tutkia, vaikuttaako Helsingin arvopaperipörssissä noteerattavien suomalaisten yhtiöiden hallituksen riippumattomien jäsenten osuus tuloksen raportoinnin nopeuteen ja tuloksen raportoinnin konservatiivisuuteen. Tässä tutkimuksessa yritys määritellään suomalaiseksi, mikäli sen pääkonttori sijaitsee Suomessa.

Tutkimuksen avulla saadaan päivitettyä tietoa pörssiyritysten raportoiman tuloksen ja hallituskoostumuksen välisistä suhteista. Aikaisempia tutkimuksia on vähän ja ne on tehty vanhoilla aineistoilla. Esimerkiksi Beekesin ym. (2004) tutkimuksen aineisto oli vuosilta 1993–1995. Tuolloin yritysten johtamista säänneltiin huomattavasti vähemmän kuin nykyään. Tämä tutkimus tuo lisäksi tietoa hallituksen koostumuksen ja tuloksen oikea-aikaisuuden välisistä yhteyksistä.

Vastaavaa tutkimusta ei ole aikaisemmin toteutettu suomalaisella aineistolla, joten tämä tutkimus tuottaa uutta tietoa suomalaisesta johdon valvonnasta ja sen tehokkuuteen vaikuttavista tekijöistä. Kansalliset erityispiirteemme luovat yritysten hallitusten toiminnalle viitekehyksen, joka poikkeaa eri kulttuureissa tehdyistä viitekehysistä mm. poliittisista ja historiallisista syistä merkittävästi. Ballin ym. (2000) ja Garcia Laran ym. (2004) mukaan myös suhtautumisessa tilinpitotavan konservatiivisuuteen on laskentakulttuurista johtuvia maakohtaisia eroja. Näiden erojen voidaan olettaa säilyvän yhtä kauan, kuin maiden välillä on institutionaalisia eroja ja yritysjohto päättää tilinpitotavasta.

### 3. Metodologia ja estimoitava malli

Tutkimusmetodina käytetään Basun (1997) mallia käänteisestä regressioanalyysistä, missä mitataan yrityksen raportoiman osakekohtaisen tuloksen (EPS) ja osakkeen tuottojen välistä riippuvuutta. Osakkeen tuottona käytetään 12 kk:n buy and hold- tuottoa. Tuotto lasketaan periodilta, joka alkaa 8 kk ennen analysoitavan tilikauden päättymistä ja päättyy 4 kk analysoitavan tilikauden jälkeen. Tällä pyritään varmistamaan se, että analysoitavaa vuotta edeltävän tilikauden tulos ei enää vaikuta osakkeen hintaan. (Givony & Palmon 1982, Easton & Harris 1991, Basu 1997, Beekes ym. 2004).

Dummy muuttuja (NEG) jakaa yhtiöt kahteen luokkaan osaketuottojen perusteella. Muuttuja (RET) kuvaa positiivista tuottoa (=hyviä uutisia) ja vastaavasti (NEG·RET) kuvaa osakkeen negatiivista tuottoa (=huonoja uutisia). Mikäli yhtiön tilinpitotapa on konservatiivinen, huonojen uutisten pitäisi heijastua yhtiön raportoimaan osakekohtaiseen tulokseen hyviä uutisia nopeammin. Näin ollen negatiivisen osaketuoton riippuvuuden raportoidun tuloksen kanssa odotetaan olevan positiivinen.

Beekesin ym. (2004) tavoin alkuperäiseen Basun malliin sisällytetään hallituksen kokoonpanoa kuvaavaa dummy muuttuja, jolla yhtiöt jaetaan hallituksen ulkopuolisten jäsenten määrän mukaan kahteen osaan. Ensimmäisen ryhmän muodostavat ne yhtiöt, joilla yhtiöstä riippumattomien hallituksen jäsenten lukumäärän osuus yhtiön hallituksen jäsenten kokonaismäärästä on aineiston mediaania korkeampi (BGOOD) ja toisen ryhmän vastaavasti ne, joilla tämä suhdeluku on mediaanin alapuolella.

