TURUN YLIOPISTO
Kauppakorkeakoulu

Tuloksenjärjestely yrityskauppojen kohdeyrityksissä

Kvantitatiivinen tutkimus suomalaisista listaamattomista yrityksistä

Laskentatoimen ja rahoituksen
pro gradu -tutkielma

Laatija:
Anna Taivalsaari

Ohjaaja:
Prof. Hannu Schadewitz

14.11.2025
Turku

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Pro gradu -tutkielma

Oppiaine: Laskentatoimi ja rahoitus
Tekijä: Anna Taivalsaari
Otsikko: Tuloksenjärjestely yrityskauppojen kohdeyrityksissä: Kvantitatiivinen tutkimus suomalaisista listaamattomista yrityksistä
Ohjaaja: Prof. Hannu Schadewitz
Sivumäärä: 87 sivua + liitteet 1 sivu
Päivämäärä: 14.11.2025

Yrityskauppakonteksti muodostaa otollisen ympäristön tuloksenjärjestelylle niin ostaja- kuin kohdeyrityksissä. Tuloksenjärjestelyllä (earnings management) tarkoitetaan tilikauden tuloksen tarkoituksellista manipulointia ennalta määritetyn tavoitteen saavuttamiseksi. Siinä, missä ostajayritysten tuloksenjärjestelyä on tutkittu laajasti, kohdeyritysten osalta aihetta on tarkasteltu huomattavasti vähemmän. Pörssilistattujen kohdeyritysten tuloksenjärjestelyllä on kuitenkin havaittu olevan merkittäviä vaikutuksia muun muassa yrityskaupan toteutumisen todennäköisyyteen, maksetun ostohinnan preemion suuruuteen sekä ostajayrityksen kaupan jälkeiseen suorituskykyyn.

Aiemmat tutkimustulokset ovat olleet toisaalta ristiriitaisia sen suhteen, onko kohdeyritysten tuloksenjärjestely tulosta heikentävää vai parantavaa sekä millä keinoilla sitä toteutetaan. Karkeasti yleistäen Manner-Euroopassa pörssilistattujen kohdeyritysten tuloksenjärjestely on ollut pääosin tulosta heikentävää ja suoriteperusteista, kun taas Yhdysvalloissa tuloksenjärjestely on ollut tyypillisemmin tulosta parantavaa ja toiminnallista. Suoriteperusteinen tuloksenjärjestely perustuu kirjanpidon mahdollistaman joustavuuden hyödyntämiseen ja toiminnallinen tuloksenjärjestely puolestaan todellisiin liiketoimintapäätöksiin. Kummallakin keinolla pyritään vaikuttamaan tilikauden raportoituun tulokseen joko sitä parantamalla tai heikentämällä.

Tutkimukset ovat toistaiseksi kuitenkin keskittyneet ainoastaan pörssilistattuihin yrityksiin, mikä on jättänyt merkittävän aukon listaamattomien kohdeyritysten kohdalle, vaikka juuri ne muodostavat suuren osan kaikista yrityskauppojen kohteista. Tämän tutkimuksen tavoitteena onkin selvittää, esiintyykö suomalaisissa listaamattomissa kohdeyrityksissä tuloksenjärjestelyä ennen yrityskauppaa, millä keinoilla sitä toteutetaan ja minkä suuntaista se on.

Suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn analysointiin tutkimuksessa hyödynnetään harkinnanvaraisiin jaksotuksiin perustuvaa muunneltua Jonesin mallia (Dechow ym. 1995), ja toiminnallisen tuloksenjärjestelyn tutkimiseen Dechowin ym. (1998) kehittämää ja Roychowdhuryn (2006) soveltamaa tuotantotasojen manipulointimallia. Tutkimusaineisto koostuu 117 suomalaisesta listaamattomasta yrityksestä, jotka ovat olleet osakekauppojen kohteena vuosina 2022–2024.

Tutkimustulokset osoittivat, että suomalaisten listaamattomien kohdeyritysten tuloksenjärjestely poikkesi osittain aiemmista pörssilistattuja kohdeyrityksiä koskevista tutkimuksista, erityisesti tuloksenjärjestelyn suunnan osalta. Kohdeyrityksissä havaittiin tulosta parantavaa suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä yrityskauppaa edeltävänä tilikautena, mikä voi viitata kohdeyritysten pyrkimykseen vahvistaa taloudellista asemaansa ja sitä kautta nostaa tarjottavaa kauppahintaa. Toiminnalliselle tulosta heikentävälle tuloksenjärjestelylle saatiin vain rajallisesti tukea, sillä tulokset eivät olleet johdonmukaisia eri testimenetelmien välillä.

Näin ollen ainakin suoriteperusteinen tulosta parantava tuloksenjärjestely vaikuttaisi olevan suomalaisille listaamattomille kohdeyrityksille yleinen ja mahdollisesti myös houkutteleva keino muokata raportoitua tulosta, mikä korostaa due diligence -tarkastusten merkitystä yrityskauppaprosessissa. Lisäksi tutkimus tarjoaa, mahdollisesti yhtenä ensimmäisistä listaamattomiin kohdeyrityksiin keskittyvistä tuloksenjärjestelytutkimuksista, perustan jatkotutkimuksille, jotka voivat syventää ymmärrystä listaamattomien kohdeyritysten tuloksenjärjestelystä ja vahvistaa tulosten yleistettävyyttä.

Avainsanat: yrityskaupat, kohdeyritykset, tuloksenjärjestely, suoriteperusteinen tuloksenjärjestely, toiminnallinen tuloksenjärjestely

SISÄLLYS

1 Johdanto 7

1.1 Johdatus aiheeseen 7

1.2 Tutkimuksen tavoitteet, rajaukset ja menetelmät 10

1.3 Tutkimuksen rakenne 12

2 Yrityskaupat 14

2.1 Yrityskaupat ilmiönä 14

2.1.1 Määritelmä ja luokittelu 14

2.1.2 Yrityskaupan motiivit 17

2.1.3 Yrityskauppa-aallot 20

2.2 Yrityskauppaprosessi 22

2.3 Yrityskaupan keskeiset osatekijät 25

2.3.1 Yrityskaupan toteutustavat 25

2.3.2 Yrityskaupan maksutavat 28

3 Tuloksenjärjestely 31

3.1 Tuloksenjärjestely ilmiönä 31

3.1.1 Määritelmä 31

3.1.2 Teoriat tuloksenjärjestelyn taustalla 34

3.2 Tuloksenjärjestelyn keinot 36

3.2.1 Suoriteperusteinen tuloksenjärjestely ja muut kirjanpidolliset valinnat 36

3.2.2 Toiminnallinen tuloksenjärjestely 38

3.3 Tuloksenjärjestely eri konteksteissa 41

4 Tuloksenjärjestely yrityskauppojen yhteydessä 46

4.1 Kohdeyritysten tuloksenjärjestely 46

4.2 Tutkimushypoteesien muodostaminen 52

5 Tutkimusmenetelmät ja -aineisto 54

5.1 Tutkimusmenetelmät 54

5.1.1 Suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn mallit 54

5.1.2 Toiminnallisen tuloksenjärjestelyn mallit 57

5.2 Aineisto 58

6 Tutkimustulokset 63

6.1 Kuvailevat tilastot 63

6.2 Suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn tulokset 65

6.3 Toiminnallisen tuloksenjärjestelyn tulokset 67

7 Johtopäätökset 71

7.1 Tutkimustulosten pohdinta 71

7.2 Tutkielman arviointi ja jatkotutkimusehdotukset 75

Lähteet 79

Liitteet 88

Liite 1. Ilmoitus tekoälyn (AI) käytöstä 88

KUVIOT

Kuvio 1 Yrityskauppojen integraatiokehys (mukaillen Buono & Bowditch 1989, 75) 15
Kuvio 2 FAS:n mukaiset kokonaisjaksotuserät (ks. Kirjanpitoasetus 1:6; Jones 1991) 56
Kuvio 3 Tutkimuksen otoksen sijoittuminen Buonon ja Bowditchin (1989) integraatiokehykseen 60

TAULUKOT

Taulukko 1 Myyjän näkökulma yrityskaupan toteutustapojen eduista ja haitoista 25
Taulukko 2 Ostajan näkökulma yrityskaupan toteutustapojen eduista ja haitoista 26
Taulukko 3 Tuloksenjärjestely tilinpäätösnormiston näkökulmasta (mukaillen Dechow & Skinner, 2000, 239) 33
Taulukko 4 Kirjallisuuskatsauksen yhteenveto 49
Taulukko 5 Tutkimuksen otoksen jakautuminen 61
Taulukko 6 Kuvailevat tilastot 63
Taulukko 7 Shapiron–Wilkin testin tulokset 65
Taulukko 8 Harkinnanvaraiset jaksotukset kohde- ja verrokkiyrityksissä 65
Taulukko 9 Harkinnanvaraisten jaksotusten keskiarvojen ja sijalukujen vertailu 66
Taulukko 10 Epänormaalit tuotantokustannukset kohde- ja verrokkiyrityksissä 67
Taulukko 11 Epänormaalien tuotantokustannusten keskiarvojen ja sijalukujen vertailu 68
Taulukko 12 Suoriteperusteisen ja toiminnallisen tuloksenjärjestelyn välinen korrelaatio 69

1 Johdanto

1.1 Johdatus aiheeseen

Yrityskauppoja tehdään jatkuvasti ympäri maailman (Schindler 2022, 16). Yritykset käyttävät vuosittain yli kolme biljoonaa dollaria yrityskauppoihin, ja vuonna 2021 niiden arvo nousi ennätykselliseen 5,8 biljoonaan dollariin (McKinsey & Company 2025; Reuters 31.12.2021). Yrityskauppojen tavoitteena on tyypillisesti joko nykyisen suorituskyvyn parantaminen – kuten markkina-aseman vahvistaminen tai kustannusten vähentäminen – tai liiketoimintamallin uudistaminen (Christensen ym. 2011, 50). Onnistuessaan yrityskaupat voivat olla yksi tehokkaimmista tavoista kasvattaa omistaja-arvoa, mutta epäonnistuessaan ne voivat olla myös yksi nopeimmista tavoista tuhota sitä (Katramo ym. 2013, 59). Yrityskauppojen onnistuminen ei kuitenkaan ole itsestäänselvyys, koska vain harva yritys onnistuu luomaan merkittävää arvoa niiden avulla (Hitt ym. 2012, 71). Kingin ym. (2004) tutkimuksen mukaan yrityskauppojen synnyttämä lisäarvo jää keskimäärin lähelle nollaa.

Yrityskauppojen epäonnistumiselle on tunnistettu useita syitä. Gadiesh ja Ormiston (2002) nostavat keskeisimmiksi tekijöiksi yritysten heikon strategisen yhteensopivuuden, liian korkean hankintahinnan, puutteellisen integraation suunnittelun ja toteutuksen, johtamisen ja viestinnän ongelmat sekä yrityskulttuurien yhteensopimattomuuden. Vaikka edellä mainitut tekijät näyttäytyvät ensisijaisesti ostajayrityksen haasteina, voi myös myyjä- eli kohdeyrityksen toiminnalla olla merkittävä vaikutus yrityskaupan lopputulokseen.

Yrityskauppatilanteessa kohde- ja ostajayrityksen välillä vallitsee informaation epäsymmetria (information asymmetry) (Wangerin 2019). Akerlofin (1970, 489) mukaan informaation epäsymmetria syntyy, kun myyjällä on enemmän tietoa kuin ostajalla. Tällöin ostajayritys on tiedollisesti heikommassa asemassa ja riippuvainen kohdeyrityksen tarjoamasta informaatiosta, mikä lisää riskiä, ettei kohteen taloudellinen asema tule kokonaisuudessaan ilmi. Kohdeyrityksestä tehtävä due diligence -tarkastus[1] vähentää kuitenkin informaation epäsymmetriaa, mutta vallitseva tilanne ostaja- ja kohdeyrityksen välillä voi silti luoda vahvan kannustimen kohdeyritykselle vaikuttaa ostajan käsitykseen yrityksen arvosta. Näin ollen kohdeyrityksellä voi olla kannustin

[1] Due diligence -tarkastus tarkoittaa perusteellista arviointiprosessia, jossa kohdeyrityksen toimintaa ja riskejä tarkastellaan kaupallisesta, taloudellisesta, verotuksellisesta ja oikeudellisesta näkökulmasta (Howson 2003, 17).

vääristellä todellista taloudellista tilannettaan. (Dye 1988; Katramo ym. 2013, 59–60; Wangerin 2019.)

Yrityskauppakonteksti tarjoaakin otollisen ympäristön tuloksenjärjestelylle. Tuloksenjärjestelyllä (earnings management) tarkoitetaan tilikauden tuloksen tarkoituksellista manipulointia yrityksen todellisen taloudellisen tilanteen vääristelemiseksi tai peittämiseksi sekä ennalta määritetyn tavoitteen saavuttamiseksi (Healy & Wahlen 1999, 368; McVay 2006, 501; Schipper 1989, 92). Scott ja O'Brien (2020, 447) korostavat, että tuloksenjärjestely on mahdollista, koska todellista tilikauden tulosta ei voida objektiivisesti määritellä.

Tuloksenjärjestelyä yrityskauppojen yhteydessä on tutkittu suhteellisen paljon, mutta huomio on usein kohdistunut ostajayrityksiin. Ostajayritysten on muun muassa havaittu parantavan tulostaan ennen osakkeilla rahoitettuja yrityskauppoja, sillä ostajan osakekurssi vaikuttaa suoraan kauppahintaan ja vaihdettavien osakkeiden määrään (Erickson & Wang 1999). Tuloksenjärjestelyä on havaittu esiintyvän kuitenkin myös käteisellä rahoittavien ostajayritysten keskuudessa, erityisesti silloin, kun ostajayritys on korkeasti velkaantunut ja tavoittelee edullisempaa velkarahoitusta yrityskaupalle (Malikov & Zalata 2025).

