



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Anssi Airaksinen

Toimitusjohtajan toimikausi ja yrityksen tuloksenjärjestely

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Laskentatoimen ja rahoituksen Kandidaatin tutkielma
Laskentatoimen ja rahoituksen koulutusohjelma

Vaasa 2025

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Anssi Airaksinen		
Tutkielman nimi:	Toimitusjohtajan toimikausi ja yrityksen tuloksenjärjestely		
Tutkinto:	Kauppatieteiden kandidaatti		
Oppiaine:	Laskentatoimen ja rahoituksen kandidaattiohjelma		
Työn ohjaaja:	Tuukka Järvinen		
Valmistumisvuosi:	2025	Sivumäärä:	43

TIIVISTELMÄ:

Tämä tutkielma tutkii toimitusjohtajan toimikauden ja yrityksen tuloksenjärjestelyn välistä suhdetta. Toimitusjohtajalla on mahdollisuus käyttää yrityksessä merkittävää valtaa ja toimitusjohtaja pystyy päätöksillään vaikuttamaan moniin eri asioihin, jotka vaikuttavat yrityksen tilikauden tulokseen. Tutkielman tavoitteena on selvittää, minkälaista yrityksen mahdollinen tuloksenjärjestely on toimitusjohtajan toimikauden eri vaiheissa ja mitkä seikat toimivat ajureina toimitusjohtajalähtöiseen tuloksenjärjestelyyn.

Tuloksenjärjestely on erään määritelmän mukaan tarkoituksenmukaista toimintaa, jolla halutaan muokata raportoitavia tuottoja. Tuloksenjärjestely voidaan jakaa kahteen eri kategoriaan: taselähtöiseen tuloksenjärjestelyyn sekä varsinaiseen tuloksenjärjestelyyn. Taselähtöinen tuloksenjärjestely jaotellaan usein harkinnanvaraisiin (johdon harkinnan alla olevat jaksotukset) ja ei-harkinnanvaraisiin jaksotuksiin (normaaleista liiketapahtumista aiheutuvat jaksotukset). Varsinainen tuloksenjärjestely taas muuttaa varsinaisten liiketapahtumien ajankohtaa, esimerkiksi ajoittamalla investointeja.

Toimitusjohtajalla on monenlaisia insentiivejä tuloksenjärjestelyyn. Toimikauden alussa olevalla toimitusjohtajalla voi olla normaalia suurempi tarve todistaa kykynsä markkinoille. Osakeoptiot toimivat myös houkuttimina tuloksenjärjestelyyn. Toimikauden alun jälkeen, sidosryhmille jo kykynsä todistanut toimitusjohtaja saattaa muun muassa puntaroida mainehaitan ja tuloksenjärjestelyn välillä. Toimitusjohtaja saattaa myös pelätä maineensa puolesta ja tällöin tuloksenjärjestely saattaa olla vähäisempää. Uransa lopussa oleva toimitusjohtaja taas ei välttämättä välitä mainehaitasta ja saattaa keskittyä lunastamaan tarjolla olevat option tuloksenjärjestelyn keinoin.

Tuloksenjärjestelyn keinoja on lukuisia ja toimitusjohtajalla on lukuisia motiiveja tuloksenjärjestelyyn. Tutkielmassa on pyritty tutkimaan näiden tekijöiden korrelaatiota. Syyt vaihtelevat tapauksittain ja uran eri vaiheissa. Keinot vaihtelevat eri yrityksissä ja eri tilikausien välillä. Syitä toimitusjohtajan tuloksenjärjestelyyn on lukuisia ja tuloksenjärjestelyyn on hyvin monia eri keinoja.

AVAINSANAT: Tuloksenjärjestely, toimitusjohtaja, varsinainen tuloksenjärjestely, taselähtöinen tuloksenjärjestely, toimikausi

Sisällys

1	Johdanto	4
1.1	Tutkielman tarkoitus, tavoite ja rajaus	4
1.2	Tutkielman rakenne	6
2	Tuloksenjärjestely	7
2.1	Tuloksenjärjestelyn määritelmä	7
2.2	Tuloksenjärjestelyn kannustimet	9
2.3	Tuloksenjärjestelyn menetelmät	11
2.4	Tuloksenjärjestelyä mittaavat mallit	14
3	Toimitusjohtajan toimikausi ja tuloksenjärjestely	21
3.1	Agenttiteoria	21
3.2	Toimitusjohtajan rooli ja vaikutus yrityksessä	22
3.2	Tuloksenjärjestely toimitusjohtajan toimikauden alussa	25
3.3	Tuloksenjärjestely keskellä toimitusjohtajan toimikautta	30
3.4	Tuloksenjärjestely ennen toimitusjohtajan eläköitymistä	31
3.4	Yhteenveto aikaisemmista tutkimuksista ja hypoteesien muodostaminen	35
4	Johtopäätökset	38
	Lähdeluettelo	40
	Lyhenteet	

IFRS (International financial reporting standards) = Kansainvälinen tilinpäätösstandardi

SOX (Sarbanes-Oxley Act) = 30.7.2002 Yhdysvalloissa säädetty laki

1 Johdanto

Toimitusjohtajiin liittyvä tutkimus on aina ajankohtaista. Toimitusjohtaja on yrityksen tärkein yksittäinen päätöksentekijä ja kantaa siten suuren vastuun yrityksen taloudellisesta raportoinnista. Toimitusjohtajan valinta on siten yksi yrityksen tärkeimmistä päätöksistä. Roolinsa vuoksi, toimitusjohtaja kohtaa painetta monelta suunnalta, sekä sisäisiltä että ulkoisilta sidosryhmiltä.

Maailmassa eletään tällä hetkellä taloudellisesti epävarmoja aikoja. Yritysten kannattavuus on monilla aloilla heikentynyt, muun muassa kohonneen inflaation vuoksi. Yhdysvaltalaisen S&P 500 indeksi on ennätyslukemissa, mutta vain seitsemän yhtiötä tekevät noin neljänneksen indeksin tuotoista. Teknologia- tai energiayhtiöillä esimerkiksi menee hyvin, mutta monet muut toimialat kärsivät heikon kannattavuuden kanssa. Lisäksi monet muut tekijät aiheuttavat epävarmuutta tulevaisuuteen ja kaikista näistä tekijöistä johtuen toimitusjohtajat saattavat kantaa painetta saada yrityksensä suoriutumaan taloudellisesti mahdollisimman hyvin. Tästä seuraa, että toimitusjohtajille saattaa tulla tulla houkutus näyttää mahdollisimman hyvä tulos.

1.1 Tutkielman tarkoitus, tavoite ja rajaus

Tässä tutkielmassa tutkitaan toimitusjohtajan toimikauden ja yrityksen tuloksenjärjestelyn välistä suhdetta. Aiemmissä tutkimuksissa on todettu yrityksissä tapahtuvan tuloksenjärjestelyä, ja että tuloksenjärjestelyn määrään vaikuttavat monet seikat ja yksi näistä seikoista on, missä vaiheessa toimikausi toimitusjohtajalla on. Tutkielman tavoite voidaan määrittää seuraavan tutkimuskysymyksen avulla: miten toimitusjohtajan toimikauden vaihe vaikuttaa yrityksen tuloksenjärjestelyn määrään? Tutkielma rajataan toimitusjohtajan toimikauden ja yrityksen tuloksenjärjestelyn välisen yhteyden tutkimiseen.

Allgoodin ja Farrellin (2003, s. 381) mukaan toimitusjohtajan vaihtuminen voi olla traumaattinen kokemus yritykselle, tehden uuden toimitusjohtajan valinnasta yhden

yrityksen tärkeimmistä päätöksistä. Nguyen ja muiden (2021, s. 988) mukaan toimitusjohtajan toimivallan perusteella on kohtuullista olettaa, että toimitusjohtajat voivat vaikuttaa tilinpäätökseen, joka sisältää tuloslaskelman, taseen sekä rahoituslaskelman. Eri kirjanpitoikäntännöt sallivat ammatillisen harkinnan käytön useissa kirjanpitoerissä, muun muassa estimaateissa, jolloin toimitusjohtajan päätöksenteko näiden erien suhteen nousee relevantiksi. Myös Kalytan mukaan johtaja voi monin eri tavoin käyttää harkintaa kirjanpidossa, esimerkkeinä poistotavan valinta, varaston arvostus ja estimaatit. Johtaja voi myös lisätä tai vähentää tutkimus ja tuotekehitystä, markkinointia ja liiketoiminnan muita kuluja, nämä kaikki päätökset vaikuttavat tulokseen. (Kalyta 2009: 1554.)

Matsumoton (2002, s. 489-493) mukaan johtajat ovat huolissaan negatiivisista tulosjulkistuksista, jotka madaltavat osakkeen hintaa ja vaikuttaen haitallisesti johtajan suoriutumisen arviointiin. Hänen mukaansa myös kasvuyritysten johtajilla on erityisen voimakkaat insentiivit välttää negatiivisia tulosjulkistuksia. Myös yrityksissä, joissa on olemassa riski, että osakkaat haastaisivat yrityksen oikeuteen, on johtajalla suurempi kannustin välttää negatiivisia tulosityllätyksiä.

Degeorgen ja muiden (1999, s. 2) mukaan johtajilla on merkittävä harkintavalta päättäessään tuottoja tietyltä periodilta. Hyväksyttävien kirjanpitoapojen mukaisesti, johtajat voivat muun muassa valita varaston arvostusmenelmät, varauksien teot tai mitä luetaan tutkimus- ja tuotekehitykseen sekä vuokrasopimusten aktivoinnista taseeseen IFRS 16:sta mukaisesti.

Geigerin ja muiden (2006, s. 781-782) mukaan 2000-luvun alussa paljastuneet petokset ja niitä seuranneet konkurssit useilta tunnetuilta yrityksiltä, johti lainsäätäjät ja median tutkimaan tarkemmin yrityksen taloudellista raportointia ja raportoinnin vajavaisuus osoitti ensimmäisenä toimitusjohtajaan. Toimitusjohtajan pitää henkilökohtaisesti vahvistaa sisäiset kontrollit sekä kertoa olennaiset asiat, varmistaa kirjanpidon materiaalien paikkansa pitävyyden sekä tilinpäätösasiakirjan täydellisyyden. Sarbanes-

Oxley Act, joka tuli voimaan vuonna 2002, vaatii olennaisin osin tarkkuutta ja täydellisyyttä tilinpäätösasiakirjalta. (Geiger 2003: 357.)

1.2 Tutkielman rakenne

Tutkielma jakaantuu neljään lukuun. Ensimmäisessä kappaleessa johdannossa on läpikäyty tutkielman tarkoitus, tavoitteet, rajaukset ja rakenne. Toisessa kappaleessa läpikäydään tuloksenjärjestely. Kolmannessa kappaleessa käsitellään toimitusjohtajan toimikauden ja yrityksen tuloksenjärjestelyn suhdetta. Viimeisessä kappaleessa käsitellään tutkielman johtopäätökset.

2 Tuloksenjärjestely

Tuloksenjärjestely on tutkijoiden keskuudessa suosittu tutkimusaihe. Tuloksenjärjestelyä on tutkimusaiheena tutkittu lukuisilla eri tutkimusnäkökulmilla ja mallinnettu empiirisesti eri malleilla. Tässä kappaleessa käydään läpi tuloksenjärjestelyn määritelmiä, tuloksenjärjestelyä aiheuttavia tekijöitä sekä tuloksenjärjestelyn yleisimpiä menetelmiä.

2.1 Tuloksenjärjestelyn määritelmä

Jones (2015, s. 255) määrittelee tuloksenjärjestelyksi päätökset, joiden lopputulemana raportoidut tuotot eroavat nettokassavirrasta tietyssä aikana. Tämä tarkoittaa, että jokainen jaksotus on tuloksenjärjestelyä, eli toisin sanoen tuloksenjärjestely on koostumus päätöksistä allokoita menneitä, nykyisiä ja tulevaisuudessa odotettavia kassavirtoja eri tilikausille, lopputuloksena uudelleen allokoituneet kassavirrat ovat tuloksenjärjestelyn seurauksena tuottoja. Koska tulevaisuuden kassavirrat ovat epävarmoja, tuloksenjärjestely (earnings management) vaatii ennustamista johdolta. Jos johto sisällyttää todellisen kassavirtaodotuksen periodille, on tuloksenjärjestely hyödyllistä. Muussa tapauksessa tuloksenjärjestely on haitallista. Tuotot, jotka muodostuvat tuloksenjärjestelystä, ovat seurausta tuotannollisesta tai investoinnista ennen kuin tuotot ovat realisoituneet tai tehdyistä kirjanpidollisista ratkaisuista, jotka vaikuttavat raportoitaviin tuottoihin ja niiden tulkinnoista, kun todelliset tuotot ovat realisoituneet.