Kun muuttuja (BGOOD) on sisällytetty estimoitavaan malliin, se voidaan esittää seuraavassa muodossa:

$$\begin{aligned} EPS_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 RET_{i,t} + \beta_2 NEG_{i,t} \\ &+ \beta_3 NEG_{i,t} \cdot RET_{i,t} + \beta_4 BGOOD_{i,t} \\ &+ \beta_5 NEG_{i,t} \cdot BGOOD_{i,t} \\ &+ \beta_6 BGOOD_{i,t} \cdot RET_{i,t} \\ &+ \beta_7 NEG_{i,t} \cdot BGOOD_{i,t} \cdot RET_{i,t} + \mu_{i,t} \end{aligned}$$

Mikäli hallituksen ulkopuolisten jäsenten osuus on mediaania korkeampi, yritykset noudattavat konservatiivisempaa tilinpitotapaa. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että huonot uutiset raportoidaan hyviä uutisia nopeammin. Näin ollen tekijöiden (BGOOD) ja (NEG·BGOOD·RET) riippuvuuden osakekohtaisen tuloksen kanssa odotetaan olevan positiivinen. Tähän perustuen asetetaan hypoteesi 1:

*H<sub>1</sub>: Ceteris Paribus, huonojen uutisten raportoinnin nopeus ja yhtiön hallituksen ulkopuolisten jäsenten osuus ovat positiivisessa riippuvuussuhteessa.*

Konservatiivinen tilinpitotapa näkyy myös positiivisten tulosten raportoinnissa, sillä niiden voidaan olettaa heijastuvan tulokseen viiveellä. Toisaalta yhtiön hallituksen sisäisillä jäsenillä saattaa opporunistisia syitä raportoida positiiviset tulokset mahdollisimman nopeasti. Faman (1980) mukaan hallituksen ulkopuolisilla jäsenillä näitä rasitteita ei ole. Päinvastoin, he eivät halua vaarantaa mainettaan hallitusammattilaisena hyväksymällä tarpeettoman aggressiivista tuloksen raportointipolitiikkaa. Tätä olettamusta testataan hypoteesissa 2:

*H<sub>2</sub>: Ceteris Paribus, hyvien uutisten raportoinnin nopeus ja yhtiön hallituksen ulkopuolisten jäsenten osuus ovat negatiivisessa riippuvuussuhteessa.*

Jos siis hallituksen ulkopuolisten jäsenten osuus on mediaania korkeampi, yhtiöt raportoivat hyvät uutiset hitaammin. Näin ollen (EPS):n ja interaktiomuuttujan (BGOOD·RET) välisen riippuvuuden oletetaan olevan negatiivinen.

#### 4. Muiden hallinnollisten ja yrityskohtaisten tekijöiden vaikutus tutkimustuloksiin

Tutkimusta laajennetaan Beekesin ym. (2004) tavoin kontrolloimalla hallituksen kokoonpanon lisäksi muita tekijöitä, joiden voidaan olettaa vaikuttavan tilinpitotavan konservatiivisuuteen. Beekesin ym. (2004) käyttämät kontrolloivat dummy muuttujat olivat: johdon osakkeenomistuksen määrä, huomattava ulkopuolinen vähemmistöomistaja ( $\geq 10\%$  omistus), yhtiön toimitusjohtajana eri henkilö kuin hallituksen puheenjohtajana, tilintarkastajana suuri tilintarkastusyhteisö (ns. Big- yhtiö). Lisäyksenä Beekesin (2004) tutkimukseen tässä tutkimuksessa kontrolloidaan omistusrakenteen, tarkastusvaliokunnan olemassaolon ja yhtiön hallituksessa olevien hallitusammattilaisten olemassaolon vaikutusta.