Kohdeyritysten tuloksenjärjestelyä on sen sijaan tutkittu huomattavasti vähemmän (Campa & Hajbaba 2016, 56). Sillä on kuitenkin havaittu olevan merkittäviä vaikutuksia muun muassa yrityskaupan toteutumisen todennäköisyyteen (Anagnostopoulou & Tsekrekos 2015), kaupan ehtojen uudelleenneuvotteluun (Skaife & Wangerin 2013), maksetun ostohinnan preemion suuruuteen (Missonier-Piera & Spadetti 2023; Perafán-Peña ym. 2022) sekä ostajayrityksen kaupan jälkeiseen suorituskykyyn (Campa & Hajbaba 2016; Mughal ym. 2021) pörssilistattujen kohdeyritysten kontekstissa.

Viime vuosina pörssilistattujen kohdeyritysten tuloksenjärjestelyä käsittelevät tutkimukset ovat kuitenkin yleistyneet. Vaikka aiempien tutkimusten perusteella kohdeyritysten tuloksenjärjestely näyttää olevan varsin yleistä, ovat tutkimustulokset olleet siitä huolimatta ristiriitaisia. Osa tutkimuksista on esimerkiksi havainnut pörssilistattujen kohdeyritysten toteuttavan tulosta parantavaa tuloksenjärjestelyä (Campa & Hajbaba 2016; Davis & Khadivar 2024; Easterwood 1998; Elrazaz ym. 2021; Mughal ym. 2021), kun taas toisissa tutkimuksissa tuloksenjärjestely on havaittu olevan tulosta heikentävää (Anagnostopoulou & Tsekrekos 2013; 2015; Ben-Amar & Missonier-Piera 2008; Christopoulos ym. 2023; Missonier-Piera & Spadetti 2023). Toisaalta Erickson ja Wang (1999) eivät puolestaan havainneet tilastollisesti merkitsevää näyttöä minkään suuntaisesta kohdeyrityksissä tapahtuvasta tuloksenjärjestelystä.

Kirjallisuudessa tunnistetaan kaksi pääasiallista keinoa tuloksenjärjestelylle: suoriteperusteinen ja toiminnallinen tuloksenjärjestely. Suoriteperusteinen tuloksenjärjestely (accrual-based earnings management) perustuu kirjanpidon mahdollistaman joustavuuden hyödyntämiseen siten, että tilinpäätöksen lukuihin pyritään vaikuttamaan kirjanpidollisin valinnoin, kuten harkinnanvaraisin jaksotuksin. (McVay 2006, 501; Schipper 1989, 92, 98.) Harkinnanvaraisia jaksotuksia ovat johdon harkintaa vaativat toimet, kuten tulojen ja menojen jaksottaminen tilikausille sekä esimerkiksi varaston alaskirjaustarpeiden tai luottotappio- ja takuuvarausten arviointi (Dechow & Skinner 2000, 239). Toiminnallisella tuloksenjärjestelyllä (real earnings management) tarkoitetaan puolestaan todellisiin liiketoimintapäätöksiin kohdistuvia tarkoituksellisia toimenpiteitä, joiden tavoitteena on vaikuttaa raportoituun tulokseen. Näihin lukeutuvat muun muassa myynnin tilapäinen kasvattaminen, varaston yli- tai alituotanto sekä harkinnanvaraisten menojen tarkoituksellinen lisääminen tai vähentäminen. (Roychowdhury 2006, 340.)

Molempien keinojen taustalla on johdon pyrkimys vaikuttaa raportoituun tulokseen joko sitä kasvattamalla tai pienentämällä. Vaikka vaikutukset voivat näyttäytyä tilinpäätöksessä samankaltaisilta, keskeisimmät erot keinoissa liittyvät ajoitukseen, kassavirtavaikutuksiin sekä pitkän aikavälin seurauksiin. Toiminnallinen tuloksenjärjestely tapahtuu tilikauden aikana, ja siihen liittyvät toimet vaikuttavat suoraan yrityksen liiketoimintaan ja kassavirtaan. Suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä sen sijaan toteutetaan tilikauden päätyttyä tilinpäätöksen laatimisen yhteydessä, eikä sillä ole kassavirtavaikutusta. (Gunny 2010, 855–856; Scott & O'Brien 2020, 448–450; Zang 2012, 676.) Pitkän aikavälin vaikutusten osalta toiminnallinen tuloksenjärjestely voi olla yritykselle hyvinkin haitallista, koska se muuttaa todellisia liiketoimia ja voi heikentää yrityksen tulevaa suorituskykyä. Suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn vaikutus puolestaan rajoittuu useimmiten vain kuluvan ja seuraavan tilikauden tulokseen, sillä tehdyt jaksotukset purkautuvat väistämättä myöhempinä tilikausina. (Roychowdhury 2006, 338; Scott & O'Brien 2020, 449.)

Aiemmat tutkimustulokset ovat olleet ristiriitaisia myös sen suhteen, millä keinoilla kohdeyritykset ovat toteuttaneet tuloksenjärjestelyä. Osa tutkimuksista on havainnut yritysten harjoittavan ensisijaisesti toiminnallista tuloksenjärjestelyä (Campa & Hajbaba 2016; Elrazaz ym. 2021), kun taas toisissa tutkimuksissa tuloksenjärjestelyn on havaittu olevan toiminnallisen tuloksenjärjestelyn sijasta suoriteperusteista (Christopoulos ym. 2023; Missonier-Piera & Spadetti 2023). Davis ja Khadivar (2024) puolestaan raportoivat, että kohdeyritykset hyödynsivät molempia keinoja samanaikaisesti.

Koska suurin osa aiemmista tutkimuksista, ellei lähes kaikki, on keskittynyt ainoastaan pörssilistattuihin kohdeyrityksiin ja niiden tuloksenjärjestelyyn, on listaamattomat yritykset jätetty hyvin vähälle huomiolle, vaikka juuri ne muodostavat suuren osan kaikista yrityskauppojen kohteista (Mellen & Evans 2010, 15). Kallungin (2022, 194) mukaan listaamattomien yritysten tuloksenjärjestely voi olla myös jopa yleisempää kuin pörssiyritysten, koska pörssiyritysten tuloksenjärjestelyä rajoittavat muun muassa laajempi omistajien ja viranomaisten valvonta. Burgstahler ym. (2006) osoittivat eurooppalaisia yrityksiä koskevassa tutkimuksessaan, että tuloksenjärjestely oli yleisempää listaamattomissa kuin pörssiyrityksissä, ja tämä päti myös tutkimuksessa mukana olleisiin suomalaisiin yrityksiin.

Koska tuloksenjärjestelyyn vaikuttavat tekijät – kuten raportointiympäristö, markkinalähtöiset paineet, omistusrakenne, sidosryhmäsuhteet ja ulkopuolinen valvonta – poikkeavat merkittävästi pörssi- ja listaamattomien yritysten välillä (Ball & Shivakumar 2005, 95; Beatty & Harris 1999, 302; Burgstahler ym. 2006, 987), ei ole selvää, voidaanko aiempia pörssiyrityksiin keskittyneiden tutkimusten tuloksia yleistää listaamattomien kohdeyritysten yhteyteen. Vastaavasti maakohtainen konteksti vaikuttaa myös yleistettävyyteen. Muun muassa Anagnostopoulou ja Tsekrekos (2013, 67) huomauttavat, ettei yrityskaupan kohdeyritysten käyttäytymistä tuloksenjärjestelyn osalta voida suoraan yleistää eri maihin, koska maiden välillä on merkittäviä eroja esimerkiksi lainsäädännössä, yrityskauppamarkkinoiden rakenteessa sekä kilpailun määrässä. Myös Davis ja Khadivar (2024, 3) korostavat tuloksenjärjestelyn monimutkaista ja kontekstisidonnaista luonnetta, mikä luo perustellun lähtökohdan ilmiön tarkastelulle Suomessa, erityisesti listaamattomien kohdeyritysten kontekstissa.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet, rajaukset ja menetelmät

Tämä kvantitatiivinen tutkimus täydentää olemassa olevaa tutkimusaukkoa kolmella tavalla. Ensinnäkin tutkimus tarjoaa empiiristä näyttöä kohdeyritysten tuloksenjärjestelystä yrityskauppojen yhteydessä, joka tutkimusaiheena on yleistynyt viime vuosina, mutta jonka tulokset ovat olleet ristiriitaisia. Toiseksi tutkimus keskittyy listaamattomiin yrityksiin, joita ei juurikaan olla tutkittu yrityskauppojen ja kohdeyritysten tuloksenjärjestelyn kontekstissa. Kolmanneksi tutkimus tarjoaa uutta kansainvälistä näyttöä hyödyntämällä suomalaista aineistoa.

Tutkimuksessa tarkastellaan, esiintyykö suomalaisissa listaamattomissa kohdeyrityksissä tuloksenjärjestelyä ennen yrityskauppaa, millä keinoilla sitä toteutetaan ja minkä suuntaista se on. Tutkimuksessa vastataan seuraavaan tutkimuskysymykseen:

- Järjestelevätkö listaamattomat suomalaiset kohdeyritykset tulostaan yrityskauppaa edeltävänä tilikautena, ja jos järjestelevät, niin millä keinoilla ja minkä suuntaisesti tuloksenjärjestely toteutetaan?

Tutkimuksen empiirinen aineisto koostuu suomalaisista listaamattomista yrityksistä, jotka ovat olleet toteutuneiden yrityskauppojen kohteena vuosina 2022–2024. Aineisto on muodostettu mahdollisimman uusista yrityskaupoista, jotta se kuvastaisi kohdeyritysten nykyisiä toimintatapoja ja vallitsevia markkinaolosuhteita. Tarkastelujakso rajattiin tutkimusekonomisista syistä kolmeen vuoteen, jotta yrityskauppojen määrä ei kasvaisi liian suureksi, sillä aineisto kerättiin manuaalisesti. Rajattu ajanjakso kuvastaa aikaa, jolloin epävarmuudesta on muodostunut pysyvä osa yritysten liiketoimintaympäristöä (ks. McKinsey & Company 2025). Tänä aikana yrityskauppatoimintaan ovat vaikuttaneet muun muassa koronapandemian jälkivaikutukset, Ukrainan sodan alkaminen, energiakriisi, inflaation kiihtyminen, rahapolitiikan kiristyminen ja siitä seurannut korkotason nousu sekä lisääntynyt geopoliittinen epävarmuus.

Tutkimukseen on sisällytetty ainoastaan osakekaupat, joissa ostajayrityksellä on yrityskaupan jälkeen vähintään 50 prosentin omistusosuus kohdeyrityksestä. Näin varmistetaan, että yrityskauppa johtaa määräysvallan siirtymiseen. Lisäksi tutkimukseen on sisällytetty vain sellaiset kohdeyritykset, joiden suomalaisen tilinpäätöskäytännön (FAS) mukainen liikevaihto on yrityskauppaa edeltävänä tilikautena ollut vähintään yksi miljoona euroa, jotta otos rajautuu taloudellisesti riittävän suuriin yrityksiin. Toimialakohtaisen edustavuuden varmistamiseksi tutkimukseen on sisällytetty ainoastaan ne toimialat, joilla tarkastelujakson aikana on toteutunut vähintään 15 yrityskauppaa. Kriteerit täyttäviä yrityskauppoja oli yhteensä 133, mutta tilinpäätöstietojen puutteiden vuoksi lopullinen otos supistui 117 yrityskauppaan.

Tutkimusaineistona käytetään kohdeyritysten viimeisintä yrityskauppaa edeltävää tilinpäätöstä, koska aiemmissa tutkimuksissa on havaittu, että kohdeyritykset järjestelevät tulostaan todennäköisemmin yrityskauppaa edeltävänä tilikautena (Ben-Amar & Missonier-Piera 2008; Elrazaz ym. 2021; Mughal ym. 2021; Missonier-Piera & Spadetti 2023; Davis & Khadivar 2024). On kuitenkin mahdollista, että kohdeyritykset ovat järjestelleet tuloksiaan jo useita vuosia ennen yrityskauppaa (Ben-Amar & Missonier-Piera 2008, 237).

Tutkimuksessa analysoidaan sekä suoriteperusteista että toiminnallista tuloksenjärjestelyä. Aiemmat tutkimukset, kuten Zang (2012) sekä Cohen ja Zarowin (2010) ovat osoittaneet, että suoriteperusteinen ja toiminnallinen tuloksenjärjestely ovat toistensa substituutteja, eli toisiaan korvaavia tuloksenjärjestelyn keinoja, minkä vuoksi tuloksenjärjestelyä tutkittaessa on tarpeen

huomioida kummatkin keinot. Suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn tutkimiseksi tutkimuksessa hyödynnetään muunneltua Jonesin mallia (Dechow ym. 1995), joka on paranneltu versio Jonesin (1991) harkinnanvaraisiin jaksotuksiin perustuvasta mallista. Toiminnallista tuloksenjärjestelyä tutkitaan puolestaan Dechowin ym. (1998) kehittämän ja Roychowdhuryn (2006) soveltaman mallin avulla, joka keskittyy tarkastelemaan tuotantotasojen manipulointia. Listaamattomien yritysten tilinpäätöstietojen rajoitteiden vuoksi tutkimuksessa ei voida tarkastella toiminnallisen tuloksenjärjestelyn kahta muuta keinoa, myynnin ja harkinnanvaraisten menojen manipulointia, minkä vuoksi analyysi rajoittuu ainoastaan tuotantotasojen manipulointiin.

Tutkimuseettisen neuvottelukunnan laatiman ohjeistuksen (TENK 2023) mukaisesti tutkimuksessa on noudatettu hyvän tieteellisen käytännön periaatteita, joita ovat luotettavuus, rehellisyys, arvostus ja vastuunkanto. Tutkimuksen aineistonkeruu on toteutettu manuaalisesti, ja sen yhteydessä on kiinnitetty erityistä huomiota huolellisuuteen ja tarkkuuteen. Tilastolliset analyysit on tehty SPSS 29 -tilasto-ohjelmalla johdonmukaisesti, perustuen vakiintuneisiin menetelmiin ja aiempaan tutkimukseen. Tutkimuksen kaikki vaiheet ja tulokset on raportoitu avoimesti ja totuudenmukaisesti. Myös tietokantojen käyttöoikeuksista on sovittu ennen niiden hyödyntämistä. LSEG Workspacen ja Orbiksen käyttö perustuu Turun kauppakorkeakoulun tarjoamiin lisensseihin, ja Taloustutkan käyttö kirjoittajan työpaikan tarjoamaan lisenssiin. Opinnäytetyön laatimisen apuna on käytetty generatiivista tekoälyä. Turun kauppakorkeakoulun ohjeistuksen mukaisesti opinnäyteprosessin aikana käytettyjen tekoälytyökalujen ja niiden käytön yksityiskohtainen kuvaus on liitteessä 1.