Jonesin (2015, s. 255) mukaan, jos mihinkään transaktioon ei sisältyisi yhtään harkinnanvaraisuutta, tuloksenjärjestely ei olisi mahdollista. Laskentatoimi sisältää kuitenkin estimaatteja: epävarmojen saamisten varaus, poistot, eläkevastuut, eläke-etuudet, laskennallisen verosaamisen harkinnanvarainen muuttaminen (tax valuation allowance), erilaiset varaukset, käyttöomaisuuden alaskirjaukset ja luottotappiovaraukset. Kaikki edellä mainitut estimaatit aiheuttavat jaksotuksia, jotka vaikuttavat tuottoihin ja nämä ovat suurelta osin johdon päätettävissä. Tuloksenjärjestely ei rajoitu jaksotuksiin, vaan kassavirtoja voidaan myös hallita

transaktioiden valinnoilla ja niiden ajoittamisella ja tätä kutsutaan varsinaiseksi tuloksenjärjestelyksi (real earnings management). Kuluja voidaan luokitella eri paikkaan tuloslaskelmalla vaikuttaen tulevaisuuden kassavirtaennusteisiin ja näillä luokitteluilla voidaan vaikuttaa osakkeen tuottolaskelmiin.

Beneishin (2001, s. 2) mukaan akateemikoilla ei ole konsensusta, mitä tuloksenjärjestely on. Beneishin mukaan on kuitenkin vähintään kolme määrittelyä mitä tuloksenjärjestely on:

- 1 Tuloksenjärjestely on prosessi, joka sisältää tarkoituksellisia toimenpiteitä, jotka ovat sallittu vallitsevassa kirjanpito- ja tilinpäätöskäytännössä (muun muassa US GAAP, IFRS tai FAS), tavoitteena saavuttaa haluttu taso raportoitavissa tuotoissa. (Schipper 1989: 92.)
- 2 Tuloksenjärjestely on ulkoisen raportoinnin tarkoituksellista muokkausta, tarkoituksena saavuttaa omaa hyötyä. Jatkona tähän määritelmään on varsinainen tuloksenjärjestely, joka saavutetaan ajoittamalla investointeja tai taloudellisia päätöksiä, tarkoituksena muokata raportoitavia tuottoja tietyltä ajanjaksolta. (Schipper 1989: 92.)
- 3 Tuloksenjärjestelyä ilmenee, kun johto käyttää heidän harkintaansa taloudellisessa raportoinnissa ja järjestelee transaktioita muokataksaan raportoitavia tuottoja, joko johtaakseen harhaan osakkeenomistajia ja muita sidosryhmiä tai vaikuttaakseen sopimukselliseen lopputulemaan, mikä riippuu raportoitavista tunnusluvuista. (Healy & Wahlen 1999: s. 368.)

Xien ja muoden (2003, s. 296) mukaan yleisen kirjanpitotavan (US GAAP) mukaisesti, yritykset käyttävät jaksotuksia kirjanpidossa jakaakseen rahanvirran niille periodeille kuin sillä on vaikutusta, sen sijaan, että yritys kirjaisi tapahtuman vain yhdelle periodille. Jaksotuksien käyttö antaa yrityksen johdolle paljon harkinnanvaraisuutta päätettäessä raportoitavista tuotoista tiettyinä ajanjaksona. Johdolla on myös huomattava päätäntävalta tiettyjen kustannuksien ajoituksista kuten mainoskulut tai tutkimus- ja kehittämiskulut.

Cohenin ja muiden (2008, s. 760) mukaan yritykset käyttävät todennäköisesti sekä varsinaista tuloksenjärjestelyä että taselähtöistä tuloksenjärjestelyä. Zangin (2012, s. 676) mukaan varsinainen tuloksenjärjestely on tarkoituksenmukaista toimintaa muokata raportoitavia tuottoja tiettyyn suuntaan. Tämä saavutetaan muuttamalla toimintojen, investointien tai rahoituksen ajoitusta tai rakennetta ja näillä toimilla ei ole optimaalista seurausta yrityksen toiminnalle.

Toisin kuin varsinaisen tuloksenjärjestelyn, joka muuttaa oikeiden liiketapahtumien ajankohtaa, taselähtöisen tuloksenjärjestelyn kautta tapahtuva tuottojen muokkaaminen saavutetaan muuttamalla kirjanpitolapaa tai estimaattia esittäessä kulloistakin transaktiota tilinpäätöksessä. Esimerkiksi muuttamalla poistoaikaa käyttöomaisuuserästä tai estimaattiin perustuvaa varausta arvionvaraisille erille voidaan arvionvaraisuuteen perustuvia varauksia muuttaa haluttuun suuntaan muuttamatta taustalla olevia liiketapahtumia. (Zang 2012: 676.)

DeGeorge ja muut määrittelevät tuloksenjärjestelyn strategiseksi harkinnaksi, jolla vaikutetaan tuottoihin. Se saavutetaan ajoittamalla raportoitavia tuottoja tai siirtämällä oikeita taloudellisia tapahtumia eri periodien välillä. (DeGeorge 1999: 2.)

2.2 Tuloksenjärjestelyn kannustimet

Hayn (1995, s. 132) mukaan tutkimustulokset osoittavat, että ne yritykset, joiden tuloksen odotetaan jäävän hieman nollan alapuolelle, manipuloivat tuottoja saadakseen tuloksensa plussalle. Cohen ja muiden (2008, s. 785) mukaan kannustimena tuottojen manipulointiin toimivat uhka jäädä analyytikoiden ennustuksista, uhka jäädä edellisen vuoden tuotoista tai uhka tappiolliselle tilikaudelle. Yun (2008, s. 246) mukaan yritykset kärsivät normaalisti merkittävän laskun pörssikurssissaan, mikäli yritykset eivät yllä analyytikoiden ennustuksiin.

Grahamin ja muiden (2005, s. 5) mukaan johtajat uskovat, että tulosenennusteisiin pääsy rakentaa luottamusta markkinoilta ja näin ollen helpottaa ylläpitää tai kasvattaa heidän

johtamansa yrityksen osakkeen arvoa. Johtajat ovat valmiita tekemään pieniä tai keskisuuria taloudellisia uhrauksia päästääkseen ulkopuolisten analyytikoiden ennusteisiin yrityksen tuloksesta, välttääkseen markkinoiden reaktion odotusten pettämisestä. Myös Yun (s. 246, 2008) mukaan analyytikkojen seuranta pidetään vastuullisena tuottamaan johdolle paineita tuottojen manipuloinnissa. Pörssissä listatuilla yrityksillä, laajempi analyytikoiden seuranta tuottaa yrityksen johdolle enemmän paineita suoriutua. Yritykset, joiden tulokset eivät yllä analyytikoiden ennustuksiin, kärsivät tavallisesti merkittävän osakekurssin laskun. Johtajien yksi päätavoitteista onkin ylittää analyytikoiden ennustuksiin.

Cohenin ja muiden (2008, s. 770) mukaan heidän sekä Grahamin tutkimuksien tulokset osoittavat varsinaisen tuloksenjärjestelyn olevan usein kalliimpaa yritykselle kuin taselähtöinen tuloksenjärjestely. Yritykset valitsevat kahden tuloksenjärjestelytavan välillä sen mukaan, joka aiheuttaa vähemmän haittaa yritykselle. (Cohen 2008: 776.)

Cohenin ja muiden (2008, s. 757-761) mukaan osakeoptiot tarjoavat houkutuksen tuloksenjärjestelyyn. Tutkimukset tarjoavat todistusaineistoa, että optioperusteiset kannustimet korreloivat positiivisesti johdon tekemän tuloksenjärjestelyn kanssa. Myös Bergstresserin ja Philipon (2006, s. 512) mukaan isot optiopaketit lisäävät johtajien kannusteita manipuloida raportoituja tuottoja ja he löytävät todisteita korkeiden kannusteiden vaikuttavan toimitusjohtajien tuloksenjärjestelyn määrään. Greusardin (2022, s. 548) mukaan johtajat voivat hyödyntää yrityksen heille tarjoamia bonusohjelmia, käyttämällä taselähtöistä tuloksenjärjestelyä tuottoja vähentävästi, kun bonusten ylä- tai alarajat ovat sitovia ja kun taas bonuksilla ei ole ylärajaa, käyttää taseperäistä tuloksenjärjestelyä tulosta nostavasti.

Bergstresserin ja Philipon (2006, s. 513) mukaan yrityksen toimitusjohtajat näyttävät käyttävän laajaa osakkeiden myyntiä sellaisina vuosina, kun taseperäinen tuloksenjärjestely tekee suuren osan yrityksen raportoiduista tuotoista. Yrityksen taloudellisella suoriutumisella näyttää myös olevan positiivinen korrelaatio johdon

kompensatioon, joka on pitkälti usein optioperusteinen. Johtajat muokkaavat tuottoja ajanjaksoina, jolloin he myyvät omistamiaan yrityksen osakkeita markkinoille. Yrityksissä, joissa ovat isot optioperusteiset kannustimet, esiintyy enemmän taseperäistä tuloksenjärjestelyä. (Bergstresser 2006: 515-516.)

Ameilan ja Eriandanin (2021 s. 145) mukaan tutkimukset osoittavat yrityksen tuloksen olevan yksi useimmiten käytetyistä indikaattoreista osoittamaan bonuksen määrän, huolimatta yrityksen tuloksen lyhyestä periodista. Murphyn (1986, s. 60) mukaan johtajan tehokas toiminta vaikuttaa hänen nykyisiin ja tulevaisuuden ansioihin positiivisesti nostamalla niitä ylöspäin. Sama pätee myös toiseen suuntaan, mikä tarjoaa insentiivin tuloksenjärjestelyyn. Myös Gibbonsin ja Murphyn (1992, s. 480) mukaan kilpailluilla työmarkkinoilla, toimitusjohtajat saavat täyden hyödyn, jos markkinoiden käsitys toimitusjohtajan kyvyistä nousee ja toisaalta kärsivät kovan hinnan, jos markkinoiden käsitys toimitusjohtajan kyvyistä laskee. Tämä toimii kannustimena tuloksenjärjestelylle.

2.3 Tuloksenjärjestelyn menetelmät

Cohenin ja muiden (2008, s. 765) määrittelevät varsinaiseksi tuloksenjärjestelyksi epänormaalit tasot liiketoiminnan rahavirroissa, harkinnanvaraiset kulut ja tuotantokustannukset. Tarkemmin he määrittelevät kolme manipuloinnin tapaa ja niiden vaikutukset alla mainittuihin muuttujiin:

1. Nopeuttaa myyntien ajoitusta alennuksien tai joustavampien maksuehtojen avulla. Nämä alennukset ja joustavammat maksuajat nostavat väliaikaisesti myynnin volyymeja, mutta volyyymi todennäköisesti laskee, kun yritys palaa vanhoihin myyntihintoihin ja -ehtoihin. Lisämyynnit nostavat kuluvan tilikauden tuottoja olettaen, että yrityksen myynnin katteet ovat positiiviset. Kuitenkin sekä hinnanalennukset että pidemmät maksuajat aiheuttavat pienemmän kassavirran kuluvalla tilikaudella.
2. Raportoida korkeampaa katetta nostamalla tuotannon määrää. Johtajat voivat päättää nostaa tuotantoa isommaksi kuin kysyntä on todellisuudessa. Tämä

johtaa näennäiseen tuottojen nousuun. Kun johdon päättämänä tuotetaan enemmän yksiköitä, kiinteitä kuluja voidaan jakaa laajemmalle joukolle yksiköitä ja näin alentaa kiinteitä kustannuksia yhden yksikön kohdalla. Niin kauan kuin kiinteiden kustannusten jakaminen useammalle yksikölle ei kumoudu rajakustannuksen nousulla, kiinteä kustannus per yksikkö laskee. Tämä laskee hankinnan ja valmistuksen kuluja varaston muutoksen johdosta ja yritys voi raportoida korkeampia katteita. Tästä aiheutuu yritykselle kuitenkin muita tuotanto- ja ylläpitokustannuksia, mitkä johtavat korkeampiin vuosittaisiin tuotantokustannuksiin ja alentavat liitetoiminnan kassavirtaa kyseisellä myyntimäärällä.