Jensenin ym. (1976) mukaan johdon osakkeenomistus on keino hillitä johdon ja omistajien välistä agenttiongelmia. Toisaalta johdon omistus voi vaikuttaa tilinpitotapaan myös päinvastaisesti: Mikäli johto aikoo realisoida osakeomistustaan, sillä on motiivi harjoittaa tilinpitotapaa, jolla osakkeen kurssi saadaan nousuun ennen myyntihetkeä (Beekes ym. 2004). Beekesin ym. (2004) tutkimuksessa aineisto jaettiin kahteen osaan sen perusteella, oliko johdon omistusosuus alle 5 % vai vähintään 5 % ulkona olevien osakkeiden määrästä. Mikäli johdon omistusosuus oli alle 5 %, tilinpitotapa oli konservatiivisempaa niiden yhtiöiden joukossa, joilla oli hallituksessa enemmän riippumattomia jäseniä. Muilta osin johdon omistusosuuden ja tilinpitotavan konservatiivisuuden väliltä ei löytynyt tilastollisesti merkittävää yhteyttä.

Jianbalvon ym. (2002) mukaan huomattava vähemmistöomistaja toimii johdon ulkopuolisen valvojan roolissa. Beekesin ym. (2004) tulokset osoittivat, että kun yrityksellä on huomattava vähemmistöomistaja, huonojen uutisten heijastuminen tulokseen on oikea-aikaisempaa silloin, kun hallituksessa on enemmän ulkopuolisia jäseniä.

Isojen tilintarkastustoimistojen asiakkaiden on todettu raportoivan muita konservatiivisemmin. (Basu, Hwand & Jan 2001a, 2001b, Chung ym. 2001). Beekesin ym. (2004) aineiston yrityksistä 90 %:lla oli suuri tilintarkastusyhteisö. Kun Beekesin tutkimusaineistosta poistettiin pienten toimistojen asiakkaat, saatiin tulokseksi, että ne yritykset, joiden hallituksessa on enemmän ulkopuolisia jäseniä raportoivat konservatiivisemmin. Toisin sanoen ulkopuolisilla jäsenillä on vaikutusta raportoinnin laatuun, vaikka tilintarkastajana olikin suuri tilintarkastusyhteisö.

Corporate Governance- suosituksen 40 mukaan toimitusjohtajaa ei tule valita hallituksen puheenjohtajaksi, jotta yhtiön päätöksentekovalta ei jäisi liikaa yhden henkilön käsiin (HEX Oyj ym. 2003). Puheenjohtajan ja toimitusjohtajan roolien yhdistämien on mahdollista vain erityisissä olosuhteissa.

Beekesin tutkimusaineiston yrityksistä 25 % oli sellaisia, joissa toimitusjohtaja oli myös hallituksen puheenjohtajana. Näiden yritysten osalta huonojen uutisten raportointi oli oikea-aikaisempaa, mikäli hallituksessa oli enemmän ulkopuolisia jäseniä. Sen sijaan Beekes ym. (2004) totesivat hieman yllättäen, että toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan ollessa eri henkilöitä, ainoastaan hyvät uutiset raportoitiin oikea-aikaisesti. Tulos antaa viitteitä siitä, että toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan paikkojen jakamisella kahden eri henkilön kesken, on vaikutusta ulkopuolisten hallituksen jäsenten kykyyn tarkkailla yrityksen johtajien toimintaa.

Corporate Governance suosituksen (2003) 27 mukaan yhtiön on perustettava tarkastusvaliokunta, mikäli liiketoiminnan laajuus edellyttää taloudellista raportointia ja valvontaa koskevien asioiden valmistelua koko hallitusta pienemmässä kokoonpanossa. Tarkastusvaliokunnalla on koko hallitusta paremmat mahdollisuudet perehtyä yhtiön talouteen ja valvontaan liittyviin kysymyksiin sekä huolehtia yhteydenpidosta tilintarkastajien ja sisäisen tarkastuksen kanssa. Jos yhtiössä ei ole tarkastusvaliokuntaa, sen tilinpitotavan voidaan olettaa olevan konservatiivisempaa, mikäli hallituksessa on enemmän riippumattomia jäseniä.

Suurilla institutionaalisilla sijoittajilla on erilaiset keinot ja motiivit johdon valvonnan suorittamiseen, kuin yksityisillä sijoittajilla (Prowse 1995). Corporate Governancen myötä suurten sijoitusinstituutioiden omistajavallan käyttö on tullut julkisuuteen. Esimerkiksi Eläkeyhtiö Varma pitää tärkeänä, että hallitukseen kuuluu myös riippumattomia jäseniä. Ilmarinen mukaan toimitusjohtajaa ei pitäisi pääsääntöisesti valita hallitukseen. (Hallitusammattilaiset 2005). Näin ollen voidaan olettaa, että mikäli yksityisten sijoittajien omistusosuus on institutionaalisia omistajia suurempi, niin tilinpitotapa on konservatiivisempaa niiden yritysten osalta, joilla on hallituksessa enemmän ulkopuolisia jäseniä.