1.3 Tutkimuksen rakenne

Tutkielma koostuu seitsemästä pääluvusta. Johdannon jälkeen luvussa 2 tarkastellaan yrityskauppoja keskittyen erityisesti osake- ja liiketoimintakauppojen näkökulmaan, mutta myös myyjä- ja ostajayritysten eriäviin näkökulmiin. Yrityskaupan käsitettä ja kokonaisuutta lähestytään ensin Buonon ja Bowditchin (1989) esittämän kolmiulotteisen integraatiokehyksen avulla, minkä jälkeen analysoidaan yrityskauppojen motiiveja sekä ostajan että myyjän näkökulmasta. Luvussa käsitellään myös seitsemää yrityskauppojen historiassa tunnistettua yrityskauppa-aaltoa, niiden keskeisiä piirteitä sekä yrityskauppamarkkinoilla havaittavissa olevaa uudenlaista aaltoa. Lisäksi luvussa käsitellään yrityskauppaprosessin vaiheita jaoteltuna hankintaa edeltäviin ja hankinnan jälkeisiin vaiheisiin. Lopuksi analysoidaan yrityskaupan toteutus- ja maksutapoja molempien yrityskaupan osapuolten näkökulmasta.

Luvussa 3 syvennytään tuloksenjärjestelyyn määrittelemällä ensin käsite sekä tutkimalla katsauksen muodossa sen opportunistista ja informatiivista näkökulmaa sekä eri muotoja yritysten taloudellisessa raportoinnissa. Lisäksi tutkitaan tuloksenjärjestelyn taustalla vaikuttavia teorioita eli informaation epäsymmetriaa ja agenttiteoriaa. Luvussa käsitellään myös tuloksenjärjestelyn kahta pääkeinoa sekä vertaillaan niiden käyttöä ja esiintyvyyttä aiempien tutkimusten valossa. Lopuksi analysoidaan tuloksenjärjestelyä käsitteleviä tutkimuksia tämän tutkimuksen kannalta keskeisessä kontekstissa eli listaamattomissa ja suomalaisissa yrityksissä.

Luku 4 sisältää kirjallisuuskatsauksen, jossa analysoidaan aiempia tutkimuksia kohdeyritysten tuloksenjärjestelystä sekä muodostetaan niiden pohjalta tutkimuksen neljä hypoteesia. Luku 5 käsittelee tutkimuksessa käytettäviä menetelmiä suoriteperusteisen ja toiminnallisen tuloksenjärjestelyn mallintamiseksi. Lisäksi luvussa kuvataan tutkimusaineiston keruuprosessi ja sen keskeiset ominaisuudet. Luvussa 6 esitetään tutkimustulokset ja tehdyt lisäanalyysit. Luku 7 kokoaa yhteen tutkimuksen keskeiset havainnot. Luvussa analysoidaan tuloksia laajemmin sekä arvioidaan tutkimuksen luotettavuutta, pätevyyttä ja yleistettävyyttä. Lopuksi esitetään jatkotutkimusehdotuksia.

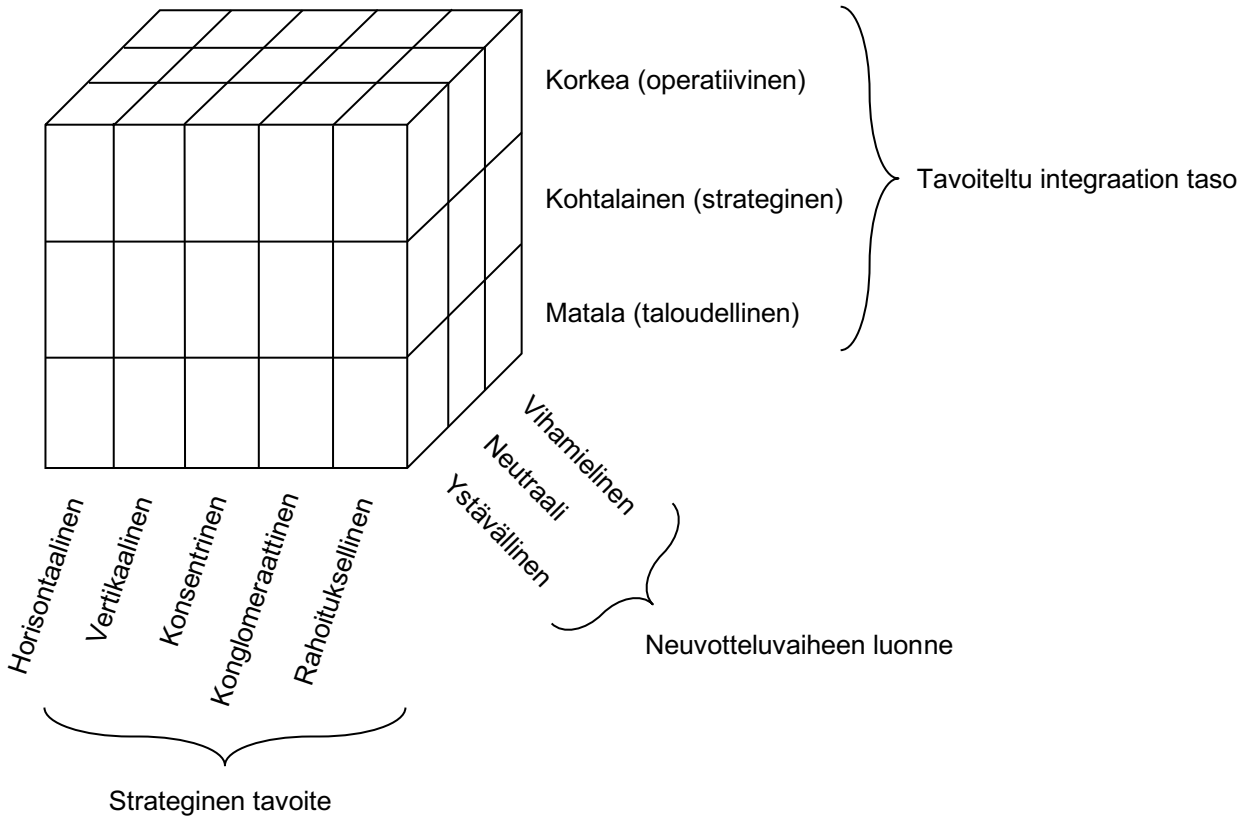
2 Yrityskaupat

2.1 Yrityskaupat ilmiönä

2.1.1 Määritelmä ja luokittelu

Yrityskaupat (mergers and acquisitions, M&A) voidaan määritellä yläkäsitteeksi, joka kattaa sekä yritysten sulautumiset eli fuusiot että yritysostot. Fuusiossa kaksi tai useampi itsenäinen organisaatio yhdistyy yhdeksi yritykseksi, ja yleensä ostaja- ja kohdeyritys ovat suurin piirtein samankokoisia tai samassa asemassa. Yritysostossa puolestaan ostajayritys hankkii kohdeyrityksen joko osittain tai kokonaan hyödyntämällä osakkeita tai käteistä. Yleisesti ottaen yritysostoissa ostajayritys on yleensä kooltaan suurempi, vaikka myös käänteisiä yritysostoja on olemassa. Vaikka fuusio ja yritysosto erotetaan toisistaan käsitteinä, on niiden välinen raja melko häilyvä. Monet fuusioiksi nimetyt järjestelyt ovat nimittäin taloudellisessa mielessä yritysostoja, joissa keskeistä on liiketoiminnan resurssien yhdistäminen saman määräysvallan alaisuuteen. (Faulkner ym. 2012, 687–689; Immonen 2022, 19.) Tässä tutkielmassa käytetään termiä yrityskaupat viittaamaan tilanteisiin, joissa kohdeyrityksen määräysvalta tai liiketoiminnan resurssit siirtyvät ostajayritykselle.

Yrityskaupat eivät ole kuitenkaan yhtenäinen ilmiö, vaan ne voidaan nähdä laajana ja moniulotteisena kokonaisuutena, jossa erilaiset taloudelliset, strategiset ja organisatoriset tekijät vaikuttavat kaupan lopputulokseen. Kirjallisuudessa on esitetty useita tapoja luokitella yrityskauppoja. (Angwin 2012, 62.) Buono ja Bowditch (1989) tarkastelevat yrityskauppoja kolmen ulottuvuuden kautta ja esittävät integraatiokehyksen (kuvio 1), jossa yrityskaupat luokitellaan ostajayrityksen strategisen tavoitteen, ostaja- ja kohdeyrityksen välisen suhteen sekä tavoitellun integraation tason perusteella. Näiden kolmen ulottuvuuden yhdistelmistä muodostuu 45 erilaista yrityskauppatyyppiä, joista tietyt yhdistelmät ovat kuitenkin huomattavasti yleisempiä kuin toiset.



Kuvio 1 Yrityskauppojen integraatiokehys (mukaillen Buono & Bowditch 1989, 75)

Buonon ja Bowditchin (1989) integraatiokehyksen ensimmäinen ulottuvuus liittyy yrityskaupan strategiseen tavoitteeseen. Kuvion 1 mukaisesti yrityskaupat voidaan luokitella ostajan strategisen tavoitteen perusteella horisontaalisiin, vertikaalisiin, konsentrisiin, konglomeraattisiin ja rahoituksellisiin yrityskauppoihin.

Horisontaalisessa yrityskaupassa ostaja- ja kohdeyritys toimivat samalla toimialalla ja kilpailevat samoilla markkinoilla. Tavoitteena on yleensä kilpailijoiden poistaminen markkinoilta, jolloin ostajayritys voi esimerkiksi saavuttaa mittakaavaetuja, kasvattaa markkinaosuuttaan tai rajoittaa kilpailua. Jos ostaja- ja kohdeyritys toimivat samalla toimialalla, mutta niiden toiminta on erilaista, puhutaan vertikaalisesta yrityskaupasta. Vertikaalisella yrityskaupalla tarkoitetaan esimerkiksi toimittajan tai asiakkaan hankkimista. Tällöin ostajayritys pystyy esimerkiksi tehostamaan arvonluontia tuotantoprosessissaan, saavuttamaan kustannussäästöjä ja vahvistamaan kilpailuasemaansa. (Katramo ym. 2013, 26–27.)

Konsentrisessa yrityskaupassa ostaja- ja kohdeyritys toimivat eri toimialoilla, mutta niillä on samankaltaisia piirteitä esimerkiksi markkinoiden, jakelukanavien, teknologian tai tutkimus- ja kehitystoiminnan osalta (Katramo ym. 2013, 28). Konsentrinen yrityskauppa voi liittyä joko tuotevalikoiman laajentamiseen, jolloin yrityksillä on keskenään kilpailemattomat tuotteet mutta

yhteinen tuotanto tai jakelu, tai markkinoiden laajentamiseen, jolloin yrityksillä on samat tuotteet mutta eri maantieteelliset markkinat. Näiden kahden konsentrisen yrityskauppatyypin ero voi olla välillä hienovarainen, ja luokittelu voi usein lähennellä horisontaalisia yrityskauppoja. (Buono & Bowditch 1989, 63.) Konglomeraattisessa yrityskaupassa ostaja- ja kohdeyrityksellä ei ole yhteisiä tuotemarkkinoita eikä ostaja–myyjä-suhdetta. Tällaiset yrityskaupat johtavat usein monialayritysten muodostumiseen, ja niiden taustalla voi olla esimerkiksi liiketoimintariskien hajauttaminen. (Angwin 2012, 47; Katramo ym. 2013, 28.)

Edellä käsitellyt neljä strategista tavoitetta liittyvät pääasiassa teollisiin ostajiin. Teollisella ostajalla tarkoitetaan yritystä, joka toimii yleensä samalla tai samankaltaisella toimialalla kuin kohdeyritys, ja pyrkii integroimaan ostettavan kohteen osaksi omaa liiketoimintaansa pitkäksi tai rajattomaksi ajaksi. Tavoitteena on tyypillisesti kasvu, kannattavuuden parantaminen tai liiketoiminnan laajentaminen. Keskeistä teollisille ostajille on synergiaetujen tavoitteleminen integraation myötä. (Katramo ym. 2013, 20–21.)

Rahoituksellisissa yrityskaupoissa ostajana on useimmiten pääomasijoittaja, jonka tavoitteena on kohdeyrityksen arvon kasvattaminen ja sijoituksesta irtautuminen voitollisesti suhteellisen lyhyellä sijoitusperiodilla. Toisin kuin teolliset ostajat, pääomasijoittajat eivät yleensä tavoittele synergiaetuja oman liiketoimintansa kanssa, vaan keskittyvät kohdeyrityksen kehittämiseen, kannattavuuden parantamiseen ja kasvun vauhdittamiseen orgaanisesti tai yrityskaupoin. Keskeinen piirre rahoituksellisissa yrityskaupoissa on velkavivun hyödyntäminen, minkä vuoksi pääomasijoittajien tekemiä yrityskauppoja kutsutaan usein velkarahoitteisiksi yritysostoiksi (leveraged buyout). (Katramo ym. 2013, 21–23.)

Kuvion 1 havainnollistaman integraatiokehyksen toinen ulottuvuus luokittelee yrityskaupat niiden neuvotteluvaiheen ystävällisyyden tai vihamielisyyden asteen mukaan (Buono & Bowditch 1989). Yrityskauppa voi olla joko ystävällinen, vihamielinen tai neutraali riippuen siitä, miten kohdeyrityksen johto ja omistajat suhtautuvat ostotarjoukseen. Ystävällismielisissä yrityskaupoissa kohdeyrityksen johdon ja omistajien tavoitteet ovat samansuuntaiset. Neuvottelut osapuolten välillä etenevät hyvässä hengessä, ja kauppa toteutetaan yhteisymmärryksessä. Vihamielisissä yrityskaupoissa ostotarjous ei sen sijaan saa kohdeyrityksen johdon hyväksyntää heidän vastustaessaan kaupan toteutumista. Tällaisessa tilanteessa ostaja voi pyrkiä ohittamaan kohdeyrityksen johdon lähestymällä osakkeenomistajia ostotarjouksella tai hankkimalla osakkeita suoraan markkinoilta. Vihamieliset kaupat herättävät usein epävarmuutta ja vastarintaa. (Angwin 2012, 52–53; DePamphilis 2018, 22, 94–95; Immonen 2022, 41–42.) Buono ja Bowditch (1989, 75)

täydentävät luokittelua lisäämällä vielä laissez-faire-tyyppisen yrityskaupan, jossa neuvotteluvaiheen luonne on neutraali.