3. Alentamalla harkinnanvaraisia kuluja, kuten mainoskuluja, tutkimus- ja tuotekehityskuluja sekä myynti-, hallinto- ja yleiskuluja. Alentamalla näitä kuluja, johtajat voivat lisätä kuluvan tilikauden tuottoja. Tämä voi johtaa kuluvalle tilikaudella korkeampaan kassavirtaan, riskinä kuitenkin on matalammat tulevaisuuden kassavirrat.

Zangin (2012, s. 676-678) mukaan tutkimalla vain tiettyä tuloksenjärjestelyn tapaa tiettyinä aikoina, ei voida selittää kokonaisuudessaan tuottojen manipuloinnin kokonaisvaikutusta. Esimerkiksi, jos johtajat käyttävät varsinaista tuloksenjärjestelyä ja taselähtöistä tuloksenjärjestelyä toisiaan korvaavina, silloin toisen tuottojen manipuloinnin muodon tutkiminen ei johda selviin johtopäätöksiin. Molemmat tuloksenjärjestelytavat maksavat yrityksille. Yritykset valitsevat varsinaisen tuloksenjärjestelytavan ja taselähtöisen tuloksenjärjestelytavan välillä sen mukaan, kumpi aiheuttaa vähemmän haittaa yrityksille. Yritykset suosivat eri tuottojen manipulointistrategioita riippuen yrityksen toimintaympäristöstä ja kirjanpitoimenetelmistä. Varsinaisen tuloksenjärjestelyn täytyy tapahtua tilikauden aikana, kun taas taselähtöinen tuloksenjärjestely voi tapahtua tilikauden jälkeen.

Grahamin ja muiden (2005, s. 4) mukaan yritysjohtajat tekevät mieluummin toiminnallisia ratkaisuja tuloksenjärjestelyssä, joilla voi olla negatiivisia pitkän aikavälin seuraamuksia kuin toimia kirjanpitoavan (US GAAP) mukaisesti. Heidän tekemään

tutkimukseen osallistuneista johtajista, jopa 78 prosenttia myönsi uhranneensa pitkän aikavälin tuottoja parantaakseen lyhyen aikavälin raportoitavia tuottoja. Zangin (2012, s. 676) mukaan johtajat leikkaavat tutkimus- ja tuotekehitysmenoista, mainostamisesta sekä ylläpitokuluista parantaakseen tuottoja. Zang tekemän kyselyn perusteella 55 prosenttia johtajista myönsi lykkäävänsä uutta projektia nostaakseen tuottoja. Edellä mainitut esimerkit ovat esimerkkejä varsinaisesta tuloksenjärjestelystä.

Ballin ja Shivakumarin (2006, s. 207-208) mukaan suoriteperusteinen kirjanpito on tapa, jolla parannetaan taloudellista raportointia ja sen myötä taloudellisen tiedon julkistamista. Suoriteperusteiseen kirjanpitoon kuuluvat muutokset liiketoiminnan rahavirrassa. Muutokset liiketoiminnan rahavirrassa johtuvat operatiivisten toimintojen muutoksista tai johdon tuloksenjärjestelystä, jotka aiheuttavat muutoksia käyttöpääoman osissa kuten esimerkiksi varastossa, myyntisaamisissa tai ostoveloissa ajan mittaan. Muutokset käyttöpääoman osissa aiheuttavat muutoksia liiketoiminnan kassavirrassa sekä muuttavat taloudellisen periodin tuottoja ja nämä muutokset ovat vaikeampi huomata tarkasteltaessa tarkasteltavan kauden suoriutumista. Suoriteperusteiseen kirjanpitoon kuuluvat myös poistot ja arvonalentumiset. Poistot ja arvonalentumiset vaikuttavat vapaan kassavirran laskentaan ja näihin taas vaikuttavat johdon toiminta, koska johto määrittää investointien ajankohdat.

Ballin ja Shivakumarin (2006, s. 208) mukaan taselähtöinen tuloksenjärjestely jaotellaan usein harkinnanvaraisiin ja ei-harkinnanvaraisiin jaksotuksiin, joiden tavoitteena erottaa tuotot, jotka olisi raportoitu ilman johdon toimesta tapahtuvaa tuloksenjärjestelyä, jotka johtuvat johdon itsekkäistä syistä. Yksi tunnetuimmista taselähtöisen tuloksenjärjestelyn malleista on Jonesin malli. Jones-malli määrittelee ei-harkinnanvaraiset jaksotukset lineaarisiksi muutokseksi liikevaihdossa ja kokonaisinvestoinneissa (durable assets). Implisiittiset oletukset ovat: ei-harkinnanvaraiset marginaaliset käyttöpääoman vaatimukset ovat suhteellisia marginaalituottoihin ja ei-harkinnanvaraiset poistot ovat suhteellisia kokonaisinvestointeihin. Esimerkiksi tasapoisto, joka on vakio suhteessa käyttöomaisuuserän käyttöikään eikä sisällä käyttöomaisuuserän ennalta

suunnittelemattomia arvonalentumiskirjauksia). Samankaltaisia oletuksia sisältyy muihinkin taseperäisiin tuloksenjärjestelyn malleihin. Näitä ovat muun muassa Dechowin, Kotharin ja Wattsin malli (1998) ja Dechowin ja Dichewin malli (2002).

2.4 Tuloksenjärjestelyä mittaavat mallit

Tuloksenjärjestelyn mittaamiseen on kehitetty useita malleja. Mallit tutkivat tuloksenjärjestelyä joko varsinaisen tuloksenjärjestelyn tai taselähtöisen tuloksenjärjestelyn kautta. Taselähtöisen tuloksenjärjestelyn kautta tuloksenjärjestelyä tutkivia malleja yhdistää muuttujissa jaottelu harkinnanvaraisiin ja ei-harkinnanvaraisiin tekijöihin. Näissä malleissa erottavina tekijöinä ovat, mitkä erät lasketaan harkinnanvaraisiksi ja mitkä eivät. Tunnetuimpia taselähtöisen tuloksenjärjestelyn malleja ovat Jones-malli (1991) ja muunneltu Jones-Malli (1995) kehittäjänä Jones, DD-malli (2001) kehittäjinä Dechow ja Dichev sekä Defondin ja Parkin kehittämä malli (2001).

Cohenin ja muiden (2008, s. 766) mukaan yritykset, jotka manipuloivat tuottoja, niillä toteutuu seuraavia asioita: epätavallisen alhainen liiketoiminnan rahoitusvirta, epätavallisen alhaiset harkinnanvaraiset liiketoiminnan muut kulut tai epätavallisen korkeat tuotantokustannukset.

Jonesin 1991 kehittämä malli testasi, ryhtyivätkö yritykset tuloksenjärjestelyyn aikana, kun yritysten tuonnin rajoittavia tekijöitä (muun muassa tullimaksujen kohottaminen tai kiintiöiden laskeminen) tutkittiin Yhdysvalloissa kansainvälisen kaupan komission (ITC) toimesta. Kansainvälisen kaupan komission tekemä tuontirajoitusten määrittely perustuu useisiin tekijöihin, jotka on määritelty liittovaltion kauppasäädöksissä, mukaan lukien teollisuuden kannattavuus. Kannattavuuden tunnuslukujen käyttö määriteltäessä toimialoja, joille myönnettäisiin tuontihelpotuksia, aiheuttaa insentiivejä johdolle tehdä tuloksenjärjestelyä parantaakseen todennäköisyyksiä tulla valituksi alojen joukkoon, joille tuontihelpotuksia myönnetään. Mallissa harkinnanvaraisia jaksotuksia käytetään mittarina tuloksenjärjestelystä kokonaisuudessaan sen sijaan että käytettäisiin vain yhtä erää. (Jones 1991: 193-194.)

Tutkimusajankohta ajoittui 1980-luvulle seuraavilla toimialoilla: autoteollisuus, kupariteollisuus, terästeollisuus ja kenkäteollisuus. Kokonaisuudessaan näillä toimialoissa oli 49 yritystä, joista 23 yritystä valikoitui varsinaiseen otokseen. Yhteensä 26 yritystä jätettiin otoksen ulkopuolelle muun muassa ulkomaisen omistuksen takia. (Jones 1991: 205-206.)

Jones (1991: 211) muodosti mallinsa seuraavasti:

$$(1) \text{TAit} / \text{Taseit-1} = \alpha_i [1 / \text{Taseit-1}] + \beta_{1i} [\Delta \text{REVit} / \text{Taseit-1}] + \beta_{2i} [\text{PPEit} / \text{Taseit-1}] + \epsilon_{it}$$

Jossa: TAit = kertyneet jaksotukset yrityksessä i vuonna t

ΔREVit = liikevaihdon muutos yrityksessä i vuonna t verrattuna vuoteen $t-1$

PPEit = aineellinen käyttöomaisuus yrityksessä i vuonna t

Taseit-1 = kokonaisvarallisuus yrityksessä i vuonna $t-1$

ϵ_{it} = jäännöstermi (error term) yrityksessä i vuonna t

$i = 1, \dots, N$ yrityksen indeksi

$t = 1, \dots, T_i$ vuosi-indeksi estimointien ajanjaksolle yrityksessä i

$\alpha_{1i}, \alpha_{2i}, \alpha_{3i}$ = yrityskohtaiset parametrit

Kertyneet jaksotukset sisältävät muutoksen käyttöpääomassa. Liikevaihtoa on käytetty kontrolloimaan talouden muutosta, koska yrityksen johto ei pysty muuntelemaan liikevaihtoa. Aineellinen käyttöomaisuus sisältyy malliin kokonaispoistojen muodossa. Tässä mallissa jokaista muuttujaa verrataan edellisen vuoden taseeseen, jotta heteroskedastisuus on mahdollisimman pieni. (Jones 1991: 212.)

Tutkimuksen empiiriset tulokset näyttäisivät, että johto teki yrityksen tulosta pienentäviä jaksotuksia tullien pienentämisestä koskevan tutkinnan aikana. Tulosta pienentävät harkinnanvaraiset jaksotukset olivat suuremmat kuin odotusarvoinen määrä. (Jones 1991: 223.)

Dechow ja muut (1995, s. 199) modifioivat Jonesin mallia muuttamalla liikevaihdon harkinnanvaraiseksi eräksi. Tässä mallissa ei-harkinnanvaraiset jaksotukset estimoidaan tarkastelun ajanjaksona ja liikevaihdon muutos korvataan myyntisaamisten muutoksella:

$$(2) \text{NDAt} = \alpha_1(1/\text{At-1}) + \alpha_2(\Delta\text{REVt} - \Delta\text{REct}) + \alpha_3(\text{PPEt})$$

Jossa: ΔREct = myyntisaamisten muutos yrityksessä i vuonna t vuoteen t-1 verrattuna

ΔREVt = liikevaihdon muutos yrityksessä i vuonna t vuoteen t-1 verrattuna

PPEt = käyttöomaisuuden muutos yrityksessä i vuonna t vuoteen t-1 verrattuna

At-1 = vastaavaa vuonna t-1

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = yrityskohtaiset parametrit

Tässä mallissa estimaatit ja ei-harkinnanvaraiset jaksotukset ovat samoja kuin alkuperäisessä Jonesin mallissa. Ainoa muutos mallissa verrattuna Jonesin malliin on liikevaihdon muutoksen korvaaminen myyntisaamisten muutoksella. Malli olettaa kaikkien luotolla tapahtuvien myyntien tarkasteluajanjaksona olevan tuloksenjärjestelyä. Oletus perustuu ajatukselle, että on helpompaa tehdä tuloksenjärjestelyä myynneille, jotka ovat tehty luotolla kuin käteismyynneille. Mikäli tuloksenjärjestelyä on tapahtunut liikevaihdon muuttamisella, tämän mallin arvioima tuloksenjärjestely ei ole tutkimuksen otoksessa silloin nolla. (Dechow 1995: 199.)

Dechow ja muut (1995, s. 200) valitsivat tutkimuksen otokseen vuosien 1950-1991 väliltä:

1. sattumanvaraisesti 1000 tilikautta
2. 1000 tilikautta yrityksistä, joiden taloudellinen suoriutuminen oli hyvin poikkeuksellista
3. 1000 tilikautta, joiden tiedettiin olleen manipuloinnin kohteena
4. 32 yritystä, jotka olivat Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomitean tutkinnan kohteena yhteensä 56 tilikauden ajalta

Dechow ja muiden (1995, s. 223) tutkimustulos osoittaa modifioidun Jonesin mallin olevan tehokkain osoittamaan taselähtöisen tuloksenjärjestelyn. Kuitenkin kaikilla

malleilla on omat heikkoutensa. Kun tilikaudet osuivat poikkeuksellisille tilikausille, kaikki mallit näyttivät määrittelemättömiä tuloksia.