Hallitusammattilaiset ry:n tarkoituksena on edistää hyvää, ammattimaista ja eettisesti korkeatasoista yritysten hallitustyöskentelyä ensisijassa suomalaisissa ja Suomessa toimivissa yrityksissä. Lisäksi yhdistys kehittää jäsentensä ammattitaitoa yritysten hallitusten jäseninä. Hallitusammattilaiset ry järjestää mm. koulutustilaisuuksia, osallistuu yritysten hallitustyöskentelyä koskevaan julkiseen keskusteluun ja edistää aiheeseen liittyvää tutkimus- ja julkaisutoimintaa. (Hallitusammattilaiset 2006). Jos yhtiön hallituksessa ei ole hallitusammattilaisia, yhtiön tilinpitotavan voidaan olettaa olevan konservatiivisempaa, mikäli hallituksen enemmistö koostuu riippumattomista jäsenistä.

Edellä mainittujen hallinnollisten ulottuvuuksien lisäksi kontrolloidaan Beekesin ym. (2004) tavoin myös muita yrityskohtaisia tekijöitä, kuten rahoitusriskin, yrityksen koon, omistajien lukumäärän, ja

kasvumahdollisuuksien vaikutusta. Kontrollioivat muuttujat ovat riskin osalta Gearing- luku, yrityksen koon osalta markkina-arvo ja kasvumahdollisuuksien osalta tunnusluku P/B eli markkina-arvon ja kirja-arvon suhde.

## 5. Tutkimusaineisto

### 5.1 Tutkimusaineiston muodostaminen

Tutkimusaineisto on ajanjakson 2003-2005 kattava paneeli. Helsingin arvopaperipörssissä oli suomalaisia listayhtiöitä kunkin vuoden lopussa seuraavasti: 142 kpl (2003) ja 134 (2004 ja 2005) (Helsingin pörssin vuositilasto 1997-2006). Aineiston ns. ensimmäinen rajaus tapahtui seuraavasti: Otokseen valittiin rahoitustoimialaa lukuun ottamatta kaikki Helsingin arvopaperipörssissä 2003-2005 noteerattut yhtiöt, jotka ovat olleet listattuina ajanjaksolla vähintään yhden kokonaisen tilikauden ajan ja joiden pääkonttori on Suomessa. Lisäksi edellytettiin, että yhtiön tilikausi on kalenterivuoden mittainen. Tällä tavoin varmistettiin se, että markkinaolosuhteet olivat kaikkien yritysten osalta vertailukelpoiset. Tämän ensimmäisen rajauksen jälkeen aineistossa oli mukana 106 yrityshavaintoa vuodelta 2003, sekä vuosilta 2004 ja 2005 molemmilta 104 havaintoa.

Kuten Pajarinen ja Ylä-Anttila (2006) toteavat, Suomessa ei ole käytössä samantyyppisiä listattujen yritysten aineistoja kuin Yhdysvalloissa tai joissakin suurissa Euroopan maissa. Näin ollen ennen varsinaista tutkimusta tarvittava tietokanta muodostettiin alusta alkaen itse. Tehtävä oli työläs, mutta näin saatu aineisto on ainutlaatuinen. Tarvittavat tiedot kerättiin vuosikertomuksista ja muista yritysten julkaisemista raporteista. Lisäksi lähteinä käytettiin mm. arvopaperipörssin, arvopaperikeskuksen ja listayhtiöiden internet- sivustoja, sekä G. Kockin toimittamia Pörssitieto- kirjoja.