Integraatiokehyksen kolmas ulottuvuus liittyy yrityskaupan osapuolten väliseen integraation tasoon yrityskaupan jälkeen. Buono ja Bowditch (1989) jakavat integraation kolmeen pääluokkaan: matalaa integraation tasoa edustava taloudellinen integraatio, keskinkertaista integraatiota edustava strateginen integraatio ja korkeaa integraatiota edustava operatiivinen integraatio. Yrityskaupan jälkeinen tilanne voi vaihdella näin ollen täydellisestä autonomiasta täydelliseen integraatioon. Ääripäiden väliin sijoittuu strateginen integraatio, jossa yritykset esimerkiksi yhdistävät joitakin toimintoja tai sopivat yhteisistä toimintakäytänteistä. Integraation laajuus määräytyy pitkälti yrityskaupan strategisten tavoitteiden perusteella. Esimerkiksi horisontaalisissa ja vertikaalisissa yrityskaupoissa tavoitellaan usein syvempää integraatiota mittakaavaetujen saavuttamiseksi, kun taas konglomeraattisissa yrityskaupoissa integraatio voi rajoittua esimerkiksi vain taloudelliseen valvontaan. (Buono & Bowditch 1989, 71–73.)

2.1.2 Yrityskaupan motiivit

Yrityskauppojen taustalla on tunnistettu monenlaisia motiiveja, joita vuosien varrella ovat muokanneet erilaiset ulkoiset tekijät, kuten lainsäädännön keventyminen, kansainvälisen kaupan kasvu ja teknologinen kehitys (Faulkner ym. 2012, 686–687). Seth (1990, 100) luokittelee yrityskauppojen motiivit arvoa lisääviin ja arvoa alentaviin motiiveihin. Arvoa lisäävät motiivit perustuvat pyrkimykseen kasvattaa osakkeenomistajien varallisuutta luomalla lisäarvoa yrityskauppojen kautta (Seth 1990, 100). Tällaisten yrityskauppojen taustalla on usein oletus synergioiden saavuttamisesta (Katramo ym. 2013, 34). Synergiamotiivit perustuvat ajatukseen, että kahden yrityksen yhdistäminen tuottaa lisäarvoa, jota kumpikaan yritys ei voisi itsenäisesti saavuttaa (Berkovitch & Narayanan 1993, 347). Yrityskaupan jälkeen muodostuvan kokonaisuuden odotetaan siis olevan enemmän kuin osiensa summa, mikä voi näkyä muun muassa parantuneena kannattavuutena, tuottomahdollisuuksien monipuolistumisena tai vahvistuneena kilpailuasemana (Katramo ym. 2013, 34).

Rabier (2017, 2668) jakaa synergiamotiivit tarkemmin operatiivisiin ja taloudellisiin motiiveihin. Operatiiviset synergiamotiivit liittyvät pitkälti kohdeyrityksen tärkeiden organisatoristen järjestelmien uudelleenjärjestelyyn, koordinointiin ja valvontaan, kun taas taloudelliset motiivit perustuvat ostaja- ja kohdeyrityksen rahoitusrakenteiden yhdistämisestä saataviin hyötyihin.

Operatiivisiin motiiveihin kuuluvat muun muassa mittakaava- tai laajuusedut, tuottojen lisääntyminen sekä yrityksen suurempi koko. Mittakaavaeduilla tarkoitetaan toimintojen, kuten hankinnan, varastonhallinnan tai jakelun, tehostumista ja kustannusten vähentymistä silloin, kun yritykset käyttävät yhteisiä fyysisiä resursseja. Mittakaavaetuja voi ilmetä myös muilla liiketoiminnan osa-alueilla, kuten markkinoinnissa tai tuotekehityksessä. Laajuusedut ilmenevät puolestaan silloin, kun yritys pystyy harjoittamaan useampaa liiketoimintaa yhtäaikaisesti alemmilla kustannuksilla, kuten esimerkiksi konglomeraattisissa yrityskaupoissa. Myös toisen yrityksen tietotaidon saaminen käyttöön voi olla merkittävä yrityskaupan motiivi. (DePamphilis 2018, 8–11; Seth 1990, 101, 104.) Yrityksen koon kasvu yrityskaupan seurauksena ei kuitenkaan itsessään takaa strategista etua, vaan keskeistä on, kuinka yhdistyminen vahvistaa yrityksen kilpaluasemaa markkinoilla (Katramo ym. 2013, 32). Suuremman kokonsa myötä yritys saattaa pystyä vaikuttamaan muun muassa tuotteidensa tai palveluidensa hintaan, määrään tai luonteeseen ja näin ollen mahdollisesti vähentämään kilpailua (Rabier 2017, 2668).

Taloudellisiin synergiamotiiveihin puolestaan kuuluvat esimerkiksi rahoitussynergia ja verohyödyt (Rabier 2017, 2668). Rahoitussynergialla tarkoitetaan sitä, että yrityskaupan seurauksena yrityksen pääomakustannukset pienenevät. Tämä voi johtua esimerkiksi liiketoiminnan kokonaisriskin pienenemisestä, jos ostaja- ja kohdeyrityksen kassavirrat korreloivat heikosti. Yrityskaupat voivat tuoda myös rahoitushyötyjä silloin, kun ostajalla on käytettävissään vapaata kassaa tai ylimääräistä velankantokykyä, jota voidaan hyödyntää kohdeyrityksen investointitarpeisiin, johon kohdeyritys olisi itsenään ollut kykenemätön. (DePamphilis 2018, 11–12.) Verotus voi toimia myös merkittävänä taloudellisena motiivina yrityskaupoille. Ostajayritykselle voi koitua verohyötyjä esimerkiksi silloin, jos kohdeyrityksellä on verotuksessa vahvistettuja tappioita, jotka pystytään siirtämään yrityskaupan yhteydessä ostajayritykselle. Kansainvälisissä yrityskaupoissa on myös mahdollista, että ostajayritys haluaa siirtää pääkonttorinsa edullisemman verokannan maahan hankkimalla kyseisessä maassa toimivan yrityksen. (DePamphilis 2018, 15; Katramo ym. 2013, 36.)

Yrityskauppojen arvoa alentavissa motiiveissa korostuvat puolestaan yritysjohdon omat tavoitteet, jolloin yrityskauppa saatetaan toteuttaa osakkeenomistajien kustannuksella. Tällöin kauppa ei perustu todellisiin synergiaetuihin eikä näin ollen johda aitoon arvonluontiin. (Seth 1990, 100.) Arvioista riippuen jopa noin 50–80 prosenttia yrityskaupoista epäonnistuu eikä johda arvonluontiin (McGrath 2011, 16). Johtoon liittyvät arvoa alentavat motiivit voidaan jaotella agenttimotiiviin ja hubris- eli ylimielisyyshypoteesiin (Berkovitch & Narayanan 1993, 347).

Agenttimotiivissa yrityskauppa ei palvele osakkeenomistajien etua, vaan sen taustalla on ostajayrityksen johdon omat intressit, kuten vallan kasvattaminen tai säilyttäminen taikka henkilökohtaisen aseman vahvistaminen työpaikan menettämisen pelossa (Morck ym. 1990, 31; Sudarsanam 2010, 78). Johto saattaa esimerkiksi valita sellaisen kohdeyrityksen, jonka kautta se voi vahvistaa omaa rooliaan yrityksessä. Berkovitchin ja Narayananin (1993, 350) esimerkin mukaisesti tiettyyn toimialaan erikoistunut johto saattaa hankkia ainoastaan oman toimialansa yrityksiä, jotta yrityksen menestys riippuisi entisestään johdon erityisosaamisesta. Myös yrityskaupan toteuttaminen käteisellä saattaa olla johdon keino säilyttää määräysvaltansa (Sudarsanam 2010, 78).

Rollin (1986) kehittämän ylimielisyyshypoteesin mukaan yrityksen arvoa alentava yrityskauppa perustuu johdon virhearvioon eli johto yliarvioi joko kohdeyrityksen arvon tai omat kykynsä yrityskaupan toteuttamisessa. Jos yrityskauppa toteutetaan liiallisen itsevarmuuden eikä todellisten synergiaetujen pohjalta, saatetaan kaupasta maksaa ylihintaa ja näin ollen ostajayrityksen arvo voi alentua. Ylimielisyyshypoteesissa kohdeyrityksen omistajat hyötyvät kaupasta, mutta ostajayrityksen osakkeenomistajat puolestaan häviävät, jolloin kokonaishyöty jää usein vähäiseksi tai puuttumaan kokonaan. (Berkovitch & Narayanan 1993, 350–351.)

Myös yrityksen myyntiin liittyy monenlaisia motiiveja. Myyjän motiivit vaihtelevat merkittävästi riippuen siitä, onko myyjänä esimerkiksi suurempi monialayritys vai yrittäjävetoinen yritys. Monialayrityksen ollessa kaupan myyjäosapuolena, motiivina voi olla esimerkiksi ydinliiketoimintaan kuulumattoman liiketoiminnan myyminen. Yrittäjävetoisissa yrityksissä myyntipäätös voi pohjautua esimerkiksi henkilökohtaisiin tai resurssiperusteisiin tekijöihin, kuten uuteen liiketoimintaideaan, eläkkeelle siirtymiseen, sopivan jatkajan puuttumiseen tai liiketoiminnan kehittämiseen edellyttämien resurssien puutteeseen. Tällaisissa tilanteissa yrityskauppa voi näyttäytyä mahdollisuutena realisoida yrittäjän työn arvo tai turvata liiketoiminnan jatkuminen. (Katramo ym. 2013, 37–38; Sherman 2010, 26–28.)

Toisaalta myynti voi perustua myös ulkoisiin tekijöihin, kuten toimintaympäristössä tapahtuneisiin strategisiin muutoksiin. Esimerkiksi tärkeän jakelukanavan menettäminen tai markkinarakenteen muutokset voivat heikentää yrityksen kilpailuasemaa ja kannustaa omistajaa myyntiin. Päätöksentekoon voivat vaikuttaa lisäksi ulkoiset taloudelliset olosuhteet, kuten korkotaso, rahoituksen saatavuus ja yleiset kasvunäkymät niin yrityksen omalla toimialalla kuin laajemmin taloudessa. (Katramo ym. 2013, 37–38.)

2.1.3 Yrityskauppa-aallot

Yksi yrityskauppoihin liittyvistä keskeisistä piirteistä on niiden taipumus keskittyä tiettyihin ajanjaksoihin. Näitä ajanjaksoja, jolloin yrityskauppoja tapahtuu keskimääräistä enemmän, kutsutaan yrityskauppa-aalloiksi. Nimensä mukaisesti yrityskaupat tapahtuvatkin usein aalloissa. (Sudarsanam 2010, 15.)

Yrityskauppa-aaltoja on esiintynyt Yhdysvalloissa jo 1900-luvun vaihteesta lähtien, kun taas Euroopassa vasta huomattavasti myöhemmin. Luotettavasti yrityskauppatietoa on saatavilla Ison-Britannian osalta vasta 1960-luvulta lähtien ja Manner-Euroopan osalta 1980-luvulta alkaen (Martynova & Renneboog 2008, 2149). Martynovan ja Renneboogin (2008, 2149) mukaan on kuitenkin mahdollista, että yrityskauppatoimintaa on esiintynyt Euroopassa jo tätä aiemmin, ja mahdolliset pienemmän mittakaavan yrityskauppa-aallot ovat seuranneet Yhdysvaltojen kehitystä. Tähän mennessä yrityskauppa-aaltoja on maailmalla tunnistettu yhteensä seitsemän kappaletta (Emiru & Weisblatt 2025), joista ensimmäiset kaksi tapahtuivat ainoastaan Yhdysvalloissa ja viides oli jo täysin kansainvälinen yrityskauppa-aalto (Martynova & Renneboog 2008, 2149).

The Great Merger Waveksi kutsuttu ensimmäinen yrityskauppa-aalto ilmeni Yhdysvalloissa 1900-luvun vaihteessa ja koostui pääosin horisontaalisista yrityskaupoista. Tämä johti toimialojen keskittymiseen (Martynova & Renneboog 2008, 2149), minkä vuoksi Stigler (1950) käytti ensimmäisestä aallosta nimitystä ”merger for monopoly”. Toisen, 1920-luvulla tapahtuneen, yrityskauppa-aallon keskiössä oli siirtyminen monopoleista kohti oligopoleja, joissa toimialoja hallitsi yhden suuren yrityksen sijasta kaksi tai muutama merkittävä yritys. Tätä toista aaltoa Stigler (1950, 31) luonnehti termillä ”merger for oligopoly”, sillä yrityskaupat tapahtuivat pitkälti pienempien yritysten välillä, jotka olivat jääneet edellisen aallon aikana syntyneiden monopolien ulkopuolelle, mikä lisäsi edelleen toimialojen keskittymistä.

Kolmas yrityskauppa-aalto alkoi 1950-luvulla ja kesti lähes kaksi vuosikymmentä ulottuen Yhdysvaltojen lisäksi jo Isoon-Britanniaan ja Manner-Eurooppaan. Kolmannen yrityskauppa-aallon kaupat olivat suurelta osin konglomeraattisia, joissa ostaja- ja kohdeyrityksellä ei ollut yhteisiä tuotemarkkinoita eikä ostaja–myyjä-suhdetta. (Kolev ym. 2012, 22; Martynova & Renneboog 2008, 2150; Shleifer & Vishny 1991, 51.) 1980-luvulla syntynyt neljäs yrityskauppa-aalto perustui puolestaan edellisen aallon aikana syntyneiden tehottomien monialayritysten liiketoimintojen uudelleenorganisointiin, minkä vuoksi yrityskaupat olivat pitkälti vihamielisiä (Shleifer & Vishny 1991, 53–54). Samanaikaisesti yritysten strateginen painopiste siirtyi yhä enemmän kohti ydinliiketoimintaan keskittymistä (Sudarsanam 2010, 19).