Defondin ja Parkin kehittämä DD-malli keskittyy jaksotuksien laatuun. Jos jaksotukset ovat harkinnanvaraisia ja jos oletamus on väärässä, tämä täytyy korjata ja se vaikuttaa myös tuottoihin. Esimerkiksi, jos asiakkaalta saatu suoritus on pienempi kuin myyntisaamisten määrä, korjaus vaikuttaa yrityksen tuottoihin. Jaksotuksiin liittyvät virheelliset arvioinnit ja niistä johtuvat korjaukset heikentävät jaksotuksien hyödyllistä roolia kirjanpidossa. Näin ollen jaksotuksien laatu ja tuotot heikkenevät huonosti arvioitujen jaksotuksien vuoksi. Käyttöpääoman liittyvät jaksotukset korreloivat hyvin liiketoiminnan kassavirran realisoitumisessa, kun tehdyt jaksotukset ovat laadullisesti hyviä ja päinvastoin huonosti, kun tehdyt jaksotukset ovat laadullisesti puutteellisia. (Dechow & Dichev 2002: 36.)

Dechowin ja Dichevin (2002, s. 41) tutkimusaineisto ajoittui vuosille 1987-1999. Aineistostoon tuli 30 317 tilikautta, josta otokseen päätyi rajoitusten jälkeen 1725 ja 15 234 tilikautta.

Dechowin ja Dichevin (2002, s. 40) käyttöpääomaan liittyvien jaksotuksien mallissa:

$$(3) \Delta WC_t = \beta_0 + \beta_1 * CFO_{t-1} + \beta_2 * CFO_t + \beta_3 * CFO_{t+1} + \epsilon_t$$

Jossa: ΔWC_t = käyttöpääomaan liittyvien jaksotuksien muutokset vuonna t

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ = yrityskohtaiset parametrit

CFO_{t-1} = kassavirta vuonna t-1

CFO_t = kassavirta vuonna t

CFO_{t+1} = kassavirta vuonna t+1

Dechowin ja Dichevin (2002, s. 53-54) tutkimustulokset osoittavat korkealaatuisten jaksotuksien parantavan tuloksen jatkuvuutta ja tehden niistä luotettavan indikaattorin tulevaisuuden suoriutumisesta. Päinvastoin, heikkolaatuiset jaksotukset, jotka sisältävät merkittäviä arviointivirheitä, heikentävät tuloksen jatkuvuutta ja informatiivisuutta.

Defond ja Park (2001, s. 376) tutkivat jaksotuksien roolia arvopaperien hinnoittelussa, tutkimalla, odottavatko markkinat epänormaalien jaksotuksien käänteisiä vaikutuksia. Malli olettaa epänormaaleilla käyttöpääoman jaksotuksilla olevan hyvin vähän tai ei lainkaan vaikutuksia tuottoihin ja näin markkinoiden tulisi hinnoitella nämä eri lailla. Näillä oletuksilla Defond ja Park muodostivat mallin:

$$(4) AWCA_t = WC_t - [(WC_{t-4}/St_{-4}) * St_t]$$

Jossa: t = vuosikvartaali

$AWCA_t$ = käyttöomaisuuden poikkeavat jaksotukset nykyisellä vuosineljänneksellä t

WC_t = käyttöpääoma - kassa vuosineljänneksellä t

WC_{t-4} = käyttöpääoma - kassa viime vuoden samalla vuosineljänneksellä

St_t = myynnit nykyisellä vuosineljänneksellä t

St_{-4} = myynnit viime vuoden samalla vuosineljänneksellä

Defond ja Park (2001, s. 381) muodostivat aineistonsa vuosista 1992-1995. Otokseen tuli 14 839 kvartaalia. Tutkimuksen lopputulos osoitti epänormaalien jaksotuksien kääntyvän päinvastaiseksi seuraavalla periodilla. Tämä käänteisyys viittaa siihen, että johtajat voivat käyttää jaksotuksia väliaikaisesti lisäämään tai vähentämään yrityksen tuottoja, mutta vaikutukset kumoutuvat ajan kuluessa.

Tässä tutkielmassa on käytetty Kuang, Qin ja Wielhouwer muodostamaa mallia:

$$EM = \beta_0 + \beta_1 OUT + \beta_2 LNAGE + \beta_3 LNMV + \beta_4 MTB + \beta_5 LEVERAGE + \beta_6 LNOG + \beta_7 CFFO + \beta_8 ROA + \beta_9 EQUITY + \sum \beta_j INDUSTRY_j + \sum \beta_k YEAR_k + \epsilon$$

Jossa: OUT = onko toimitusjohtaja palkattu firman ulkopuolelta vai, tämä muuttuja on jätetty tutkielmasta pois

LNAGE = toimitusjohtajan ikä

LNMV = yrityksen arvo, joka on omistajien käytettävissä

MTB = yrityksen markkina-arvo jaettuna yrityksen kirjanpitoarvolla

LEVERAGE = velkojen suhde varoihin

LN_{OG} = myyntisaamisten ja varaston kiertonopeus: $360 * (\text{myyntisaamiset vuonna } t + \text{myyntisaamiset vuonna } t-1) / (2 * \text{myynti}) + 360 * (\text{varastonmuutos vuonna } t \text{ verrattuna } t-1) / (2 * \text{myytyjen tavaroiden hankintameno} + 2 * \text{varastonmuutos vuonna } t \text{ verrattuna } t-1)$

CF_{FO} = liiketoiminnan rahavirta

ROA = koko pääoman tuottoaste

EQUITY = toimitusjohtajan kokonaispalkitseminen vuonna t (sisältäen palkan, osakeoptiot, bonukset & lisäeläkevakuutukset)

INDUSTRY = industry dummies Fama-French mallinnuksen mukaisesti

YEAR = aikasidonnaiset vaikutukset, jotka eivät ole mallissa (year dummies)

Mallin muuttuja EM, edustaa harkinnanvaraisia jaksotuksia, joita mitattu kahdella tavalla. Ensinnäkin on käytetty Jonesin modifioitua mallia (DACC) harkinnanvaraisten jaksotuksien määrään:

$$DACC = \beta_0 + \beta_1 LN_{MV} + \beta_2 MTB + \beta_3 LEVERAGE + \beta_4 LN_{OG} + \beta_5 CF_{FO} + \beta_6 ROA + \sum \beta_j INDUSTRY_j + \sum \beta_k YEAR_k$$

Toiseksi estimaattorin odotusarvon ja arvioitavan parametrin todellisen arvon väliseen eroon liittyvään huoleen, Kuang, Qin ja Wielhouwer käyttivät vaihtoehtoista mallia mittaamaan harkinnanvaraisia jaksotuksia, jossa DACC on yhdistetty toimitusjohtajan muuttujiin (yrityksen ulkopuolelta tullut uusi toimitusjohtaja OUT = 1, yrityksen sisältä ylennetty uusi toimitusjohtaja OUT = 0). Otoksien yhdistämiseen käytettiin toimialan kaksinumeroista tunnistetta SIC. (Kuang 2014: 609-610.)

Kuangin, Qinin ja Wielhouwerin tutkimuksessa käytettiin kvantitatiivista tutkimusmenetelmää, jossa toimitusjohtajan toimikaudet haettiin ExecuComp-tietokannasta, jossa toimitusjohtajan toimikauden ensimmäinen vuosi yrityksen palveluksessa alkoi vuosien 1992 ja 2008 välillä. Toimitusjohtajan toimikausi tunnistettiin yrityksen tilinpäätöksistä sekä LexisNexis-tietokannasta. (Kuang 2014: 610.)

Tutkimuksen empiirinen tulos näyttäisi yrityksen ulkopuolelta palkattavien toimitusjohtajien harjoittavan enemmän tuloksenjärjestelyä kuin yrityksen sisältä palkatut toimitusjohtajat toimitusjohtajien toimikausien ensimmäisinä vuosina. Myöhemminä vuosina nämä erot toimitusjohtajien välillä tasoittuvat. (Kuang 2014: 622.)

3 Toimitusjohtajan toimikausi ja tuloksenjärjestely

Tässä luvussa läpikäydään toimitusjohtajan toimikauden ja tuloksenjärjestelyn välistä suhdetta sekä tarkastellaan agenttiteoriaa. Tässä luvussa läpikäydyissä tutkimuksissa tarkastellaan, millaista tuloksenjärjestelyä yrityksissä on sekä miten tuloksenjärjestely liittyy siihen, kauanko toimitusjohtaja on toiminut nykyisessä toimenkuvassaan. Aikaisemmissa tutkimuksissa on todettu olevan merkitystä, kauanko toimitusjohtaja on ollut yrityksen palveluksessa verrattuna tuloksenjärjestelyyn.

3.1 Agenttiteoria

Riskin jakaminen on yksi ongelma, mikä muodostuu, kun yhteistyössä olevilla eri osapuolilla on eri riskin sietokyky. Tämä muodostuu, kun eri osapuolilla on eri tavoitteet. Osapuolet ovat päämies, joka delegoi työt agentille ja agentti, joka suorittaa nämä työt. Ongelmia muodostuu, kun agentilla ja päämiehellä on eri tavoitteet ja toisena ongelmana on, että päämiehellä on vaikeaa tai kallista varmistaa, mitä agentti tekee. Riskin suhteen osapuolet saattavat suosia eri toimintatapoja, koska heillä saattaa olla eri tavoitteet. (Eisenhardt 1989: 58.)

Jensenin ja Mecklingin (1976, s. 308-309) mukaan on kohtuullista olettaa, että agentti ei aina toimi päämiehen parhaan edun mukaan, jos molemmat osapuolet pyrkivät maksimoimaan omat etunsa. Päämies voi rajoittaa agentin toimimista hänen etujaan vastaan, tarjoamalla agentille insentiivejä, joiden avulla agentin on kannattavaa toimia päämiehen etujen mukaisesti. Tästä yleensä syntyy päämiehelle kustannuksia. Yleisesti on mahdotonta, että agentti toimisi päämiehelle optimaalisella tavalla, ilman että tästä koituisi päämiehelle tai agentille kustannuksia. Agenttikustannukset ovat summa:

1. päämiehen monitorointikustannukset, jotka aiheutuvat esimerkiksi kun päämies yrittää valvoa agenttia
2. agentin kantamat kustannukset, joiden tarkoituksena on rakentaa luottamusta päämieheen

3. jäännöstappiot, jotka aiheutuvat päämiehelle, kun agentti toimii päämiehen etujen vastaisesti. Tätä ongelmaa on pyritty lieventämään agentin suoriteperusteisella palkitsemisella. Tämä ongelma ilmenee tapauksissa, jossa yrityksen omistus on erotettu johdosta.

Jensenin ja Mecklingin (1976, s. 309) mukaan on hyvin yleinen, että agentilla ei ole agendana päämiehen omaisuuden maksimoiminen. Ongelma ilmenee paitsi julkisesti noteeratuissa yhtiöissä, keskinäisissä yhtiöissä, yliopistoissa, julkishallinnon organisaatioissa ja järjestöissä. Milbournin (2003, s. 344) mukaan agenttiteoria ennustaa, että toimitusjohtajat ovat motivoituneita toimimaan osakkeenomistajien parhaan edun mukaan ainoastaan, jos heille tarjotaan heidän sopimuksessaan kannustimia, jotka perustuvat yrityksen tulokseen.

Faman (1980, s. 288-292) mukaan yritykset kohtaavat muiden yritysten toimesta kilpailua, joka pakottaa yritykset seuraamaan yksittäisten työntekijöiden suoriutumista yrityksessä ja tämä kohdistuu erityisesti johtajiin. Sellaisilla johtajilla on kannustinongelma, jotka eivät ole samalla myös yrityksen osakkeenomistajia. Hyvät johtajat ovat haluttuja työmarkkinoilla ja jos yrityksen palkitsemisjärjestelmä ei ole kunnossa, yritys menettää hyviä johtajia ja parhaat johtajat lähtevät yleensä ensimmäisinä.

Päämies agenttisuhteesta muodostuu kustannuksia. Jensen (2005, s. 6) määrittelee agenttikustannuksen muodostuvan, kun päämies palkkaa agentin toimimaan hänen puolestaan. Agenttikustannuksiksi määritellään henkilön sopimuksesta, monitoroinnista ja sitouttamisesta aiheutuvat kustannukset.

3.2 Toimitusjohtajan rooli ja vaikutus yrityksessä

Bertrandin ja Schoarin (2003, s. 1169-1172) mukaan johtajien toimet vaikuttavat laajasti yrityksen päätöksiin muun muassa investoinneissa, taloudellisissa päätöksissä sekä organisaation käytännöissä. Johtajat, jotka suoriutuvat hyvin, saavat korkeampaa

kompensaatiota. Kuinka paljon johtajalla on merkitystä yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen?