Tutkimusaineistosta muodostettu tietokanta on tehty siten, että aineistoa voidaan helposti laajentaa tilikausilla ennen vuotta 2003 ja tilikausilla vuoden 2005 jälkeen. Jokaisen vuoden aineisto voidaan myös erottaa omaksi itsenäiseksi tutkimusaineistokseen. Tallennetut tiedot voidaan jakaa kolmeen osaan: markkinatietoihin ja tunnuslukuihin, hallitusta ja tilintarkastusta koskeviin tietoihin ja omistusrakennetietoihin. Yksityiskohtaisesti tarkasteltuna tiedot ovat seuraavat:

#### 1. Markkinatiedot ja tunnusluvut

- yhtiön GICS-luokittelun mukainen toimiala
- pörssin lista, jolla osake noteerataan
- osakkeen päätöskurssi 1.1., 30.4., ja 31.12.
- 1.1.- 31.12. aikana irronneet osingot
- yhtiön raportoima EPS 1.1. ja 31.12.
- yhtiön raportoima ROE, ROI ja Omavaraisuusaste 31.12.
- oman pääoman kirja-arvo tilikauden alussa (1.1.) ja lopussa (31.12.)
- osakkeiden lukumäärä 1.1., 30.4., ja 31.12 ilman yhtiön hallussa olevia omia osakkeita

- yhtiön raportoima tunnusluku Gearing 31.12.

Edellä olevien tietojen perusteella voidaan laskea seuraavat tutkimuksessa tarvittavat tiedot

- yhtiön markkina-arvo 1.1. ja 31.12.
- tunnusluku P/B 1.1. ja 31.12.
- osinkokorjattu kurssimuutos 30.4.X1 – 30.4.X2
- osakkeiden lukumäärän muutos 30.4.X1 – 30.4.X2.

Lisäksi tietokantaan merkitään yhtiöiden jokaisen tilikauden osalta, mistä syystä (esim. uusmerkintä-anti, osakkeen splittaus, osakkeiden merkitseminen optio-oikeuksilla, omien osakkeiden osto) osakkeiden lukumäärä on tilikauden aikana muuttunut. Oman pääoman kirja-arvona käytetään konsernitaseen mukaista emoyhtiön omistajille kuuluvaa omaa pääomaa ilman vähemmistöosuutta ja pääomaa lainaa. Mikäli yhtiöllä on noteerattuna useita osakesarjoja, kurssi lasketaan ulkona olevien osakkeiden painotettuna keskiarvona. Painoina käytetään kunkin osakesarjan kappalemääriä. Mikäli vain yksi osakesarja on listattu, myös listaamattomat osakkeet oletetaan listattujen kanssa samanarvoisiksi.

Vuosien 2003 ja 2004 osalta listayhtiöiden tilinpäätökset olivat suurimmalla osalla Suomen kirjanpitolain- (FAS) mukaisesti laadittuja. Viimeistään vuoden 2005 osalta listayhtiöt ovat kuitenkin olleet velvollisia raportoimaan tilinpäätöksensä IFRS:n suositusten mukaisesti ja samassa yhteydessä julkaistiin myös edellisten vuosien tietoja IFRS:n mukaisesti laskettuina. Myös nämä tiedot tallennettiin ja näin ollen vuoden 2004 osalta tietokanta sisältää tutkimuksessa tarvittavat tiedot sekä FAS:n että IFRS:n mukaisesti raportoituina.

## 2. Hallitusta ja tilintarkastajaa koskevat tiedot

- hallituksen koko 31.12.
- yhtiöstä riippumattomat hallituksen jäsenet 31.12.
- sekä yhtiöstä & omistajista riippumattomat jäsenet 31.12.
- onko hallituksen puheenjohtaja ja toimitusjohtaja sama henkilö (0) vai eri henkilö (1)
- onko toimitusjohtaja hallituksen jäsen (0) vai ei (1)
- onko yhtiössä ollut analysoitavalla tilikaudella tarkastusvaliokunta (1) vai ei (0)
- mahdollisen tarkastusvaliokunnan yhtiöstä riippumattomien jäsenten lukumäärä sekä yhtiöstä & omistajista riippumattomien jäsenten lukumäärä 31.12.
- huolehtiiko yhtiön tilintarkastuksesta suuri tilintarkastusyhteisö (1) vai ei (0).