Euroopan yrityskauppamarkkinat alkoivat kasvamaan merkittävästi 1980-luvulta lähtien, ja 1990-luvun lopulla yrityskauppojen volyymi saavutti jo Yhdysvaltojen tason. 1990-luvulle ajoittuikin viides, historian suurin, yrityskauppa-aalto, jota vauhdittivat muun muassa globalisaatio, teknologinen kehitys ja yksityistämiset. Viidennen yrityskauppa-aallon yksi merkittävimmistä piirteistä oli sen kansainvälinen luonne, sillä yritykset alkoivat hakemaan kasvua kansainvälisiltä markkinoilta. (Martynova & Renneboog 2008, 2149, 2152.) Euroopassa tätä kehitystä vahvistivat myös vuonna 1992 avatut sisämarkkinat ja vuonna 1999 käyttöönotettu euro. Viidennelle aallolle tyypillistä oli edellisen aallon tapaan keskittyminen ydinliiketoimintaan. (Sudarsanam 2010, 24–25.)

Kuudes aalto alkoi vain muutama vuosi edellisen päättymisen jälkeen vuonna 2003. Vaikka yrityskauppojen määrä kasvoi entisestään, jäi kyseinen aalto edeltäjäänsä pienemmäksi. (Martynova & Renneboog 2008, 2152.) Kansainväliset yrityskaupat jatkoivat kasvuaan, mutta Euroopassa valtaosa kaupoista tehtiin yhä kansallisesti. Viidennen ja kuudennen yrityskauppa-aallon aikana kansallisten yrityskauppojen arvo lähes kolminkertaistui ylittäen 216 miljardia dollaria, ja kansainvälisten kauppojen arvo kasvoi lähes neljäntoistakertaiseksi, nousten lähes 100 miljardiin dollariin. (Moschieri & Campa 2014, 1481.) Kuudes aalto huipentui vuoteen 2007 (Martynova & Renneboog 2008, 2152).

Vaikka jokainen yrityskauppa-aalto poikkeaakin toisistaan, on niistä mahdollista tunnistaa yhteisiä piirteitä. Ensinnäkin kaikki aallot ovat ajoittuneet taloudellisen elpymisvaiheen, kuten sodan tai laman jälkeiseen aikaan. Toiseksi kaikkiin aaltoihin on liittynyt osakemarkkinoiden nousukausi ja tästä johtuva nopea luotonannon kasvu. Kolmanneksi yrityskauppamarkkinoita ovat vauhdittaneet myös usein erilaiset sääntelyn muutokset sekä teolliset ja teknologiset häiriöt. Kaikki kuusi aaltoa ovat lisäksi päättyneet osakemarkkinoiden romahdukseen ja sitä seuranneeseen taloudelliseen taantumaan. (Martynova & Renneboog 2008, 2152, 2173.)

Seitsemäs yrityskauppa-aalto käynnistyi vuonna 2012 (Emiru & Weisblatt 2025). Vuonna 2021 yrityskauppojen arvo nousi ennätykselliseen 5,8 biljoonaan dollariin ja kaksi vuotta myöhemmin se laski alhaisimmalle tasolleen kymmeneen vuoteen. Vuoden 2024 yrityskauppakehitys noudatti pitkälti samaa kaavaa kuin monet muut aiemmat makrotaloudellisten sokkien jälkeiset elpymisjaksot. Yrityskauppojen arvon viimeaikaista laskua selittää ennen kaikkea toteutuneiden yrityskauppojen vähäisempi määrä, mikä heijastaa markkinoiden lisääntynyttä epävarmuutta. (Bain & Company 2024; McKinsey & Company 2025.)

McKinsey & Companyn (2025) raportin mukaan yrityskauppamarkkinoilla onkin havaittavissa uudenlainen aalto, jota luonnehtii epävarmuuden muodostuminen pysyväksi osaksi yritysten liiketoimintaympäristöä. Viime vuosien useat samanaikaiset makrotaloudelliset sokit – kuten koronapandemian jälkivaikutukset, energiakriisi, korkotason nousu, tullipolitiikan muutokset ja geopoliittinen epävarmuus – ovat muokanneet myös yrityskauppoja tehden niistä muun muassa aiempaa harkitumpia. Raportin mukaan yrityskauppoja ohjaavat nykyään vahvasti epävarmuus ja pitkäkestoiset muutokset markkinaympäristössä, ja vastaavien samanaikaisten makrotaloudellisten sokkien arvioidaan jatkuvan myös tulevaisuudessa.

2.2 Yrityskauppaprosessi

Yrityskauppaprosessin vaiheiden määrän ja niiden välisten rajojen tarkka määrittely on osoittautunut haastavaksi. Osa tutkijoista mieltää yrityskauppaprosessin useampivaiheisena (esim. DePamphilis 2018; Katramo ym. 2013; Sherman 2010), kun taas toiset jakavat sen karkeasti kahteen päävaiheeseen: hankintaa edeltävään ja hankinnan jälkeiseen vaiheeseen (esim. Gomes ym. 2013; Haspeslagh & Jemison 1991). Tämä kahtiajako on kuitenkin havaittavissa myös monivaiheisissa jaotteluissa, vaikka niissä onkin enemmän yksittäisiä vaiheita.

Hankintaa edeltävään vaiheeseen sisältyvät tyypillisesti yritysostostrategian laadinta, kohdeyritysten kartoitus ja neuvottelut, kun taas hankinnan jälkeinen vaihe painottuu integrointiin ja yrityskaupan onnistumisen arviointiin. Näiden kahden päävaiheen välisenä käännekohtana toimii omistusoikeuden siirtyminen ostajayritykselle. (McSweeney & Happonen 2012, 176–191; Gomes ym. 2013, 16.) Jo ennen käännekohtaa on kuitenkin usein tarpeen aloittaa integraation suunnittelu ja suhteiden muodostaminen kohdeyritykseen (McSweeney & Happonen 2012, 173), mikä tekee myös kahdesta päävaiheesta vuorovaikutteisia (ks. Haspeslagh & Jemison 1991, 13). Yrityskauppaprosessin yksittäiset vaiheet voivat puolestaan edetä osin rinnakkain tai poiketa tavanomaisesta järjestyksestä. Prosessi voi alkaa esimerkiksi epävirallisilla neuvotteluilla ennen virallisen yrityskauppastrategian laadintaa. (Gomes ym. 2013, 16.) Haspeslagh ja Jemison (1991, 13) painottavat, ettei prosessiin ole yhtä oikeaa lähestymistapaa, vaan se muotoutuu usein tilanteen mukaan.

Hankintaa edeltävä vaihe alkaa tyypillisesti yritysostostrategian laatimisella, jonka tarkoituksena on ensinnäkin asettaa tavoitteet ja kriteerit mahdolliselle yrityskaupalle sekä toisekseen varmistaa, että yrityskauppa tukee ostajayrityksen pitkän aikavälin tavoitteita ja strategista suuntaa. Yrityskaupan tavoitteisiin sisältyy tyypillisesti sekä taloudellisia että ei-taloudellisia tavoitteita. Taloudellisia tavoitteita voivat olla esimerkiksi tuottovaatimukset ja kannattavuuden kehitystä seuraavat mittarit,

kun taas ei-taloudelliset tavoitteet liittyvät yrityskaupan motiiveihin, kuten yrityksen kilpailuaseman vahvistamiseen, uusille markkinoille laajentumiseen taikka uuden teknologian, osaamisen tai tuotantokapasiteetin hankkimiseen. Yritysostostrategia toimii paitsi lähtökohtana kohdeyritysten seulonnalle, myös suuntaviivana sisäiselle ohjaukselle ja ulkoisille neuvotteluille. (DePamphilis 2018, 153; Sherman 2010, 41–42.)

Yritysostostrategian laatimisen jälkeen alkaa yleensä kohteiden kartoitus, jonka tavoitteena on tunnistaa potentiaalisia yrityksiä, jotka täyttävät joitain ennalta määriteltyjä kriteerejä. Keskeisiä, yrityskaupan tavoitteista riippumattomia, valintaperusteita ovat kohdeyrityksen toimiala, markkinaosuus ja koko. Muita mahdollisia kriteereitä voivat olla esimerkiksi kohdeyrityksen maantieteellinen toiminta-alue, resurssit, kannattavuus ja kasvupotentiaali. (Katramo ym. 2013, 42.) Sudarsanam (2010, 391) painottaa, että kohdeyrityksen valinta edellyttää aina erityistä huolellisuutta, koska epäonnistunut valinta ei ainoastaan kuluta resursseja ja aikaa, vaan voi myös johtaa arvon tuhoutumiseen.

Yrityskauppaprosessi ei kuitenkaan aina käynnisty ostajan toimesta, vaan se voi saada alkunsa myös ulkopuolelta tulevasta ehdotuksesta tai kohteen omasta aloitteesta (McSweeney & Happonen 2012, 178). Jos idea yrityskaupasta tulee myyjän puolelta, kyseessä on yleensä rajoitettu tai avoin huutokauppa. Rajoitetussa huutokaupassa valitaan rajattu joukko ostajaehdokkaita, joita lähestytään määritellyn aikataulun ja rakenteen mukaisesti. Prosessin edetessä kandidaatteja karsitaan tarjousten perusteella, ja jäljelle jääville annetaan enemmän tietoa kohteesta. Avoimessa huutokaupassa puolestaan kaikki kiinnostuneet ostajaehdokkaat voivat osallistua, ja kohdetta markkinoidaan laajasti. Huutokauppojen etuna on myyjän kyky hallita prosessia ja luoda kilpailua ostajien välillä, mikä ei onnistu ostajan puolelta käynnistyneissä kahden välisissä neuvotteluissa. Toisaalta riskinä on esimerkiksi luottamuksellisen tiedon päätyminen kilpailijoille. Lisäksi etenkin avoimen huutokaupan kohdalla julkiset myyntiaikeet voivat myös vaikuttaa negatiivisesti esimerkiksi asiakassuhteisiin ja henkilöstöön. (Katramo ym. 2013, 62–63.)

Potentiaalisen kohde- tai ostajayrityksen löytymisen jälkeen yrityskauppaprosessi etenee neuvotteluvaiheeseen, jota DePamphilis (2018, 177) kuvaa prosessin monimutkaisimmaksi osa-alueeksi. Neuvotteluvaiheessa on tarkoitus määrittää kohdeyrityksestä tai liiketoiminnasta maksettava todellinen kauppahinta, joka voi erota merkittävästikin alkuperäisestä tarjouksesta. Jotta todellisen kauppahinnan määrittäminen onnistuu, kohdeyritys käy neuvotteluvaiheessa läpi due diligence -tarkastuksen. (DePamphilis 2018, 177, 179–180.) Due diligence -tarkastus tarkoittaa kattavaa tarkastusprosessia, jossa kohdeyritystä arvioidaan kaupallisesta, taloudellisesta,

verotuksellisesta ja oikeudellisesta näkökulmasta (Howson 2003, 17). Neuvotteluvaihe sisältää due diligence -tarkastuksen lisäksi myös kohteen arvon uudelleenmäärittämisen tarkastuksessa saatujen tietojen perusteella, kaupan rakenteen suunnittelun ja rahoitussuunnitelman laatimisen (DePamphilis 2018, 177).

Due diligence -tarkastuksen keskeisinä tavoitteina on saada kattavampi kuva kohdeyrityksestä, tunnistaa yrityskauppaan liittyviä riskejä ja mahdollisuuksia sekä varmistaa, että ostaja tietää tarkasti, mitä on hankkimassa. Tarkastuksen tarkoituksena on vähentää informaation epäsymmetriaa ostajan ja myyjän välillä. Prosessin aikana ostajalle annetaan pääsy luottamukselliseen tietoon, jonka avulla kohdeyrityksen arvoa, riskejä ja mahdollisia synergiaetuja voidaan arvioida. Due diligence -tarkastus voi johtaa myös kaupan keskeyttämiseen, mikäli havaitaan, etteivät yrityskaupalle asetetut tavoitteet täyty. (Howson 2003, 17; Katramo ym. 2013, 50–52; Wangerin 2019, 2345.)

Due diligence -tarkastuksesta saadut havainnot kohdeyrityksestä eivät rajoitu pelkästään neuvotteluiden tukemiseen, vaan ne voivat toimia pohjana myös yrityskaupan jälkeisen integraation suunnittelussa. (Howson 2003, 17; Katramo ym. 2013, 52.) Katramon ym. (2013, 67) mukaan due diligence -tarkastuksen tarjoamia mahdollisuuksia ei kuitenkaan aina hyödynnetä täysimääräisesti esimerkiksi integraation suunnittelun osalta, mikä voi muodostua keskeiseksi syyksi yrityskauppojen epäonnistumisille.

Kun due diligence -tarkastus on suoritettu, kaupan ehdot on sovittu ja lopullinen kauppakirja on allekirjoitettu, siirrytään hankinnan jälkeiseen integraatiovaiheeseen. Vaikka itse kaupan toteutuminen mielletään usein prosessin huipentumaksi, tapahtuu varsinainen arvonluonti vasta hankinnan jälkeisessä vaiheessa. Ostajayrityksen on kyettävä lunastamaan kauppaan liittyvät strategiset ja taloudelliset odotukset sekä perustelemaan maksamansa hankintahinta. (Howson 2003, 17; Sudarsanam 2010, 695.)