Bertrandin ja Schoarin (2003, s. 1170-1172) mukaan toimitusjohtajat ovat avainasemassa yrityksen toimintoja määritettäessä. Erityisen tärkeä rooli johtajilla on hankintoja tehtäessä tai omaisuuden myynneissä, osingonjakopolitiikassa sekä kustannusten leikkaamisessa. Myös Glick (2011, s. 171-172) pitää toimitusjohtajan roolia yhtenä tärkeimpänä ja vaikutusvaltaisimpana tekijänä organisaatiossa. Toimitusjohtaja vaikuttaa yrityksen menestykseen, yrityksen kaikkiin työntekijöihin sekä koko markkinaan, jossa yritys toimii.

Bertrandin ja Schoarin (2003, s. 1170-1172) mukaan johtajilla on myös omat toimintatapansa kun he päättävät investoinneista ja muista taloudellisista asioista sekä yrityksen strategisista päätöksistä, jättäen näin oman jälkensä yritykseen. Johtajilla on myös omat toimintatapansa yrityksen kasvuhakuun liittyvissä päätöksissä ja kuinka aggressiivista yrityksen taloudellinen raportointi on. Aggressiivisuudella tarkoitetaan valintoja liittyen yrityksen tuloksen ja taloudellisen aseman esittämiseen. Glick (2011, s. 175) mukaan toimitusjohtajat voivat myös valuttaa ajatuksiaan ja arvojaan yritykseen. Upper echelon -teorian mukaan organisaatiot ovat peilikuva johtajistaan. Glick (2011, s. 179-185) mukaan toimitusjohtajalla on kuusi roolia yrityksessä: tiedollinen rooli, vuorovaikutteinen rooli, päätöksentekoon liittyvä rooli, operatiivinen rooli, strateginen rooli sekä diplomaattinen rooli. Tiedolliseen rooliin sisältyy yrityksen monitorointi, yhtiön edustajana toimiminen, johtajana eli käskyjen antajana toimiminen sekä informaation siirtäminen yrityksen käyttöön. Vuorovaikutteinen rooli sisältää toimitusjohtajan toimimisen yrityksen johtajana (leader) sekä motivoijana. Yksi toimitusjohtajan tärkeimmistä vaatimuksista on johtajuuden (leadership) osoittaminen. Päätöksentekoon liittyvä rooli sisältää vaatimuksen käsitellä moninaista tietoa, harkita eri vaihtoehtoja ja käsillä olevista vaihtoehtoista valita yritykselle paras vaihtoehto. Tähän rooliin sisältyy myös esimerkiksi häiriöiden ja konfliktien hallinta. Operatiiviseen rooliin sisältyy yrityksen päivittäisen toiminnan varmistaminen ja että vaadittavat

tehtävät tulevat suoritetuiksi ajallaan. Strategiseen rooliin kuuluu yhtiön lyhyen ja pitkän aikavälien suunnitelmien laatiminen ja näiden toteutumisen varmistaminen. Toimitusjohtajan rooliin kuuluu myös diplomatia ja tämä muodostaa toimitusjohtajan kuudennen roolin.

Bertrandin ja Schoarin (2003, s. 1172-1173) mukaan johtajat, jotka keskittyvät enemmän ulkoisiin hankintoihin, panostavat vähemmän yrityksen omaan tuotekehitykseen. Kun taas johtajat, jotka investoivat herkemmin, kiinnittävät vähemmän huomiota kassavirtaan. Vaikka yritykset toimivat samanlaisessa taloudellisessa ympäristössä, yritysten toiminta eroaa toisistaan johtajien päätösten seurauksena. Myös toimitusjohtajien ikä vaikuttaa heidän päätöksentekoonsa. Vanhempien toimitusjohtajien on todettu olevan vähemmän aggressiivisia kuin nuorempien toimitusjohtajien. Maisterintutkinnon omaavien toimitusjohtajien on todettu toteuttavan aggressiivisempia strategioita kuin alemman tutkinnon omaavat toimitusjohtajat Yhdysvalloissa.

Glick (2011, s. 172) mukaan globalisaation myötä myös toimitusjohtajan rooli on muuttunut globaaliksi johtajiksi. Glick (2011, s. 176-179) mukaan toimitusjohtajan rooli on myös jatkuvasti muuttuva, koska toimintaympäristö myös muuttuu jatkuvasti. Toimitusjohtajan työajasta merkittävä osa kuluu muiden kanssa kommunikoidessa. Yhtiön edustajana, toimitusjohtaja kommunikoi informaatiota myös yrityksen sidosryhmille.

Glick (2011, s. 189-190) kysyi tutkimuksessaan: Mikä on toimitusjohtajan rooli Yhdysvalloissa. Vastaajista 99% oli yhtä mieltä, että toimitusjohtajana rooli on toimia johtajana (leader) ja tätä roolia kuvailtiin ”Minä johdan ja motivoin alamaistani”. Myös toimitusjohtaja strateginen rooli sekä toimeenpanijan rooli nähtiin hyvin olennaisena toimitusjohtajalle. Glick (2011, s. 192-193) Toimitusjohtajan käyttämä aika yrityksen strategiaan näyttää tutkimuksen mukaan lisääntyneen. Tutkimuksen mukaan toimitusjohtajien työajasta 17,5 prosenttia kului vuorovaikutteiseen rooliin, johon muun

muassa motivaattorina ja johtajana (leader) toimiminen. 18,1 prosenttia toimitusjohtajien ajasta kului päätöksentekoon liittyvään rooliin ja 18,0 prosenttia operatiiviseen rooliin. Tiedolliseen rooliin taas kului tutkimuksen mukaan 14,6 prosenttia toimitusjohtajien työajasta.

3.3 Tuloksenjärjestely toimitusjohtajan toimikauden alussa

Faman (1980, s. 293) mukaan työmarkkinat käyttävät yrityksen taloudellista suoriutumista apunaan arvioidessaan johtajien suoriutumista. Bergstresserin ja Philipon (2006, s. 513) mukaan tulojen aggressiivista suunnittelua harjoittavat toimitusjohtajat näyttävät käyttävän hyvin aggressiivisesti harkinnan alaisena olevia komponentteja tuloista vaikuttaakseen yrityksen raportoitaviin tuottoihin. Hu ja muiden (2015 s. 43) mukaan tutkimustulokset näyttävät käänteisen U-teorian toimitusjohtajan toimikauden ja tuloksenjärjestelyn välillä eli tuloksenjärjestely suurenee ensimmäisten vuosien aikana vuosi vuodelta kunnes tuloksenjärjestely lähtee vähenemään. Myös Alin ja Zhangin (2015, s. 60-61) mukaan tuottojen liioittelu on suurempaa toimitusjohtajan toimikauden ensimmäisinä vuosina kuin myöhempinä vuosina. Tutkimustulosten mukaan uusi toimitusjohtaja yrittää vaikuttaa positiivisesti markkinoiden mielipiteeseen toimitusjohtajan kyvyistä, kun markkinat ovat vielä epävarmoja toimitusjohtajan kyvyistä. Näin ollen ensimmäisten vuosien aikana raportoiduilla tuotoilla olisi suurempi merkitys markkinoiden arvioidessa toimitusjohtajan kyvykkyyksiä. Näin toimitusjohtajalla on suurempi houkutus liioitella yrityksen tuottoja ensimmäisinä vuosinaan kuin myöhempinä vuosina, jotta toimitusjohtaja saa vakuutettua markkinat omista kyvyistään. Markkinoiden näkemys toimitusjohtajan kyvykkyyksistä on tärkeää, koska se voidaan liittää moniin pitkän aikavälin etuihin toimitusjohtajalle, kuten korkeampi palkkataso tulevaisuudessa, uudelleen nimitykset tai autonomia.

Allgoodin ja Farrellin (2000, s. 379-380) mukaan toimitusjohtaja saa potkut ensimmäisen kolmen vuoden aikana todennäköisemmin kuin vuosien 4-10 välillä. Kaikkein epätodennäköisintä toimitusjohtajan on saada potkut 10 vuoden jälkeen.

Allgoodin ja Farrellin (2000, s. 374) mukaan organisaatiossa uuden toimitusjohtajan kyvyistä on epävarmuutta ja merkittävä osa toimitusjohtajan vaihtumisista tapahtuu ensimmäisten muutaman vuoden aikana toimitusjohtajan toimikaudesta. (Allgood 2000: 381.)

Friedmanin ja Saulin (1991, s. 620-623) mukaan organisaatiossa tunnistetaan toimitusjohtajan seuraajan merkitys. Toimitusjohtaja vaikuttaa merkittävästi organisaatioon. Uusi toimitusjohtaja aiheuttaa organisaatiossa monenlaisia tuntemuksia ja epäilyjä jo ennen kuin toimitusjohtaja on ehtinyt ryhtyä toimenpiteisiin. Yrityksen huono taloudellinen menestys tuottaa motivaation tehdä merkittäviä muutoksia uudelle toimitusjohtajalle. Degeorgen ja muiden (1999, s. 1) mukaan johtajilla on voimakkaat kannustimet manipuloida tuottoja. Johtajat saavat hyötyä tuottojen manipuloinnista. Tuottojen manipuloinnissa, johtajien täytyy uskoa, etteivät tilinpäätöstä tutkivat havaitse tuottojen manipulointia tai ettei se ole heille kustannustehokasta. Johtajilla on myös voimakkaat kannustimet välttää negatiivisia tulospöytäkirjoja, koska niillä on merkittävä negatiivinen julkisuus yritykselle. (Matsumoto 2002: 484.)

Kuangin ja muiden (2014, s. 607) mukaan tuoreimmat tutkimukset osoittavat, että uusilla toimitusjohtajilla, joiden kyvyt eivät ole markkinoille tunnetut, huolehtivat erottamisestaan tyydyttämättömän taloudellisen tuloksen vuoksi ja näin aggressiivisemmin parantavat tulosta kuin sellaiset toimitusjohtajat, jotka ovat toimenkuvassaan pidemmän aikaa ja todistaneet kykynsä markkinoille.

Kuangin ja muiden (2014, s. 606) mukaan vaihtuvuus toimitusjohtajan pestissä on yleistä. Uutta toimitusjohtajaa etsitään yrityksen sisältä sekä yrityksen ulkopuolelta. Yrityksen ulkopuolelta palkattu toimitusjohtaja kokee enemmän painetta kuin yrityksen sisältä palkattu toimitusjohtaja työnsä pysyvyydestä. Painetta aiheuttavat muuan muassa työmarkkinat ja yrityksen hallitus. Paineesta johtuen, yrityksen ulkopuolelta palkatut toimitusjohtajat kokevat yrityksen sisältä palkattuja toimitusjohtajia enemmän painetta esittää yliverstaista suoriutumista heti toimikautensa alussa muun muassa näyttämällä

tuloksen nopeaa parantumista. Tutkimusten mukaan yrityksen ulkopuolelta palkatut toimitusjohtajat pysyvät pestissään lyhyemmän aikaa kuin yrityksen sisältä palkatut toimitusjohtajat. Näin ollen yrityksen ulkopuolelta palkatut toimitusjohtajat joutuvat vähemmän todennäköisesti kantamaan pitkän aikavälin seuraamukset toimistaan.

Kuangin ja muiden (2014, s. 606) mukaan heikko todennäköisyys pysyä toimenkuvassaan pidemmän aikaa aiheuttaa yrityksen ulkopuolelta palkatuille toimitusjohtajille sen että he ovat vähemmän huolissaan pidemmän aikavälin taseperäisen tuloksenjärjestelyn seuraamuksista. Tämän takia taseperäinen tuloksenjärjestely tarjoaa helpon strategian parantaa nykyisiä tuottoja. Yrityksen ulkopuolelta palkattujen toimitusjohtajien halu näyttää kyvykäs suoriutuminen aiheuttaa voimakkaan kannustimen manipuloida tuottoja lyhyellä aikavälillä. Jos yrityksen ulkopuolelta palkatut toimitusjohtajat selviävät ensimmäisistä vuosistaan, heidän tuloksenjärjestely muuttuu samankaltaisemmaksi kuin yrityksen sisältä palkattujen toimitusjohtajien tuloksenjärjestely.