### 3. Omistusrakenne

- osakkeen omistajien lukumäärä kaikkiaan
- kotitalouksien omistusosuus
- institutionaalisten sijoittajien omistusosuus
- ulkomaisten omistajien osuus
- onko yhtiöllä  $\geq 10$  % vähemmistö-omistaja (1) vai ei (0) ja paljonko tämä omistusosuus on
- yhtiön hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan osake-omistuksen määrä.

Mikäli yhtiöllä on useita osakesarjoja, jotka eroavat toisistaan äänimäärän suhteen, omistusosuudet tallennetaan erikseen sekä osakkeiden lukumäärän että äänimäärän suhteen. Omistusrakennetta koskevat tiedot saatiin pääosin vuosikertomuksista. Lisäksi lähteenä käytettiin arvopaperikeskuksen julkaisemia omistajaluetteloita.

#### 5.2 Aineiston muodostamiseen yhteydessä ilmenneitä ongelmia

Tutkimusaineiston muodostamisen yhteydessä ongelmaksi muodostui se, että useiden yhtiöiden osalta osakkeiden lukumäärä muuttui tilikausien sisällä mm. osakeantien ja optio-oikeuksien käytön seurauksena. Tämä aiheuttaa osakkeen kurssin ”laimenemista”<sup>1</sup>. Toistaiseksi aineistoon ei ole tehty osakkeen kurssin laimenemisestä johtuvia oikaisuja.

Aineiston muodostamisen yhteydessä oli ongelmallista myös se, milloin yrityksen poisjättäminen olisi perusteltua. Muutamien yhtiöiden osalta tilikausien sisällä tapahtui merkittäviä konsernin sisäisiä järjestelyitä (Esim. 2005: Alma Nova osti Alma Median, Neste Oil irtautui Fortumista). Tämä hankaloitti yhtiön raportoiman EPS:n ja osakekurssin kehityksen vertailtavuus tilikauden alun ja lopun välillä. Muutamien yhtiöiden osalta tilanne oli muulla tapaa erityinen (esim. Kylpyläkasino toteutti saneerauslain mukaista ohjelmaa). Lisäksi erityisesti vuonna 2003 listalta poistui lunastusten myötä useita yhtiöitä. (esim. Hackman Oyj 11.5.04). Lunastetut yhtiöt eivät sisälly tutkimusaineistoon, sillä viimeisen täysimittaisen tilikauden vuosikertomusta ei enää yleensä ollut saatavilla eikä tutkimuksessa tarvittavia tietoja löytynyt mistään muualtakaan.

---

<sup>1</sup> Oletetaan esim. niin että tilikauden 1.1. – 31.12.2004 aikana yhtiön osakkeiden lukumäärä oli vakio. Kuitenkin 1.1.–30.4.2005 aikana yhtiön osakkeiden lukumäärä lisääntyy esim. osakeannin tai optio-oikeuksien käytön myötä 10 %. Koska tutkimuksissa käytetään osakekursseja 1.5.2004 – 30.4.2005 väliseltä ajalta, niin 30.4.05 osakekurssi on luonnostaan laskenut osakkeiden lukumäärän lisääntymisen myötä.

Vuosi 2003 oli aineiston keräämisen suhteen muutoinkin ongelmallinen, sillä vuoden 2003 osalta merkittävä osa yhtiöstä ei ollut raportoinut hallituksen jäsenten riippumattomuutta lainkaan. Tämä johtune siitä, että vuoden 2003 tilinpäätöksiä laadittaessa oli vielä voimassa vanha helmikuussa 1997 annettu suositus pörssiyhtiöiden hallinnosta. Vuoden 1997 CG-ohjeissa ei annettu suositusta siitä, että hallitukseen tulisi valita myös riippumattomia jäseniä. Työryhmän mielestä kuitenkin ulkopuolisten jäsenten mukanaolo hallituksessa edistää parhaassa tapauksessa hallitustyöskentelyn riippumattomuutta yhtiön toimivaan johtoon nähden. Tämän todettiin olevan erityisen tärkeää hallituksen valvontatehtävän kannalta. (Keskuskauppakamari ym. 39).