Integraatiovaiheen onnistuminen on ratkaisevassa asemassa yrityskaupan kokonaisonnistumisen kannalta (DePamphilis 2018, 191). Sen suunnittelu tulisi aloittaa jo hyvissä ajoin ennen kaupan toteutumista, vaikka varsinainen toteutus voidaan aloittaa vasta, kun omistusoikeus on virallisesti siirtynyt ostajalle (Gomes ym. 2013, 16; McSweeney & Happonen 2012, 190). Integroinnin laajuus määräytyy kaupan strategisten tavoitteiden mukaan, mutta kyse ei ole koskaan vain kahden yrityksen muodollisesta yhdistämisestä. Integraatio koskee strategioita, prosesseja, toimintatapoja, järjestelmiä, organisaatiokulttuuria sekä ennen kaikkea henkilöstöä. (McSweeney & Happonen 2012, 190; Sudarsanam 2010, 695.) Yrityskauppaprosessin lopulla toteutettava arviointi täydentää

integraatiovaihetta. Arvioinnin avulla selvitetään, täyttikö kauppa sille asetetut tavoitteet ja mitä voidaan oppia tulevia yrityskauppoja varten. Ilman järjestelmällistä arviointia yritykset vaarantuvat toistamaan samoja virheitä, minkä vuoksi arviointivaihe on kriittinen erityisesti aktiivisesti yrityskauppoja toteuttaville yrityksille. (DePamphilis 2018, 192–193.)

2.3 Yrityskaupan keskeiset osatekijät

2.3.1 Yrityskaupan toteutustavat

Yrityskauppojen toteutustavat jaetaan tyypillisesti osake- ja liiketoimintakauppoihin (Immonen 2022, 45). Osakekaupassa kohteen osakkeenomistajat myyvät osakkeensa ostajalle, jolloin ostaja saa määräysvallan yhtiöön. Kaikki kaupan ajankohdan aikaiset varat ja velat sisältyvät välillisesti kauppaan. Liiketoimintakaupassa ostajayritys puolestaan hankkii kohdeyrityksen omaisuuden tai osan siitä. Tämä mahdollistaa ostajayritykselle valikoivan lähestymistavan, sillä kaupan kohteena ovat vain erikseen määritellyt varat ja vastuut. Toisin kuin osakekaupassa, jossa kauppahinta maksetaan kohdeyrityksen osakkeenomistajille, liiketoimintakaupassa kauppahinta maksetaan suoraan kohdeyritykselle. (DePamphilis 2018, 414.)

Yrityskaupan toteutustavan valintaan vaikuttavat useat tekijät, kuten kohdeyrityksen varojen arvo, vastuiden suuruus, omistuksen keskittyneisyys, yritysjohdon suhtautuminen kauppaan, liiketoimintariskit sekä paikallinen sääntely (Joseph & Ryan 2012, 258). Toivottu kaupan toteutustapa on yleensä myös hyvin erilainen myyjälle ja ostajalle heidän näkemyserojensa takia (Jory ym. 2012, 105). Taulukossa 1 on tiivistetty yrityskaupan toteutustapojen edut ja haitat myyjän näkökulmasta Suomen kontekstissa.

Taulukko 1 Myyjän näkökulma yrityskaupan toteutustapojen eduista ja haitoista

	Edut	Haitat
Liike-toiminta-kauppa	Yhtiön olemassaolon säilyminen Yrityskaupan ulkopuolelle jääneen omaisuuden omistusoikeuden säilyminen Verotuksessa vahvistettujen tappioiden säilyminen	Kaksinkertainen verotus Ei-toivottu jäännösvarallisuus
Osake-kauppa	Kaikkien vastuiden siirtyminen ostajalle Mahdollinen edullinen verokohtelu	Verotuksessa vahvistettujen tappioiden menettäminen

Liiketoimintakauppa on myyjän näkökulmasta perusteltu valinta etenkin silloin, kun yrityksessä on aikomus tehdä liiketoimintojen uudelleenjärjestelyä tai lopettaa kokonaan jokin liiketoiminta (Joseph & Ryan 2012, 258). Taulukon 1 mukaisesti liiketoimintakauppa mahdollistaa myyjälle

oikeuden säilyttää yhtiön oikeudellinen olemassaolo sekä omistusoikeus niihin varoihin ja oikeuksiin, jotka eivät sisälly kauppaan. Tämä tuo myyjälle joustavuutta, mutta samalla yhtiöön voi jäädä ei-toivottua jäännösvarallisuutta, jonka myynti voi olla myöhemmin välttämätöntä. Myös kauppaan kuulumattomat velat ja vastuut jäävät myyjälle. (DePamphilis 2018, 417.)

Liiketoimintakaupan yksi merkittävimmistä haitoista myyjälle on kuitenkin kaksinkertainen verotus. Myyjä joutuu ensiksi maksamaan yhtiötasolla yhteisöveron liiketoimintakaupan myyntivoitosta sekä myöhemmin henkilökohtaisen veron, kun varoja halutaan kotiuttaa. Toisaalta jos kohdeyhtiöllä on vahvistettuja tappioita, voi liiketoimintakauppa olla houkutteleva vaihtoehto, koska myyntivoittoa pystyy kattamaan kyseisillä tappioilla. Lisäksi jos omaisuuden luovutuksesta on syntymässä myyjälle tappiota, voi liiketoiminnan myyminen sellaisenaan olla edullisempaa liiketoiminnan luovutuksesta syntyvän tappion vähennyskelpoisuuden myötä. (Katramo ym. 2013, 183, 200.)

Osakekauppa on kuitenkin yleensä verotuksellisesti edullisempi vaihtoehto myyjälle, koska osakkeet voidaan monesti luovuttaa verovapaasti (Katramo ym. 2013, 183). Osakekauppa on myös järkevä vaihtoehto silloin, kun myyjä haluaa irtautua kaikista yhtiön varoista, veloista, vastuista ja sitoumuksista. Haittapuolena on kuitenkin verotuksessa vahvistettujen tappioiden menettäminen. (DePamphilis 2018, 418.)

Ostajan näkökulmasta toivottu kaupan rakenne voi olla hyvin erilainen kuin myyjien. Taulukossa 2 on tiivistetty yrityskaupan toteutustapojen edut ja haitat ostajan näkökulmasta.

Taulukko 2 Ostajan näkökulma yrityskaupan toteutustapojen eduista ja haitoista

	Edut	**Haitat**
Liike-toiminta-kauppa	Mahdollistaa omaisuuserien kohdennetun hankinnan Liikearvon vähennyskelpoisuus Ei varainsiirtoveroja, ellei hankittu omaisuus sisällä kiinteistöjä tai arvopapereita	Voi vaatia suostumuksia sopimusten siirrosta Altistuu omaisuuden mukana siirtyville vastuille (esim. takuu-, reklamaatio- tai tuotevastuuvelvoitteet)
Osake-kauppa	Varat ja velat siirtyvät automaattisesti ostajalle Mahdollistaa kohteen hallituksen kiertämisen vihamielisissä yrityskaupoissa Ei tarvetta velkojan erilliselle suostumukselle Voidaan välttää tarve hankkia suostumukset sopimusten siirtymiseen	Vastuu tunnetuista ja tuntemattomista veloista ja vastuista Varainsiirtoverot

Ostajan kannalta liiketoimintakauppa on joustava vaihtoehto, koska osapuolet voivat vapaasti sopia siitä, mitä kauppaan sisällytetään. Ostaja ei näin ollen automaattisesti vastaa myyjän veloista tai muista velvoitteista, lukuun ottamatta omaisuuden mukana siirtyviä vastuita, kuten esimerkiksi leasing- tai vuokrasopimuksiin taikka työntekijöihin liittyviä velvoitteita. (DePamphilis 2018, 414.) Liiketoimintakauppa vähentää huomattavasti velkoihin liittyviä riskejä sekä yksinkertaistaa due diligence -tarkastusta, koska tarkastus kohdistuu mahdollisesti vain tiettyyn osaan kohdeyrityksen varoista ja veloista (Jory ym. 2012, 105). Liiketoimintakauppa on siis perusteltu valinta etenkin silloin, kun kohteella on paljon velkoja tai vastuita, taikka kun ostaja on kiinnostunut vain osasta kohteen varoista (Joseph & Ryan 2012, 258).

Verotuksellisesti liiketoimintakauppa on myös ostajalle edullisempi vaihtoehto liikearvon vähennyskelpoisuuden vuoksi. Liikearvolla tarkoitetaan sitä kauppahinnan osuutta, joka ylittää ostetun kohteen netto-omaisuuden arvon, eli kyse on jäännöserästä, jota ei voida kohdistaa taseen omaisuuserille. Se voi liittyä esimerkiksi osaavaan henkilöstöön, vahvaan brändiin tai asiakassuhteisiin. FAS:n mukaisesti ostaja vähentää liikearvon osuutta tasapoistoin taloudellisen vaikutusajan kuluessa, mikä johtaa suurempiin poistokuluihin ja tekee liiketoimintakaupasta verotuksellisesti houkuttelevamman. (Immonen 2022, 91–92; Jory ym. 2012, 105; Katramo ym. 2013, 199–200.)

Liiketoimintakauppa on ostajan kannalta kuitenkin monimutkaisempi kuin osakekauppa. Jos kauppaan sisällytetään velkoja tai muita vastuita, vaaditaan velkavastuun siirtämiseen velkojan hyväksyminen (Immonen 2022, 59). Myös kaupan kohteena olevat sopimukset täytyy uusia, koska sopimusosapuoli vaihtuu kaupan yhteydessä (Katramo ym. 2013, 375). Jory ym. (2012, 105) mukaan liiketoimintakaupan aiheuttamat sopimusten uusimiset voivat aiheuttaa ostajalle ylimääräisiä kustannuksia.

Ostajan näkökulmasta osakekauppa on usein perusteltu toteutustapa, jos kohdeyhtiön omaisuuserien arvo ylittää osakekannan arvon. Jos ostaja myy myöhemmin kohdeyhtiön varoja, kyseinen arvoero voi realisoitua. Toisekseen osakekauppa voi olla perusteltu myös silloin, kun kohdeyhtiön johto vastustaa yrityskauppaa. Tässä tilanteessa ostaja ostaa kohdeyrityksen osakkeet suoraan kohdeyrityksen osakkeenomistajilta, jotka myyvät ne ostajalle. (Jory ym. 2012, 105; Joseph & Ryan 2012, 268.) Osakekaupassa ei ole myöskään tarvetta kohdeyhtiön velkojien erilliselle suostumukselle eikä sopimusten uusimiselle toisin kuin liiketoimintakaupassa (Immonen 2022, 56).

Osakekauppaan liittyy kuitenkin ostajan näkökulmasta myös haittapuolia ja riskejä. Koska osakekauppa kattaa koko kohdeyrityksen varallisuuden ja velat, saattaa ostaja joutua hankkimaan

myös sellaisia omaisuus- ja velkaeriä, joita se ei haluaisi. Tämä lisää huomattavasti myös riskiä, koska ostaja altistuu tunnettujen velkojen ja vastuiden lisäksi myös tuntemattomille veloille ja vastuille. Tuntemattomia vastuita ovat muun muassa takuu-, reklamaatio- tai tuotevastuuvelvoitteet, mutta näihin riskeihin pyritään kuitenkin yleensä varautumaan sopimuslausekkein. Osakekaupassa ostaja joutuu lisäksi maksamaan varainsiirtoveroa osakkeiden luovutuksesta, kun taas liiketoimintakaupassa maksetaan varainsiirtoveroa ainoastaan silloin, jos kaupan kohteeseen sisältyy kiinteistöjä tai arvopapereita. (Immonen 2022, 55–56, 93, 135.)

2.3.2 Yrityskaupan maksutavat

Yrityskaupat voidaan rahoittaa käteisellä, osakkeilla tai niiden yhdistelmällä (Brown & Ryngaert 1991, 653). 1900-luvun lopulla Manner-Euroopassa osake- ja yhdistelmämaksutavat hallitsivat yrityskauppoja, kunnes vähitellen käteiskauppojen suosio alkoi kasvamaan (Sudarsanam 2010, 483). Katramon ym. (2013, 260, 281) mukaan käteinen, eli tulorahoitus tai laina, on nykyisin yrityskaupoissa huomattavasti yleisempi maksuväline kuin osakkeet, vaikka myös näiden yhdistelmiä käytetään. Samansuuntaisia havaintoja ovat löytäneet myös Moschieri ja Campa (2014, 1480), joiden mukaan suurin osa eurooppalaisista yrityskaupoista toteutetaan käteiskauppoina, etenkin silloin, kun kyseessä on kansainvälinen kauppa.

Ostaja- ja myyjäyritykset eivät välttämättä suosi samoja maksutapoja yrityskaupan kohdalla. Myyjän näkökulmasta osakkeilla rahoitettava kauppa on käytännössä sijoitus ostajayrityksen osakkeisiin. Yleensä kuitenkin vain pörssiyritykset käyttävät osakkeitaan maksuvälineenä, koska listaamattomien yritysten osakkeet ovat tyypillisesti vaikeasti realisoitavissa, eikä myyjä siksi yleensä hyväksy niitä maksuksi. Vaikka ostaja olisikin pörssiyritys, kohdeyritykset pitävät yleensä käteismaksua parempana vaihtoehtona. Ostajayrityksen osakkeisiin liittyy aina epävarmuutta, sillä niiden arvo voi laskea yrityskaupan julkistamisen jälkeen, mikäli markkinat eivät pidä kauppaa ostajan kannalta suotuisana. Lisäksi myyjät eivät voi yleensä myydä saamiaan osakkeita välittömästi kaupan jälkeen, jolloin he joutuvat kantamaan osan integraatioon ja synergiaetujen toteutumiseen liittyvistä riskeistä. (Joseph & Ryan 2012, 259; Katramo ym. 2013, 260; Palepu ym. 2022, 458.)

Ostajayrityksen näkökulmasta maksutapa on ennen kaikkea rahoituspäätös (Katramo ym. 2013, 258). Maksutapaan vaikuttavat keskeisesti ostajayrityksen kassatilanne sekä sen mahdollisuudet lainarahoituksen saamiseen. Yleisesti ottaen likviditeetiltään heikot yritykset, joilla ei ole riittäviä edellytyksiä pankkirahoitukseen, käyttävät maksutapanaan osakkeita, kun taas vahvan kassatilanteen omaavat yritykset suosivat käteistä. (Joseph & Ryan 2012, 259.) Maksutapavalintaan

liittyy kuitenkin myös muita tekijöitä. Ismail ja Krause (2010, 471–472) ovat jakaneet maksutapaan vaikuttavat tekijät kolmeen kategoriaan: epäsymmetrinen informaatio, määräysvallan säilyttäminen ja verotukselliset näkökohdat.