Kuangin ja muiden (2014, s. 606-608) mukaan ulkopuolelta palkatut toimitusjohtajat manipuloivat tuottoja intensiivisemmin verrattuna yrityksen sisältä palkattuihin toimitusjohtajiin. Muutaman vuoden jälkeen ero tuottojen manipuloinnissa muuttuu ulkopuolelta palkattujen toimitusjohtajien ja talon sisältä palkattujen toimitusjohtajien välillä merkityksettömäksi. Näin ulkopuolelta palkattujen toimitusjohtajien tuottojen manipulointi muuttuu samanlaiseksi kuin talon sisältä palkattujen toimitusjohtajien. Yhtiön hallinnon roolilla on myös todettu olevan vaikutusta tuottojen aggressiiviseen manipulointiin. Tästä huolimatta halu demonstroida tuottojen välitöntä parantumista ja lyhyempi selviytymisen odotus voi silti kannustaa ulkopuolelta palkattuja toimitusjohtajia organisaation sisältä nostettuja toimitusjohtajia aggressiivisempaan tuottojen manipulointiin. Verrattuna yrityksen sisältä palkattuihin toimitusjohtajiin, yrityksen ulkopuolelta palkatuilla toimitusjohtajilla on vahvempi halu saavuttaa välitön tuloksen parantaminen heidän nimittämisensä jälkeen. Tuloksen nopealla parantumisella he esittävät selvästi ja nopeasti kykyjään hallitukselle ja osakkeenomistajille.

Myös Alin ja Zhangin (2015, s. 61) tutkivat toimitusjohtajan tuottojen hallinnointia toimitusjohtajan toimikauden eri vaiheissa ja totesivat tuottojen liioittelun olleen suurempaa toimitusjohtajan toimikauden alussa kuin myöhemmin vuosina. Toimitusjohtajan urahuolet ovat todennäköisesti syy tähän.

Alin ja Zhangin (2015, s. 61) tekemän tutkimuksen otosväli oli 1992-2010, jolloin harkinnanvaraiset jaksotukset olivat merkittävästi korkeammat ja epänormaali, johdon päätettävissä olevat kulut, kuten tutkimus- ja tuotekehityskulut, olivat merkittävästi alhaisemmat toimitusjohtajan toimikauden ensimmäisinä kolmena vuotena kuin myöhemmin toimitusjohtajan toimikauden aikana. Vuosittaisen kokonaispääomatuoton erotus toimitusjohtajan ensimmäisinä vuosina verrattuna myöhempisiin vuosiin oli noin 25 prosenttia.

Alin ja Zhangin (2015, s. 62) mukaan arvioidessaan toimitusjohtajan kykyjä, markkinat tapaavat luottaa toimitusjohtajan viimeisimpään suoritukseen. Välttääkseen leimautumatta johtajaksi, jolla on alhaiset kyvyt, mikä saattaa vaikuttaa johtajan tulevaisuuden ansioihin ja itsenäisyyteen ja jopa irtisanomistaan, toimitusjohtajalla on todennäköisesti insenttiivit raportoida hyvää suoriutumista heidän toimikautensa ensimmäisinä vuosina.

Alin ja Zhangin (2015, s. 61) mukaan vaihtoehtoinen selitys toimitusjohtajan aggressiiviselle tuottojen liioittelulle ensimmäisinä vuosina on, että ainoastaan taidottomat toimitusjohtajat tekevät sitä ja heidät myös erotetaan muutaman vuoden jälkeen, kun heidän tuloksen manipulointi on huomattu. Alin ja Zhangin tutkimuksen otos koostui toimitusjohtajista, jotka olivat olleet virassaan vähintään 6-9 vuotta. Tutkimustulokset osoittavat, että jopa pitkään yrityksessä toimineet toimitusjohtajat, jotka todennäköisesti ovat hyvin kyvykkäitä johtajia, ovat taipuvaisia liioittelemaan yrityksen tuottoja toimikautensa ensimmäisinä vuosina. Tästä voi päättyä johtopäätökseen, että yrityksen tuottoja ensimmäisinä vuosina liioittelevat

toimitusjohtajat eivät ole ainoastaan vähemmän kyvykkäitä johtajia, jotka irtisanotaan heidän ensimmäisinä vuosinaan.

Alin ja Zhangin (2015, s. 61) tekemän tutkimuksen mukaan harkinnanvaraiset jaksotukset eroavat ensimmäisinä vuosina myöhemmistä vuosista. Harkinnanvaraisten jaksotusten suurempi määrä toimitusjohtajan toimikauden ensimmäisinä vuosina viittaa tuottojen liioitteluun. Tutkimuksen mukaan harkinnanvaraiset kulut kuten mainoskulut, tutkimus- ja tuotekehityskulut sekä myynti-, hallinto- ja yleiskustannuskulut, korvattiin vain tutkimus- ja tuotekehityskuluilla ja tämä muutos on aiemmissakin tuottojen hallinnointiin liittyvissä tutkimuksissa ollut yleisesti käytetty muuttuja mittaamaan tuottojen hallinnointia.

Alin ja Zhangin (2015, s. 61) toistivat tutkimuksessaan alaskirjauksien ja tuottojen hallinnoinnin välisen vertailun. Tutkimustulokset olivat yhteneväisiä aikaisempien tutkimuksien kanssa, havaiten toimitusjohtajan ensimmäisinä vuosina alaskirjauksien olevan merkittävästi normaalia korkeammat, vaikuttaen haitallisesti raportoitaviin tuottoihin. Tutkimus kuitenkin osoitti, että alaskirjaukset olivat merkittävästi pienemmät toimitusjohtajan toimikauden toisena ja kolmantena sekä viimeisinä vuotena vahvistaen toimitusjohtajan insenttiiviä liioitella tuottoja näinä periodeina. Uusi toimitusjohtaja raportoi huonon tuloksen ensimmäisenä vuotenaan laittaen huonon vuoden edellisen toimitusjohtajan syyksi ja seuraavina vuosina ottaa kunnian kasvaneista tuotoista. (Ali 2015: 75.)

Alin ja Zhangin (2015, s. 63) mukaan heidän tutkimustuloksensa tukevat tutkimushypoteeseja, joiden mukaan korkeampi harkinnanvaraisten jaksotusten määrä ja vähäisempi epätavallisten harkinnanvaraisten kulujen määrä toimitusjohtajan ensimmäisinä vuosina johtuvat todennäköisesti toimitusjohtajan kannustimesta liioitella tuottoja.

3.4 Tuloksenjärjestely keskellä toimitusjohtajan toimikautta

Alin ja Zhangin (2015, s. 61) mukaan myös toimitusjohtajan maine vaikuttaa tuottojen muokkaamiseen. Toimitusjohtajan insentiivi muokata tuottoja muuttuu toimitusjohtajan toimikauden aikana. Hyvän maineen omaavat toimitusjohtajat tuottavat korkeaa laatua organisaatiolle, koska heillä on enemmän menetettävää, muun muassa ura ja tulevat palkkiot, jos he sekaantuvat yritystä vahingoittaviin toimiin. (Nguyen 2021: 988.) Myös Hazarikan ja muiden (2012, s. 45) mukaan toimitusjohtajan toimikauden pidentymisellä on negatiivinen korrelaatio tuloksenjärjestelyyn.

Milbournin (2003, s. 235) mukaan myös ulkopuolisten toimijoiden tulkitsema kyvykkyys toimitusjohtajasta eli maine vaikuttaa todennäköisyyteen että toimitusjohtaja pidetään yrityksen palveluksessa pidempään. Mitä parempi maine toimitusjohtajalla on, sitä todennäköisempää on, että toimitusjohtaja jatkaa pidempään yrityksen palveluksessa. Maine vaikuttaa myös toimitusjohtajan palkkauksen rakenteeseen. Hyvän maineen omaavilla toimitusjohtajilla on isompi optioperusteinen palkkaus kuin huonon maineen omaavilla toimitusjohtajilla. Francis ja muut (2008, s. 110) nostovat kuitenkin esiin kysymyksen, nojaavatko hyvän maineen omaavat toimitusjohtajat tuloksenjärjestelyyn ylläpitääkseen mainettaan.

Kuangin ja muiden (2014, s. 606) mukaan, jos yrityksen ulkopuolelta palkattu toimitusjohtaja selviytyy ensimmäisistä vuosistaan, hän on silloin todistanut kykynsä yrityksen hallitukselle ja työmarkkinoille. Tällöin yrityksen ulkopuolelta palkatun toimitusjohtajan odotusarvo muodostuu samanlaiseksi kuin yrityksen sisältä palkatulla toimitusjohtajalla. Molemmat kohtaavat yhtäläisen mahdollisuuden kohdata pitkän aikavälin seuraamukset toimistaan. Näin ollen lyhyen aikavälin jälkeen odotusarvo ulkopuolelta palkatun toimitusjohtajan toiminnasta muuttuu vuosien kuluessa.

Alin ja Zhangin (2015, s. 62) mukaan tuottojen liioittelu havaitaan jälkikäteen epätodennäköisemmin, jos yritys jatkaa hyvää suoriutumista. Tämä tapahtuu todennäköisemmin, jos yrityksessä toimii kyvykäs toimitusjohtaja. Tuloksenjärjestely

myös lisää toimitusjohtajan riskiä saada potkut. Tuloksenjärjestelyn on myös todettu vähenevän mitä pidemmälle toimitusjohtajan toimikausi etenee. (Hazarika 2012:45.)

Alin ja Zhangin (2015, s. 62) mukaan markkinat näkevät yrityksessä pitkään toimineen toimitusjohtajan lahjakkaampana kuin toimitusjohtajan, joka on ollut yrityksessä vain lyhyen aikaa. Toimitusjohtajat, jotka ovat toimineet yrityksessä pidemmän aikaa ovat saavuttaneet maineen kyvykkäinä johtajina ja he ovat halukkaita suojelemaan mainettaan ja ovat näin vähemmän halukkaita opportunistiseen toimintaan. Näille toimitusjohtajille tuottojen liioittelu tuottaa todennäköisemmin vähemmän hyötyjä kuin haittoja. Jos yrityksellä sattuisi menemään huonosti, markkinat todennäköisemmin keskittyvät muihin tekijöihin, kuin toimitusjohtajan kykyihin ja näin ollen tällaisissa tapauksissa hyöty tuottojen liioittelusta on todennäköisesti pieni. Toisaalta markkinoiden huomattavassa tuottojen liioittelun, tämä voi aiheuttaa huomattavan mainehaitan hyvän maineen omaaville toimitusjohtajille.

3.5 Tuloksenjärjestely ennen toimitusjohtajan eläköitymistä

Ameilan ja Eriandanin (2021 s. 145) mukaan toimitusjohtajan uran lopussa toimitusjohtajan aikahorisontti muuttuu lyhyemmäksi. Tällöin toimitusjohtajalla syntyy insentivi realisoida hänen bonuksensa toimikautensa lopussa. Hyvällä viimeisellä vuodella toimikautensa lopussa, toimitusjohtaja nostaa todennäköisyyttä paremmalle uralle toimitusjohtajan pestistä luopuessaan. Näin toimitusjohtajalla on kaksi samanaikaista insentiviä nostaa omaa markkina-arvoaan toimikautensa lopussa. Yksi tapa on hallita yrityksen tuottoja, jotta viimeiset raportoidut tuotot näyttävät sijoittajien silmissä hyviltä.

Alin ja Zhangin (2015, s. 60-61) mukaan toimitusjohtajan aikahorisontti näkyy samoin kuin ensimmäisenä vuosina, viimeisenä vuotena, jolloin tuottojen liioittelu on suurempaa. Tuottojen liioittelu toimitusjohtajan toimikauden viimeisenä vuotena ei kuitenkaan ole merkittävästi korkeampaa verrattuna muihin vuosiin tapauksissa, jossa tuloksenjärjestelyä ei ole tapahtunut aikaisemmin toimikauden aikana. Tämä tarjoaa

selityksen vaihteleviin tutkimustuloksiin toimitusjohtajan tuottojen hallinnoinnista heidän viimeisenä vuotenaan toimitusjohtajana. Jos tuottojen hallinnointia ensimmäisinä vuosina ei ole huomioitu tutkimuksissa, toimitusjohtajan viimeisen vuoden tuottojen hallinnointi saattaa antaa ristiriitaisia tutkimustuloksia. Kuitenkin niissä tapauksissa, joissa tuottojen liioitteluja tapahtui toimitusjohtajan toimikauden ensimmäisinä vuosina, myös toimikauden viimeisenä vuotena tuottojen liioittelu oli merkittävästi korkeampaa.