Uuden, 19.12.2003 annetun CG- suosituksen osalta siirtymäaika suositusten implementointiin yrityskäytäntöön oli annettu 1.7.2004 saakka. Tutkimusaineistoa kerätessä todettiin, että vuoden 2003 vuosikertomuksissa uuden CG – suosituksen mukaisen riippumattomuusarvioinnin oli tehnyt vasta 22 tutkimukseen valituista 106 yhtiöstä<sup>2</sup>. Lopulta vuoden 2003 osalta päädyttiin seuraavaan ratkaisuun: Vuoden 2003 osalta hallituksen jäsen tulkitaan riippumattomaksi yhtiöstä myös siinä tapauksessa, mikäli vuosikertomuksesta löytyy jäsenen osalta esim. sen kaltainen maininta kuten ”ei ole yhtiön palveluksessa<sup>3</sup>”. Tämän jälkeen hallituksen jäsenten riippumattomuusarvioinnin tehneiden yritysten lukumääräksi muodostui 39.

Vuoden 2004 osalta ensimmäisen rajausten jälkeen tutkimukseen valittiin 104 yhtiötä. Näistä 88 oli sellaista, joiden osalta uuden CG- suosituksen mukainen hallituksen jäsenten riippumattomuusraportointi voitiin todeta. Kahdeksan yhtiön osalta ongelmaksi muodostui se, että hallinnointiperiaatteita ei raportoitu vuosikertomuksessa vaan ainoastaan yhtiön verkkosivuilla. Koska tietoja kerättiin pääosin vuonna 2006, verkosta löytyvät hallinnointiperiaatteet oli luonnollisesti päivitetty viimeisimmän tilinpäätöstilanteen mukaisiksi. Näin ollen vuoden 2004 tilanteen mukaisia hallintoperiaatteita ja hallituksen jäsenten riippumattomuutta ei enää voinut todeta. Vuoden 2005 osalta uuden CG- suosituksen mukainen riippumattomuusraportointi voitiin todeta kaikkiaan 99 yhtiön osalta.

---

<sup>2</sup> Tähän lukuun ei ole sisällytetty niitä yrityksiä, jotka ainoastaan mainitsivat sen, että heidän hallintonsa täyttää uuden CG- suosituksen vaatimukset. Tietokantaa laadittaessa edellytettiin vähintään mainintaa siitä, kuinka moni hallituksen jäsenistä oli riippumattomia.

<sup>3</sup> Tämä tulkinta koski siis ainoastaan tilikautta 2003. Tilikausien 2004 ja 2005 osalta edellytettiin uuden CG- suosituksen mukaista nimenomaista mainintaa jäsenen riippumattomuudesta suhteessa yhtiöön tai merkittäviin osakkeenomistajiin.

## Lähteet

### Akateemiset:

- Ball, R., Kothari, S.P. & Robin, A. (2000): The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 29, 1-51.
- Basu, S. (1997): The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 24, 3-37.
- Basu, S., Hwang, L. & Jani, C.-L. (2001a): Auditor Conservatism and Quartely Earnings. *Working paper. City University of New York.*
- Basu, S., Hwang, L. & Jani, C.-L. (2001b): Differences in Conservatism Between Big-8 and Non big-8 Auditors. *Working paper. City University of New York.*
- Beasley, M. (1996): An empirical Analysis of the Relation Between the Board of Directors Composition and Financial Statements Fraud. *Accounting Review*, 71, 443-465.
- Beaver, W.H., & Ryan. S.G. (2000): Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. *Journal of Accounting Research* 38(Spring): 127-148.
- Beekes, W., Pope, P., & Young, S. (2004): The link between Earnings Timeliness, Earnings Conservatism and Board Composition: evidence from the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 12, 47-59.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel E. & Smith, A. (2000): The Sensitivity of Corporate Governance Systems to the Timeliness of Accounting Earnings. Working Paper. University of Chicago.
- Chung, R., Firth, M. & Kim, J. (2001): Auditor Conservatism and Reported Earnings. *Working Paper.* Hong Kong Polytechnic University.
- Dechow, P. M., Sloan, R.G. & Sweeney, A.P. (1996): Causes and Consequences of Earnings Management: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research*, 13, 1-36.
- Easton, P., & Harris, T. (1991): Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research* 29, 13-36.
- Fama, E. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88, 280-307.
- Fama, E. & Jensen, M.C. (1983): Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Feltham, G., & Ohlson J.A. (1995): Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11 (Spring): 689-731.