Epäsymmetrisellä informaatiolla maksutavan valinnan yhteydessä tarkoitetaan tilannetta, jossa ostajalla tai myyjällä on erilainen käsitys jommankumman yrityksen arvosta. Myers ja Majluf (1984) havaitsivat, että ostajayritykset suosivat osakkeitaan maksuvälineenä silloin, kun ne pitävät niitä yliarvostettuina, ja käyttävät käteistä puolestaan silloin, kun osakkeita pidetään aliarvostettuina. Osakkeiden käytön on havaittu kuitenkin viestivän markkinoille yrityksen osakkeen olevan yliarvostettu, mikä voi johtaa negatiiviseen markkinareaktioon (Joseph & Ryan 2012, 259). Koska ostajayritykset pyrkivät rahoittamaan yrityskaupan mahdollisimman kannattavalla tavalla, rahoittavat ne yrityskaupat yleensä käteisellä, mikäli osakkeista ei saa selvää hyötyä käteiseen nähden. Käteisen on havaittu viestivän markkinoille positiivista informaatiota ostajayrityksen todellisesta arvosta ja johtavan keskimäärin korkeampiin osaketuottoihin kuin osakkeilla rahoitetut yrityskaupat. (Brown & Ryngaert 1991; Travlos 1987, 944–945.)

Epäsymmetrinen informaatio voi liittyä myös tilanteeseen, jossa ostajalla on vain rajoitetusti tietoa kohdeyrityksestä. Mikäli kohdeyhtiöllä on yksityistä tietoa varoistaan, on ostajalla kannustin rahoittaa yrityskauppa osakkeilla, koska riski väärinhinnoittelusta jakautuu tällöin ostajayrityksen osakkeenomistajien lisäksi kohdeyrityksen osakkeenomistajille. Käteisellä toteutettu kauppa sen sijaan siirtää kaiken riskin ostajalle. (Hansen 1987; Palepu ym. 2022, 459.) Ajatusta tukee Boonen ym. (2014) tutkimus, jossa havaittiin osakkeiden käytön maksuvälineenä kasvavan, kun ostaja- tai kohdeyrityksen arvostukseen liittyvä epävarmuus kasvaa. Faccio ja Masulis (2005, 1351) puolestaan havaitsivat, että kohdeyritykseen liittyvä informaation epäsymmetria kasvaa etenkin silloin, kun kohdeyrityksen varojen arvo nousee suhteessa ostajayrityksen varoihin. Toisin sanoen mitä suurempi kohdeyritys on suhteessa ostajayritykseen, sitä yleisemmin käytetään osake- tai yhdistelmämaksutapaa (Boone ym. 2014, 330).

Toisekseen maksutavan valintaan vaikuttavat oleellisesti kontrollikysymykset. Mikäli yrityskauppa rahoitetaan ostajayrityksen osakkeilla, omistusrakenne muuttuu ja ostajayrityksen nykyisten osakkeenomistajien äänivalta voi pienentyä merkittävästi. (Faccio & Masulis 2005, 1347; Ismail & Krause 2010, 427.) Erityisesti tilanteessa, jossa kohdeyrityksen omistus on keskittynyt ja ostajayrityksen suurimmalla osakkeenomistajalla on noin 20–60 prosentin omistusosuus, voi yksittäisestä kohdeyrityksen osakkeenomistajasta tulla yrityskaupan yhteydessä merkittävä omistaja ostajayritykseen (Faccio & Masulis 2005, 1346). Faccio ja Masulis (2005) havaitsivatkin, että

listaamattomien kohdeyritysten kohdalla, joille tyypillistä on omistuksen keskittyneisyys, oli maksuvälineenä huomattavasti useammin käteinen. Jos ostaja- tai kohdeyrityksen omistus ei ollut keskittynyt, ei ostajayrityksellä ollut tässä suhteessa kannustinta valita käteiskauppaa.

Kolmanneksi myös verotuksella on vaikutusta maksutapaan. Kun osakkeet toimivat kaupan maksuvälineenä, kohdeyrityksen osakkeenomistajille ei yleensä synny välitöntä veroseuraamusta. Veroseuraamuksia voidaan lykätä siihen saakka, kunnes saadut osakkeet myydään. Käteismaksu puolestaan aiheuttaa välittömästi veroseuraamuksen myyjälle, mikä voi olla merkittävä, mikäli osakkeet ovat olleet pitkäaikaisessa omistuksessa ja niiden arvo on noussut. (Boone ym. 2014, 297; Palepu ym. 2022, 460.) Välittömän veroseuraamuksen takia myyjät saattavat edellyttää korkeampaa preemiota. Tällöin ostajayritykselle syntyy liiketoimintakaupassa suurempi liikearvo, jonka suuremmat poistot pienentävät tulevaa verotettavaa tulosta. Tämä voi tehdä käteismaksusta verotuksellisesti houkuttelevan vaihtoehdon ostajalle. (Ismail & Krause 2010, 472; Travlos 1987, 945.)

3 Tuloksenjärjestely

3.1 Tuloksenjärjestely ilmiönä

3.1.1 Määritelmä

Tuloksenjärjestely on kenties yksi laskentatoimen ja rahoituksen tutkimuksen provokatiivisimmista aiheista (Lo 2008, 350). Lon (2008, 350) mukaan ilmiön kiinnostavuus perustuu pitkälti siihen, että tuloksenjärjestelyyn sisältyy usein mahdollinen väärinkäytös, tarkoituksellinen harhaanjohtaminen sekä intressiristiriidat. Tuloksenjärjestelylle on esitetty useita määritelmiä, mutta tutkimuskirjallisuudessa vakiintuneita ovat erityisesti Schipperin (1989) sekä Healyn ja Wahlenin (1999) määritelmät. Schipperin (1989, 92) mukaan tuloksenjärjestely tarkoittaa tarkoitushakuista puuttumista ulkoiseen taloudelliseen raportointiin henkilökohtaisen hyödyn saavuttamiseksi, kun taas Healy ja Wahlen (1999, 368) laajensivat määritelmää koskemaan myös tilanteita, joissa yrityksen johto järjestelee liiketoimia tarkoituksellisesti muuttaakseen raportoitavia lukuja. Määritelmät tuovat esiin tuloksenjärjestelyn kaksi keinoa, suoriteperusteisen ja toiminnallisen tuloksenjärjestelyn, jotka molemmat perustuvat johdon pyrkimykseen vaikuttaa raportoituun tulokseen.

Tuloksenjärjestely voidaan jakaa karkeasti opportunistiseen ja informatiiviseen näkökulmaan (Beneish 2001, 5), jotka ovat myös kilpailevat näkemykset keskenään (Elrazaz ym. 2021, 432). Edellä mainitut Schipperin (1989, 92) sekä Healyn ja Wahlenin (1999, 368) määritelmät liittyvät vahvasti opportunistiseen tuloksenjärjestelyyn, jonka tarkoituksena on yrityksen todellisen taloudellisen tilanteen vääristely tai peittäminen. Tällainen manipulointi voi ilmetä esimerkiksi tilanteissa, joissa johto pyrkii maksimoimaan bonuksensa, säilyttämään asemansa yrityksessä taikka vaikuttamaan suotuisasti yrityksen arvoon esimerkiksi listautumisen tai yrityskaupan yhteydessä. (Jiraporn ym. 2008, 624; McVay 2006, 501.) Opportunistisessa tuloksenjärjestelyssä esimerkiksi tilinpäätösnormiston mahdollistamaa harkintavaltaa saatetaan hyödyntää mahdollisimman laajasti, eikä ole enää täysin selvää, noudatetaanko raportoinnissa hyvää kirjanpitotapaa tai edes tilinpäätösnormeja. Äärimmillään tuloksenjärjestely voi rikkoa tilinpäätösnormistoa. (Kallunki 2022, 195.)

Vaikka tuloksenjärjestely-termillä on usein negatiivinen sävy, voivat yritykset käyttää tilinpäätösnormiston mahdollistamaa harkintavaltaa myös ei-opportunistisella tavalla (Christensen ym. 2022, 537). Walker (2013) on laajentanut aiempia tuloksenjärjestelyn määritelmiä kattamaan kaikki tilinpäätösnormiston puitteissa sallitut, johdon harkintaa vaativat toimet. Näihin kuuluvat

kirjanpidolliset valinnat, raportointitapa ja liiketoiminnalliset päätökset, jotka vaikuttavat siihen, miten taloudelliset tapahtumat heijastuvat yhteen tai useampaan tulosmittariin. Määritelmä korostaa, ettei kaikki tuloksenjärjestely ole lähtökohtaisesti haitallista tai väärin. (Walker 2013, 446.)

Ei-opportunistisessa eli informatiivisessa tuloksenjärjestelyssä johdon tavoitteena on parantaa tilinpäätöksen informaatioarvoa välittämällä yksityistä tietoa sijoittajille, jolloin ulkopuoliset pystyvät arvioimaan yrityksen taloudellista tilannetta paremmin (Beneish 2001, 5). Tilinpäätöksen informatiivisuutta on pyritty lisäämään myös esimerkiksi vaihtoehtoisten tunnuslukujen (alternative performance measures) avulla, jotka esitetään Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (European Securities and Market Authority, ESMA) ohjeiden mukaisesti. Vaihtoehtoisella tunnusluvulla tarkoitetaan tilinpäätöksessä esitettävää taloudellista tunnuslukua, joka on muu kuin tilinpäätösnormistossa määritelty tunnusluku. (ESMA 2015.)

Vaihtoehtoiset tunnusluvut täydentävät virallisia tilinpäätöstietoja ja auttavat sidosryhmiä arvioimaan yrityksen taloudellista suorituskykyä paremmin, aivan kuten informatiivinen tuloksenjärjestely voi lisätä raportoidun tuloksen informaatioarvoa ja sen kykyä kuvastaa yrityksen todellista taloudellista tilannetta. Subramanyam (1996) havaitsi tutkimuksessaan, että suoriteperusteiseen tuloksenjärjestelyyn liittyvät johdon harkintaa vaativat päätökset hinnoiteltiin keskimäärin positiivisesti osakemarkkinoilla. Tulokset viittasivat siihen, että tällainen tuloksenjärjestely saattoi joko parantaa raportoidun tuloksen kykyä heijastaa yrityksen taloudellista arvoa tai vaihtoehtoisesti edustaa opportunistista tuloksenjärjestelyä, jonka tehottomat markkinat hinnoittelivat väärin (Subramanyam 1996).

Lievimmässä muodossaan tuloksenjärjestely tarkoittaa siis tilinpäätöksen laatijan harkintaa vaativia tavanomaisia valintoja ja arvioita, kuten poistomenetelmän tai varastojen arvostustavan valintaa taikka luottotappioiden suuruuden arviointia. Näissä tilanteissa toimitaan tilinpäätösnormiston puitteissa, ja kyse on siitä, miten ja missä laajuudessa johdon harkintavaltaa käytetään. (Healy & Wahlen 1999, 369; Kallunki 2022, 195.) Tuloksenjärjestely voi siis perustua täysin hyväksyttyihin tilinpäätöskäytäntöihin tai se voi ilmetä aggressiivisina ja jopa tilinpäätösnormistojen vastaisina menettelyinä. Taulukko 3 mukailee Dechowin ja Skinnerin (2000, 239) laatimaa näkemystä suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn keinojen sijoittumisesta tilinpäätösnormiston mukaisiin hyväksyttyihin ja ei-hyväksyttyihin keinoihin. Toiminnallisen tuloksenjärjestelyn osalta vastaavanlaista jaottelua ei voida tehdä, koska tilinpäätösnormistot eivät ota siihen kantaa (Kothari ym. 2016, 560).

Taulukko 3 Tuloksenjärjestely tilinpäätösnormiston näkökulmasta (mukaillen Dechow & Skinner, 2000, 239)

	Suoriteperusteinen tuloksenjärjestely	Toiminnallinen tuloksenjärjestely
	Tilinpäätösnormiston sallimat keinot	
Konservatiiviset keinot	Varausten aggressiivinen kirjaaminen Alaskirjausten yliarviointi	Myyntien viivästyttäminen Tutkimus- ja kehitys- tai mainontamenojen liian aikainen realisointi
Neutraalit keinot	Neutraalien laskentakäytänteiden mukainen tulos	
Aggressiiviset keinot	Luottotappiovarausten aliarvostaminen Aggressiivinen varausten purkaminen	Tutkimus- ja kehitys- tai mainontamenojen lykkääminen Myynnin aikaistaminen tai nopeuttaminen
	Tilinpäätösnormiston vastaiset keinot	
Petolliset keinot	Myynnin kirjaaminen ennen realisoitumista Keksittyjen myyntien kirjaaminen Varaston yliarviointi kuvitteellisten varastojen avulla	

Taulukon 3 mukaisesti suurin osa suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn keinoista on tilinpäätösnormiston puitteissa sallittuja. Hyväksyttyjen keinojen kirjo ulottuu kuitenkin konservatiivisista lähestymistavoista aina aggressiivisiin keinoihin saakka. Konservatiiviset keinot, kuten aggressiivinen varausten kirjaaminen tai omaisuuserien liiallinen arvonalentaminen, voivat johtaa aliarvioituun tulokseen, kun taas neutraalit keinot perustuvat tilinpäätösnormiston mukaiseen raportointiin. Aggressiiviset keinot, kuten varausten purkaminen tai luottotappiovarausten aliarviointi, voivat johtaa puolestaan tuloksen paranemiseen. Petolliset keinot, kuten myyntien keksiminen tai niiden kirjaaminen ennen kuin ne ovat realisoituneet, rikkovat tilinpäätösnormistoa. Myös toiminnallisen tuloksenjärjestelyn keinot ulottuvat konservatiivisista keinoista, kuten myyntien viivästyttämisestä, aggressiivisempiin keinoihin, kuten menojen lykkäämiseen tai myyntien aikaistamiseen. (Dechow & Skinner 2000, 239.)