Alin ja Zhangin (2015, s. 63) mukaan aiemmissa tutkimuksissa on todettu vapaaehtoisesti lähtevän toimitusjohtajan liioittelevan tuottoja viimeisinä vuotenaan vaikuttaakseen positiivisesti viimeisen vuoden kompensatioonsa. Johtajalla, joka on lähdössä yrityksestä, on vähemmän intressiä toimia yrityksen parhaan edun mukaan kuin johtajalla, joka ei ole lähdössä. Tätä kutsutaan yleisesti aikaongelmaksi. Tämä korostuu erityisesti tapauksissa, joissa toimitusjohtaja on eläköitymässä eikä vain vaihtamassa toisen yhtiön palvelukseen. Lähellä eläköitymistä olevat toimitusjohtajat, joiden eläkkeeseen vaikuttaa yrityksen tulos, manipuloivat tuottoja tavoilla, jotka lisäävät yrityksen tuottoja. Eläköityvällä johtajalla on vähemmän maineeseen liittyviä riskejä. (Kalyta 2009: 1553-1555.)

Chengin (2004, s. 305-307) mukaan muutokset tutkimus- ja tuotekehityskuluissa korreloivat vahvasti toimitusjohtajan palkitsemisen kanssa silloin kun toimitusjohtaja lähestyy eläköitymistä. Toimitusjohtaja harkitsee tutkimus- ja tuotekehityskustannuksien hyötyjä ja haittoja ja toimitusjohtajat investoivat tutkimus- ja tuotekehitykseen ainoastaan silloin kun odotettavissa olevat henkilökohtaiset hyödyt ylittävät odotettavat kustannukset. Toimitusjohtajat odottavat tutkimus- ja tuotekehitykseen käytettävien kulujen tuottavan negatiivisen vaikutuksen yrityksen tuottoihin sekä osakekurssiin lyhyellä aikavälillä. Negatiivinen vaikutus tuottoihin tutkimus- ja tuotekehityskuluissa näkyy usein välittömästi, koska näitä kuluja ei yleensä aktivoida (US GAAP). Näin ollen toimitusjohtajalla, joka haluaa lisätä yrityksen tuottoja lyhyellä aikavälillä, on insentiivi leikata tutkimus- ja tuotekehityskuluja.

Toimitusjohtaja voi myös arvioida tutkimus- ja tuotekehitykseen suuntautuvat investoinnit myös vähemmän houkutteleviksi kuin muut investoinnit kun niiden vaikuttavuutta arvioi osakekurssin kehitykseen lyhyellä aikavälillä. Verrattuna muihin investointeihin, tutkimus- ja tuotekehitykseen tehdyillä investoinneilla on suurempi epäsymmetriä johdon ja osakkeenomistajien välillä sekä niihin liittyvistä mahdollisista tulevaisuuden hyödyistä. Tuloksena osakekurssit eivät todennäköisesti heijasta tulevia hyötyjä tehdyistä panostuksista tutkimus- ja tuotekehitykseen. Toimitusjohtajilla on huoli yrityksiensä osakekurseista ja tutkimus- ja tuotekehitykseen suunnattujen panostuksien vaikutuksista osakekurssiin. Toimitusjohtajat saattavat jopa uskoa markkinoiden aliarvostavan hetkellisesti yrityksiään tutkimus- ja tuotekehitykseen suunnattujen panostuksien johdosta. Väliaikainenkin aliarvostus yrityksen osaketta kohtaan saattaa vaikuttaa toimitusjohtajan palkitsemiseen, houkutella vihamieliseen yritysvaltaukseen (hostile takeover) tai vaikuttaa toimitusjohtajan työn pysyvyyteen. Näiden takia toimitusjohtaja saattaa todennäköisesti uhrata tutkimus- ja tuotekehityskuluista sekä muista pitkän aikavälin panostuksista parantaakseen lyhyen aikavälin tuottoja. Toimitusjohtaja, joka lähestyy eläköitymistä, on epätodennäköisemmin se toimitusjohtaja, joka hyötyy nykyisistä tutkimus- ja tuotekehitykseen tehdyistä panostuksista. Tässä kohtaa toimitusjohtaja saattaa ajatella lyhyemmän aikavälin tähtäimellä ja ei ole huolissaan työmarkkinoiden arvostuksesta toimitusjohtajaa kohtaan. Yrityksen hallitus tai palkitsemiskomitea saattaa tunnistaa tällaisen opportunistisen mahdollisuuden, esimerkiksi jos toimitusjohtaja on eläköitymässä vuoden päästä ja tehdä muutoksia toimitusjohtajan palkitsemiseen liittyen tutkimus- ja tuotekehitykseen liittyviin panostuksiin. (Cheng 2004: 307-308.)

Dechowin ja Sloanin (1991, s. 51) mukaan toimitusjohtajat vähentävät tutkimus- ja tuotekehityskuluja viimeisenä toimivuotenaan. He eivät myöskään löytäneet assosiaatiota vähentyneiden tutkimus- ja tuotekehitys panostuksien ja muiden investointien välillä.

Dechowin ja Sloanin (1991, s. 51-52) mukaan johtajien palkkiot ovat sidottu sekä vuosittaiseen bonusohjelmaan sekä osakekurssiin. Molempiin sidottu palkitseminen viihjaa, ettei kumpikaan palkitseminen yksin tarjoa optimaalista palkitsemisrakennetta toimitusjohtajien palkitsemiseen. Johtajat, jotka ovat viimeistä vuotta toimitusjohtajina, panostavat vähemmän tutkimus- ja tuotekehitykseen. Kuitenkin tätä on mahdollista vähentää lisäämällä toimitusjohtajan osakeoptioita.

Dechowin ja Sloanin (1991, s. 53-54) mukaan kirjanpitoperiaatteet rohkaisevat johtajia lyhytkantaiseen ajatteluun, koska kirjanpitotavan sallima tulos ei vastaa yrityksen arvostusta ajallisesti. Ongelmana on (US GAAP), että investoinnit käyttöomaisuuteen, kuten tutkimus- ja tuotekehityskulut tai mainoskulut pitää näyttää kuluina sinä tilikautena, kun ne ovat toteutuneet. Sen sijaan näistä panostuksista saadut hyödyt eli tulevaisuuden tuotot näkyvät vasta tulevaisuudessa. Tästä seuraa johtajien, joiden palkkaus on sidottu tuottoihin, sivuuttavan tällaiset investoinnit, jos johtajat arvostavat ainoastaan lyhyen aikavälin tuottoja. Yksi luokka tällaisia johtajia, jotka todennäköisesti arvostavat ainoastaan lyhyen aikavälin tuottoja, ovat odottavat lähtevänsä pestistään lyhyellä aikavälillä.

Murphy ja Zimmerman (1993, s. 274) tunnistivat toimitusjohtajan lähtöön liittyvän kolme erilaista toimea, jotka eivät sulje toisiaan pois:

1. Toimitusjohtaja, joka lähestyy eläköitymistään tai toimitusjohtaja, jonka lähtöpäivä on tiedossa, tekee kirjanpidollisia tai investointeihin liittyviä päätöksiä, jotka lisäävät nykyisiä tuottoja tulevaisuuden tuottojen kustannuksella
2. Lähtemisuhan alla oleva toimitusjohtaja, jonka yrityksellä menee taloudellisesti huonosti, tekee kirjanpidollisia tai investointeihin liittyviä päätöksiä, joilla toimitusjohtaja yrittää peitellä yrityksen huonoa taloudellista tilaa.
3. Aloittava toimitusjohtaja saattaa alaskirjata eriä taseelta ja lopettaa tappiollisia toimintoja parantaakseen tulevaisuuden tuottoja.

Edellä luetelluista toimenpiteistä ensimmäistä käyttävät Murphyn ja Zimmermanin (1993, s. 275) mukaan toimitusjohtajat, joiden yritys voi taloudellisesti hyvin ja toimitusjohtaja on lähellä eläköitymistä. Tällaisten yritysten toimitusjohtajat ovat voineet päättää eläköitymisensä etukäteen ja ovat tehneet isommat investointipäätökset jo aiemmin etukäteen. Toista ja kolmatta toimenpidettä taas käyttävät toimitusjohtajat, joiden yrityksillä ei mene taloudellisesti hyvin. Tutkimus- ja tuotekehityskulujen vähentäminen, muiden investointien vähentäminen, mainostamisen vähentäminen sekä taselähtöinen tuloksenjärjestely toimitusjohtajilla joiden toimikausi on päättymässä liittyy sellaisiin yrityksiin, joilla menee taloudellisesti huonommin. Jos yrityksellä taas menee taloudellisesti hyvin, ei edellä mainittujen erien normaalista poikkeavaa käyttöä havaittu.

3.6 Yhteenveto aikaisemmista tutkimuksista ja hypoteesien muodostaminen

Useissa tutkimuksissa on tutkittu toimitusjohtajan toimikauden ja tuloksenjärjestelyn välistä suhdetta. Suurin osa aiemmista tutkimuksista osoittaa, että tuloksenjärjestely on suurempaa toimitusjohtajan toimikauden alussa kuin myöhemmin. Alin ja Zhangin (2015, s. 61) mukaan markkinat ovat epävarmoja uuden toimitusjohtajan kyvyistä ja uusi toimitusjohtaja haluaa vakuuttaa markkinat kyvyistään. Tämä tekee toimitusjohtajan ensimmäisinä vuosina raportoivavista tuotoista olennaisia markkinoiden arvioidessa uutta toimitusjohtajaa. Kuangin ja muiden (2014, s. 607) mukaan uudet toimitusjohtajat, joiden kyvyt eivät ole markkinoille tunnetut, kokevat enemmän painetta työnsä pitämisestä ja näin aggressiivisemmin tekevät tuloksenjärjestelyä kuin sellaiset toimitusjohtajat, jotka ovat jo todistaneet osaamisesensa markkinoille. Allgoodin ja Farrellin (2000, s. 374-380) mukaan toimitusjohtaja irtisanotaan todennäköisimmin ensimmäisten kolmen vuoden aikana. Organisaatio on tällöin vielä epävarman uuden toimitusjohtajan kyvyistä. Hu ja muiden (2015 s. 43) mukaan tuloksenjärjestely on vähäistä toimitusjohtajan toimikauden alussa, kuitenkin suurentuen vuosi vuodelta kunnes tuloksenjärjestely lähtee vähenemään. Kun kaikki toimitusjohtajan kompensointi optiot ovat toimitusjohtajan hyödynnettävissä, toimitusjohtaja käyttää

tuloksenjärjestelyä saavuttaakseen kaikki saavutettavissa olevat hyödyt eli parantuneen maineen ja taloudellisen hyödyn.

Näiden aikaisempien tutkimuksien perusteella voidaan määrittää tutkimuksen ensimmäinen hypoteesi

H1: Yrityksen tuloksenjärjestely on suurempaa toimitusjohtajan ensimmäisinä vuosina kuin myöhempinä vuosina

Alin ja Zhangin (2015, s. 61) mukaan toimitusjohtajan maine muuttuu toimitusjohtajan toimikauden aikana ja näin myös toimitusjohtajan insentiivi muokata yrityksen tuottoja muuttuu. Toimitusjohtajilla, joilla on hyvä maine, on paljon menetettävää palkkioiden ja tulevien työsuhteiden muodossa. Myös Milbournin (2003, s. 235) mukaan maine vaikuttaa toimitusjohtajan työsuhteen pituuteen ja hyvän maineen omaavat toimitusjohtajat jatkavat pidempään yrityksen palveluksessa. Hyvämaineisilla toimitusjohtajilla on myös suurempi optioperusteinen palkkaus. Alin ja Zhangin (2015, s. 62) mukaan hyvän maineen omaavat toimitusjohtajat, jotka ovat saavuttaneet maineensa toimimalla yrityksen palveluksessa pidempään, eivät halua vaarantaa mainettaan opportunistisella toimilla. Tällaisille toimitusjohtajille tuloksenjärjestely tuottaa todennäköisemmin haittoja kuin hyötyjä. Myös Hazarikan ja muiden (2012, s. 45) mukaan tuloksenjärjestely vähenee mitä pidemmälle toimitusjohtajan toimikausi etenee.