- Garcia Lara, J.M. & Mora, A. (2004): Balance sheet versus Earnings Conservatism in Europe, *European Accounting Review*, 13:2, 261-290.
- Giner, B. & Rees, W.P. (2001): On the Asymmetric Recognition of Good and Bad News in France, Germany and United Kingdom, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 28. Nos. 9&10, 1285-332.
- Givoly, D., & Palmon, D. (1982): Timeliness of annual earnings announcements: Some empirical evidence. *The Accounting Review* 57, 486-508.
- Givoly, D., & Hayn, C. (2000): The changing time series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial accounting become more conservative ? *Journal of Accountin & Economics* 29 (June): 287-320.
- Healy, P. (1985): The Effects of Bonus Schemes on Accounting Decisions, *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jiambalvo, J., Rajgopal, S. & Venkatckala, M. (2002): Institutional Ownership and the Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings, *Contemporary Accounting Research*, 19, 117-145.
- Klein, A. (2002): Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management, *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375-400.
- Pajarinen, M., & Ylä-Anttila P. (2006): Omistajuus ja yrityksen menestyminen. *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 1, 33-47. Kansantaloudellinen Yhdistys. Helsinki.
- Peasnel, K. V., Pope, P.F. & Young, S. (2000): Accruals Management to Meet Earnings Targets: UK Evidence Pre and Post-Cadbury, *British Accounting Review*, 32, 415-445.
- Penman, S.H & Zhang X.J.(2002): Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns. *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 2, pp. 237-264.
- Pope, P.F & Walker, M. (1999): International Differences in Timeliness, Conservatism and Classification of Earnings, *Journal of Accounting Research*, 37, 53-87.
- Prowse, S. (1995): Corporate Governance in an International Perspective: A survey of Corporate Control mechanisms among large firms in the US, UK, Japan and Germany. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 4:1, 1-63.
- Vafeas, N. (2000): Board Structure and the Informativeness of Earnings, *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, 139-160.
- Watts, R.L. (1993): A Proposal for research on conservatism. *Unpublished Working Paper, University of Rochester, New York*.

Watts, R.L. (2003): Conservatism in Accounting, Part I: Explanations and Implications, *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 3, 207-221.

**Muut:**

Accounting Principles Board (APB), (1970): Statement 4, *The Basic Concepts of Accounting Principles Underlying Financial Statements of Business Enterprises*. (New York: ABP).

Belkaoui, A. (1985): *Accounting Theory, 2<sup>nd</sup> edition*. (Orlando, FL: Harcourt Brace Jovanovich).

Donaldson, G. (1984): *Managing Corporate Wealth: The Operations of a Comprehensive Financial Goals System*. (New York: Praeger Publishers).

Financial Accounting Standards Board (FASB), (1980): Statement of Financial Accounting Concepts 2, *Qualitative Characteristics of Accounting Information*. (Nortwalk, CT: FASB)

Hallitusammattilaiset ry (2004): Noudatetaanko HEX- suositusta ? *Board News*, 4, 8-9.

Hallitusammattilaiset ry (2005): Suursijoittajilla selkeät linjaukset yhtiökokouksiin. *Board News* 1, 10-11.

HEX Oyj, Keskuskauppakamari sekä Teollisuus ja Työnantajat (2003): Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä, Corporate Governance. Joulukuu 2003.

Keskuskauppakamari ja Työnantajain Keskusliitto (1997): Keskuskauppakamarin ja Teollisuuden Työnantajain Keskusliiton suositukset pörssiyhtiöiden hallinnoinnista. Helmikuu 1997.

KPMG Oyj (2006): Corporate Governance vuosikertomuksissa 2004-2005. *KPMG:n tutkimusraportti* <http://www.kpmg.fi/page.aspx?Section=2353&Item=2749>. 2006.

Smith, J.M., Jr and Skousen, F.K. (1987): *Intermediate Accounting, 9th edition*. (Cincinnati, OH: South Western).