Näiden tutkimusten perusteella voidaan määrittää tutkimuksen toinen hypoteesi

H2: Toimitusjohtajan toimikauden edetessä, yrityksen tuloksenjärjestely vähenee

Ameilan ja Eriandanin (2021 s. 145) mukaan toimitusjohtajan aikahorisontti muuttuu toimitusjohtajan uran loppupuolella. Myös Alin ja Zhangin (2015, s. 60-61) mukaan toimitusjohtajan aikahorisontti muuttuu uran lopussa ja tuloksenjärjestely muuttuu samanlaiseksi kuin se oli toimitusjohtajan uran alussa. Jos toimitusjohtaja on

harjoittanut tuloksenjärjestelyä uransa alussa, tuloksenjärjestely lisääntyy myös uran lopussa. Toimitusjohtaja, joka on lähdössä yrityksen palveluksesta, erityisesti eläköityvä toimitusjohtaja, ei ole samaa intressiä toimia yrityksen edun mukaisesti, kuin toimitusjohtajalla, joka jatkaa yrityksen palveluksessa. Eläköitysmistä lähellä olevat toimitusjohtajat voivat harjoittavaa tuloksenjärjestelyä, jos tulos vaikuttaa heidän eläkkeeseensä. Eläköityvillä johtajilla on pienemmät maineeseen liittyvät riskit kuin muilla johtajilla. (Kalyta 2009: 1553-1555.)

Näiden tutkimusten perusteella voidaan määrittää tutkimuksen viimeinen hypoteesi

H3: Ennen toimitusjohtajan eläköitymistä, yrityksen tuloksenjärjestely lisääntyy

4 Johtopäätökset

Tässä tutkielmassa tutkittiin toimitusjohtajan toimikauden ja yrityksen tuloksenjärjestelyn välistä suhdetta. Toimitusjohtajat käyttävät tuloksenjärjestelyä hyötyäkseen siitä henkilökohtaisesti. Yritys taas kärsii taloudellisesti tuloksenjärjestelystä. Myös yrityksen sidosryhmät kärsivät tuloksenjärjestelystä, kuten osakkeenomistajat. Tuloksenjärjestelyn mittaamiseen on kehitetty useita malleja, joista tutkimuksissa on useimmiten käytetty Jonesin mallia (1991).

Miten paljon toimitusjohtajat käyttävät tuloksenjärjestelyä toimikautensa eri vaiheissa? Tutkielmassa selvisi tuloksenjärjestelyn olevan suurinta toimitusjohtajan toimikauden alussa sekä lopussa, juuri ennen toimitusjohtajan eläköitymistä. Toimikauden alussa, toimitusjohtajalla on monia insentiiveja tuloksenjärjestelyyn. Ali ja Zhang (2015) totesivat toimitusjohtajalla olevan ensimmäisinä vuosina suuri tarve vakuuttaa markkinat omista kyvyistään, tavoitteena suurempi ansiotaso tulevaisuudessa. Allgood ja Farrell (2000) päätyivät samaan tulokseen ja totesivat tuloksenjärjestelyn insentiiveinä toimivan kykyjen todistaminen hallitukselle, tuleva urapotentiaali sekä tulevaisuuden kompensaaion. Nurmayanti ja Farrell (2021) päätyivät tutkimuksessaan samoihin motiiveihin tuloksenjärjestelylle kuin Allgood ja Farrell (2000). Kuang ja muut (2014) totesivat tuloksenjärjestelyn olevan suurempaa toimitusjohtajilla toimikautensa alussa, mutta se oli suurempaa yrityksen ulkopuolelta palkatuilla toimitusjohtajilla kuin yrityksen sisältä palkatuilta toimitusjohtajilla. Johtopäätöksenä voidaan todeta toimitusjohtajalla olevan monia insentiivejä tuloksenjärjestelyyn toimikautensa alussa.

Muutaman vuoden jälkeen, tuloksenjärjestelyn on todettu vähentyvän toimitusjohtajan toimesta. Ali ja Zhang (2015) totesivat toimikauden alun jälkeen toimitusjohtajalla olevan enemmän menetettävää ja tämän vaikuttavan tuloksenjärjestelyn vähentymiseen. Toimitusjohtajan tuloksenjärjestelyyn vaikuttaa tässä kohtaa ura ja tulevat palkkiot sekä mainehaitan pelko. Myös lahjattomimpien toimitusjohtajien todettiin karsiutuvan todennäköisimmin heti toimikautensa alussa. Milbourn (2003) totesi myöskin mainehaitan pelon vaikuttavan toimitusjohtajan tuloksenjärjestelyyn

keskellä toimitusjohtajan toimikautta. Kuang ja muut (2014) totesivat myös ulkopuolelta palkattujen toimitusjohtajien tuloksenjärjestelyn vähentyvän toimikauden alun jälkeen.

Ennen eläköitymistä, toimitusjohtajan toimikauden lopussa, toimitusjohtajan aikahorisontti muuttuu ja tuloksenjärjestely on suurempaa toimitusjohtajan toimesta. Ameila ja Eriandani (2021) totesivat bonusten ja optioiden realisoimisen vaikuttavan toimitusjohtajan tuloksenjärjestelyyn. Ali ja Zhang (2015) päätyivät tutkimuksessaan tulokseen, ettei eläköityvä toimitusjohtaja enää välitä mainehaitasta vaan bonuksista. Monissa tutkimuksissa (muun muassa Cheng 2004) korostui tutkimus- ja tuotekehityksen käyttö tuloksenjärjestelyn keinona.

Tutkimuksissa löytyi myös monia muita syitä tuloksenjärjestelyyn. DeGeorge ja muut (1999) totesivat toimitusjohtajilla olevan erityisen voimakas motivaatio välttää negatiivisia tulosjulkistuksia. Cohen ja muut (2008) totesivat tutkimuksessaan syinä olevan uhka jäädä analyytikoiden ennustuksista, uhka jäädä edellisen vuoden tuloksesta tai uhka jäädä tappiolliselle tilikaudelle. Yo (2008) mukaan taas analyytikoiden seuranta aiheuttaa yritysjohdolle paineita suoriutua ja aiheuttaa tuloksenjärjestelyä. Yleisesti tutkimuksissa selvisi johdon olevan valmis tekemään pieniä tai keskisuuria taloudellisia uhrauksia päästäkseen analyytikkojen odotettuihin tuottoihin. Toimitusjohtajat suosivat lyhyen ajan hyötyjä pidemmän aikavälin kustannuksella. Myös osakeoptioiden on monissa tutkimuksissa todettu aiheuttavan tuloksenjärjestelyä, mutta kuitenkin näitä on pakko tarjota toimitusjohtajille. Muutoin erityisesti parhaat johtajat vaihtavat työpaikkaa. Johtopäätöksinä voidaan todeta tuloksenjärjestelyn olevan suurempaa toimitusjohtajien toimesta toimikauden alussa ja lopussa kuin keskellä toimikautta. Tuloksenjärjestelyä aiheuttavat monet syyt eikä niitä voi rajoittaa vain tiettyyn vaiheeseen toimitusjohtajan toimikautta. Agenttiteorian mukaisesti näitä syitä voidaan vain rajoittaa ja pyrkiä saamaan toimitusjohtaja toimimaan mahdollisimman paljon sillä tavoin, joka on parhaaksi yritykselle pidemmällä aikavälillä.

Lähdeluettelo

- Ali, A., & Zhang, W. (2015). CEO tenure and earnings management. *Journal of accounting & economics*, 59(1), 60-79. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.11.004>
- Allgood, S., & Farrell, K. A. (2000). THE EFFECT OF CEO TENURE ON THE RELATION BETWEEN FIRM PERFORMANCE AND TURNOVER. *The Journal of financial research*, 23(3), 373-390. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2000.tb00748.x>
- Allgood, S., & Farrell, K. (2003). The Match between CEO and Firm. *The Journal of business (Chicago, Ill.)*, 76(2), 317-341. <https://doi.org/10.1086/367752>
- Ameila, A., & Eriandani, R. (2021). CEO characteristics and earnings management: evidence from Indonesia. *Journal of Management and Business*, Vol.20, No.2 (September 2021). <https://doi.org/10.24123/jmb.v20i2>
- Ball, R., & Shviakumar, L. (2006). The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition. *Journal of accounting research*, 44(2), 207-242. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00198.x>
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial finance*, 27(12), 3-17. <https://doi.org/10.1108/03074350110767411>
- Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006-06-01). CEO incentives and earnings management. *Journal of financial economics*, 80(3), 511-529. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.011>
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *The Quarterly journal of economics*, 118(4), 1169-1208. <https://doi.org/10.1162/003355303322552775>
- Cheng, S. (2004-04-01). R&D Expenditures and CEO Compensation. *The Accounting review*, 79(2), 305-328. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.2.305>
- Cohen, D. A., Dey, A. & Lys, T. Z. (2008). Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods. *The Accounting review*, 83(3), 757-787. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.757>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting review*, 77(s-1), 35-59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>

- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting review*, 70(2), 193-225.
- Dechow, P. M., & Sloan, R. G. (1991). Executive incentives and the horizon problem. *Journal of accounting & economics*, 14(1), 51-89. [https://doi.org/10.1016/0167-7187\(91\)90058-S](https://doi.org/10.1016/0167-7187(91)90058-S)
- DeFond, M. L., & Park, C. W. (2001). The Reversal of Abnormal Accruals and the Market Valuation of Earnings Surprises. *The Accounting review*, 76(3), 375-404. <https://doi.org/10.2308/accr.2001.76.3.375>
- DeGeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of business (Chicago, Ill.)*, 72(1), 1-33. <https://doi.org/10.1086/209601>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management review*, 14(1), 57-74. <https://doi.org/10.2307/258191>
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of political economy*, 88(2), 288-307. <https://doi.org/10.1086/260866>
- Francis, J., Huang, A. H., Rajgopal, S., & Zang, A. Y. (2008). CEO Reputation and Earnings Quality. *Contemporary accounting research*, 25(1), 109-147. <https://doi.org/10.1506/car.25.1.4>
- Friedman, S. D. & Saul, K. (1991). A Leader's Wake: Organization Member Reactions to CEO Succession. *Journal of management*, 17(3), 619-642. <https://doi.org/10.1177/014920639101700306>
- Geiger, M. A. & Taylor, P. L. (2003). CEO and CFO Certifications of Financial Information. *Accounting horizons*, 17(4), 357-368. <https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.4.357>
- Gibbons, R., & Murphy, K. J. (1992-06-01). Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence. *The Journal of political economy*, 100(3), 468-505. <https://doi.org/10.1086/261826>
- Glick, M. B. (2011). The Role of Chief Executive Officer. *Advances in developing human resources*, 13(2), 171-207. <https://doi.org/10.1177/1523422311415642>

- Graham, J. R., Harvey, C. R. & 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>
- Greusard, O. (2022). Accrual-Based Earnings Management and Regulation: A Literature Review. *Accounting perspectives*, 21(4), 539-580. <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12319>
- Hayn, C. (1995). The information content of losses. *Journal of accounting & economics*, 20(2), 125-153. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(95\)00397-2](https://doi.org/10.1016/0165-4101(95)00397-2)
- Hazarika, S., Karpoff, J. M., & Nahata, R. (2012). Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. *Journal of financial economics*, 104(1), 44-69. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.10.011>
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Hu, N., Hao, Q., Liu, L., & Yao, L. J. (2015). Managerial tenure and earnings management. *International journal of accounting and information management*, 23(1), 42-59. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2014-0025>
- Jensen, M. C. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial management*, 34(1), 5-19. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2005.tb00090.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Jones, S. (2015). *The Routledge Companion to Financial Accounting Theory*. Routledge
- Kalyta, P. (2009). Accounting Discretion, Horizon Problem, and CEO Retirement Benefits. *The Accounting review*, 84(5), 1553-1573. <https://doi.org/10.2308/accr.2009.84.5.1553>

- Kuang, Y. F., Qin, B. & Wielhouwer, J. L. (2014). CEO origin and accrual-based earnings management. *Accounting horizons*, 28(3), 605-626.
<https://doi.org/10.2308/acch-50810>
- Matsumoto, D. A. (2002). Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises. *The Accounting review*, 77(3), 483-514.
<https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.3.483>
- Milbourn, T. T. (2003). CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of financial economics*, 68(2), 233-262. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00066-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00066-7)
- Murphy, K. J., & Zimmerman, J. L. (1993). Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of accounting & economics*, 16(1), 273-315.
[https://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90014-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90014-7)
- Murphy, K. J. (1986-04-01). Incentives, Learning, and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts. *The Rand journal of economics*, 17(1), 59-76. <https://doi.org/10.2307/2555628>
- Nguyen, T. T., Duong, C. M. & Narendran, S. (2021). CEO profile and earnings quality. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 56, 987-1025.
<https://doi.org/10.1007/s11156-020-00916-7>
- Schipper, K. (1989). Earnings Management. *Accounting horizons*, 3(4), 91.
- Xie, B., Davidson, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of corporate finance*
- Yu, F. (2008). Analyst coverage and earnings management. *Journal of financial economics*, 88(2), 245-271. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.008>
- Zang, A. Y. (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>