Dechow ja Skinner (2000, 238) korostavat, että oleellista on erottaa ne tilanteet, joissa pyritään tietoisesti harhauttamaan, niistä tilanteista, joissa johdon tekemät arviot ja valinnat pysyvät tilinpäätösnormiston sallimissa rajoissa. Jälkimmäisessä tapauksessa voi olla kuitenkin haastavaa erottaa, onko kyse aidosta harkinnasta vai tarkoituksellisesta tuloksenjärjestelystä, ellei johdon tarkoitusperiä voida objektiivisesti osoittaa. Tämän haasteen ovat havainneet myös useat tutkijat, joiden on tuloksenjärjestelyn tutkimiseksi erotettava toisistaan tilinpäätösnormiston sallimat neutraalit keinot ja tarkoitukselliseen tuloksen manipulointiin viittaavat keinot (Lo 2008, 351).

Tuloksenjärjestely voi olla joko tulosta parantavaa tai tulosta heikentävää riippuen yrityksen motiiveista. Scott ja O'Brien (2020, 450) ovat tunnistaneet neljä erilaista lähestymistapaa tuloksenjärjestelyyn: kylpeminen (taking a bath) sekä tuloksen minimointi, maksimointi ja tasoittaminen. Kylpeminen on tyypillistä tilanteissa, joissa yrityksen tilikauden tulos on väistämättä muodostumassa tappiolliseksi. Tällöin johto saattaa nähdä tarkoituksenmukaiseksi kirjata samanaikaisesti mahdollisimman paljon tulosta heikentäviä eriä, kuten omaisuuserien alaskirjauksia tai varauksia, jotta tulevien tilikausien tulokset voisivat vaikuttaa paremmilta. Tuloksen minimointi muistuttaa kylpemistä, mutta on maltillisempi keino pienentää raportoitua tulosta. Sitä voidaan hyödyntää esimerkiksi silloin, kun yritys haluaa välttää liiallisen voiton näyttämisen esimerkiksi ulkoisen huomion tai sääntelyn välttämiseksi. Tuloksen maksimoinnilla pyritään puolestaan esittämään mahdollisimman vahva tulos, mikä liittyy usein johdon henkilökohtaisiin kannustimiin. Tuloksen tasoittaminen tarkoittaa puolestaan tuloksen vaihtelun vähentämistä tilikausien välillä, mikä voi esimerkiksi luoda markkinoille kuvan tasaisesta tuloksentekokyvystä. (Scott & O'Brien 2020, 450–451.)

3.1.2 Teoriat tuloksenjärjestelyn taustalla

Tuloksenjärjestelyä on pyritty selittämään useista teoreettisista näkökulmista, joista kaksi keskeisempää teoriaa ovat toisiinsa läheisesti liittyvät informaation epäsymmetria ja agenttiteoria (Beatty & Harris 1999, 299–300). Informaation epäsymmetria viittaa tilanteeseen, jossa yhdellä osapuolella on enemmän tai parempaa tietoa kuin toisella. Sen kaksi tunnetuinta ilmentymää ovat moraalikato (moral hazard) ja haitallinen valikoituminen (adverse selection). Moraalikato syntyy tilanteessa, jossa yksi osapuoli tekee toimia, joita muut osapuolet eivät voi havaita, ja tehdyillä toimilla on vaikutusta muihin osapuoliin. Esimerkiksi omistajat eivät voi suoraan valvoa johdon työpanosta, mikä voi johtaa heikompaan suoriutumiseen tai taloudellisten lukujen vääristelyyn. Vastaavasti esimerkiksi lainanantajat eivät voi varmistua täysin siitä, että johto toimii heidän etujensa mukaisesti. Yritys voi esimerkiksi jakaa liikaa osinkoja tai ottaa lisää velkaa, mikä saattaa heikentää velkojien asemaa tai lisätä heidän riskejään. (Scott & O'Brien 2020, 23–24, 382.)

Haitallisella valikoitumisella viitataan puolestaan tilanteeseen, jossa tietyillä toimijoilla, kuten yritysjohdolla, on enemmän tietoa yrityksen taloudellisesta tilanteesta kuin muilla, kuten ulkopuolisilla sijoittajilla, ja yritysjohto hyödyntää tätä tietoa omaksi edukseen. Tällainen epätasapaino voi vääristää päätöksentekoa ja johtaa markkinoiden tehottomuuteen. (Scott & O'Brien 2020, 23.) Esimerkiksi Shen ja Reuer (2005) havaitsivat, että yrityskauppojen ostajayritykset välttivät listaamattomien kohdeyritysten ostamista erityisesti silloin, kun kohteella

oli paljon aineetonta pääomaa, jonka arvoa ei ollut tuotu esiin. Tällaisissa tilanteissa korostuu haitallisen valikoitumisen riski. Koska ostajalla ei ole riittävästi luotettavaa tietoa aineettoman pääoman todellisesta arvosta, liittyy yrityskauppaan suurempia epävarmuuksia ja riskejä, jolloin kauppa voi jäädä tekemättä tai kauppahinta muodostua tavallista suuremmaksi. Shenin ja Reuerin (2005, 395) mukaan informaation epäsymmetria voi vaikuttaa merkittävästi yrityskauppojen toteutumisen todennäköisyyksiin ja lopputuloksiin.

Tuloksenjärjestely on olennaisesti riippuvainen informaation epäsymmetriasta. Dye (1988), Trueman ja Titman (1988) sekä Richardson (2000) osoittivat, että tuloksenjärjestelyllä ja informaation epäsymmetrialla on yhteys, ja että informaation epäsymmetria on välttämätön edellytys tuloksenjärjestelylle. Tuloksenjärjestely edellyttää siis tilannetta, jossa johto näkee asioita, mutta joita omistajat tai sijoittajat eivät näe (Scott & O'Brien 2020, 373). Richardson (2000) havaitsi lisäksi, että mitä enemmän informaation epäsymmetriaa on, sitä enemmän on myös tuloksenjärjestelyä.

Informaation epäsymmetria on edellytys myös Jensenin ja Mecklingin (1976) esittämälle agenttiteorialle, joka kuvaa kahden osapuolen, päämiehen ja agentin, välistä suhdetta. Tyypillisesti päämies, kuten omistaja, delegoi päätöksentekovaltaa agentille eli esimerkiksi yritysjohdolle, jonka tehtävänä on toimia päämiehen edun mukaisesti. Agenttiteorian keskeisenä oletuksena on, että molemmat osapuolet toimivat omaa hyötyä maksimoivina toimijoina, joilla on erilaiset tavoitteet ja riskinottohalukkuudet. Näistä eroista ja informaation epäsymmetriasta seuraa, että agentilla on mahdollisuus toimia päämiehen kannalta epäedullisesti, mikä synnyttää päämies–agentti-ongelman. (Eisenhardt 1989, 59; Jensen & Meckling 1976, 308.) Jensen ja Meckling (1976, 309) huomauttavat kuitenkin, että vaikka päämies–agentti-ongelma liitetään useimmiten omistajien ja johdon väliseen omistuksen ja kontrollin eriytymiseen, ilmenee sama perusongelma monissa muissakin yhteistyösuhteissa. Päämies–agentti-suhde voi esiintyä esimerkiksi lainanantajan ja yritysjohdon, yrityskaupan ostaja- ja kohdeyrityksen tai potilaan ja lääkärin välillä (Dye 1988; Scott & O'Brien 2020, 363, 382).

Karjalaisen ym. (2023, 906) mukaan listaamattomissa yrityksissä ei esiinny kuitenkaan pörssiyrityksille tyypillisiä päämies–agentti-ongelmia, koska omistajat ovat yleensä yrityksen johdossa ja omistus on keskittyneempää. Myös Tutuncu (2019, 1365) toteaa, että johdon ja omistajien roolien limittyminen poistaa päämies–agentti-ongelman useimmissa listaamattomissa yrityksissä. Jensen ja Meckling (1976, 312–313) muistuttavat kuitenkin, että päämies–agentti-ongelma voi syntyä heti, kun yrityksen johdossa toimiva omistaja myy edes pienen osan yrityksestä

ulkopuolisille sijoittajille. Omistusosuuden vähentyessä omistaja–johtajalla voi olla suurempi kannustin käyttää yrityksen varoja henkilökohtaisiin hyötyihin, kun kustannukset jakautuvat myös uusille omistajille. Samalla omistaja–johtajan motivaatio kehittää esimerkiksi uusia kasvuprojekteja voi heikentyä, kun mahdollinen arvonnousu jakaantuu myös muille omistajille.

Myös Coppensin ja Peekin (2005, 3) mukaan on epätodennäköistä, että päämies–agentti-ongelmat puuttuisivat kokonaan listaamattomista yrityksistä. Merkittävä päämies–agentti-ongelma voi syntyä nimittäin esimerkiksi yrityskauppatilanteessa, jossa nykyiset osakkeenomistajat aikovat myydä omistuksensa potentiaalisille uusille omistajille. Nykyisillä osakkeenomistajilla voi olla vahva kannustin vaikuttaa ostajan käsitykseen yrityksen arvosta. (Dye, 1988.)

3.2 Tuloksenjärjestelyn keinot

3.2.1 Suoriteperusteinen tuloksenjärjestely ja muut kirjanpidolliset valinnat

Tuloslaskelmassa esitetty tulos perustuu suoriteperusteisuuteen eli tilikauden aikana syntyneet tuotot ja kulut kirjataan sen mukaan, milloin tavara tai palvelu on luovutettu tai vastaanotettu. [2] Suoriteperusteisen kirjanpidon keskeisimpänä tavoitteena on tarjota sijoittajille parempi käsitys yrityksen taloudellisesta tilanteesta tilikauden aikana hyödyntämällä kirjanpidon perusperiaatteita eli myynnin tulouttamista sekä tulojen ja menojen jaksottamista. (Dechow & Skinner 2000, 237–238; Kallunki 2022, 186, 188–190.)

Kassavirtalaskelmassa menojen ja tulojen suoriteperusteisesta jaksottamisesta on puolestaan luovuttu eli laskelma osoittaa, kuinka paljon rahaa tilikauden aikana on virrannut yritykseen ja sieltä pois. Näin ollen liiketoiminnan kassavirtaa, eli kassavirtalaskelman ensimmäistä osaa, voidaan verrata tuloslaskelman tulokseen. Suoriteperusteisen tuloksen ja liiketoiminnan kassavirran välinen erotus, eli niin sanottu accruals-erä, kuvastaa sitä poikkeamaa, joka syntyy kirjanpidon kirjausten vaikutuksesta yrityksen tulokseen verrattuna tilikauden aikana toteutuneisiin rahavirtoihin. Mitä suurempi poikkeama on, sitä enemmän yrityksen raportoitu tulos perustuu johdon tekemiin kirjanpidollisiin valintoihin. (Dechow & Skinner 2000, 237–238; Kallunki 2022, 186, 188–190.)

Suoriteperusteisen kirjanpidon seurauksena raportoidut tulokset ovat usein tasaisempia kuin kassavirta, mikä parantaa sijoittajien mahdollisuuksia arvioida yritysten taloudellista tilannetta ja ennustaa tulevia rahavirtoja (Dechow & Skinner 2000, 237; Kallunki 2022, 188). Dechow ja

---

[2] Määritelmä on FAS:n mukainen. Kansainvälisen IFRS 15 -tilinpäätösstandardin (International Financial Reporting Standards) mukaan tuotot kirjataan puolestaan määräysvallan siirtymisen perusteella (Halonen ym. 2021, 96).

Skinner (2000, 237–238) esittävät kuitenkin kysymyksen, missä määrin johdon harkinta suoriteperusteisuuspäätöksissä on vielä tilinpäätösperiaatteiden mukaista ja missä vaiheessa se muuttuu tuloksenjärjestelyksi. Raportoidun tuloksen tasoittuminen on osittain suoriteperusteisen kirjanpidon luonnollinen piirre, mutta suoriteperusteinen kirjanpito mahdollistaa myös tuloksen manipuloinnin, kun harkintaa käytetään liiallisesti (Dechow & Skinner 2000, 238; Kallunki 2022, 189).

Zang (2012, 676) määrittelee suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn toimintana, jossa yritys muuttaa kirjanpitomenetelmiään tai -arvioitaan tilinpäätöksen laadinnan yhteydessä. Tämä mahdollistaa tuloksenjärjestelyn ilman, että varsinaisiin liiketoimiin puututaan tai että muutoksilla olisi vaikutusta yrityksen kassavirtaan (Zang 2012, 676). Pohjimmiltaan kyse on tilinpäätöserien jaksottamisesta eli eriä siirretään tilikaudelta toiselle. Käytännössä tämä voi tarkoittaa esimerkiksi tuottojen aikaistamista eli tuottojen lainaamista seuraavalta tilikaudelta tai kulujen lykkäämistä eli kulujen siirtoa seuraavalle tilikaudelle, jolloin nykyisen tilikauden tulokseen pystytään vaikuttamaan halutulla tavalla. (McVay 2006, 504.)

Suoriteperusteinen tuloksenjärjestely perustuu johdon harkintaa ja arvioita vaativiin harkinnanvaraisiin jaksotuksiin (discretionary accruals) (Healy 1985, 89). Nguyen ym. (2023, 353–354) tunnistavat kolme tyypillistä harkinnanvaraista jaksotusta tuloksenjärjestelyn toteuttamiseen. Ensinnäkin yritys voi kirjata tuloja ennenaikaisesti, esimerkiksi kirjaamalla myynnin jo ennen kuin tavara on toimitettu tai palvelu suoritettu, olettaen samalla, että kaikki myyntiin liittyvät kulut ovat kiinteitä. Tämä kasvattaa liikevaihtoa, mutta myös myyntisaamisia. Toisekseen yritys voi lykätä menojen, kuten tutkimus- ja kehitys- tai mainontamenojen, kirjaamista kuluksi aktivoimalla ne taseeseen, jolloin ne eivät rasita kyseisen tilikauden tulosta. Kolmanneksi yritys voi vähätellä esimerkiksi vanhentuneen varaston alaskirjaustarvetta, mikä johtaa varaston arvon kasvuun ja tilikauden tuloksen paranemiseen. Muita harkinnanvaraisia jaksotuksia ovat muun muassa luottotappio- ja takuuvaraukset, epävarmat saamiset sekä kertaluonteiset, harvemmin toistuvat erät, kuten omaisuuden alaskirjaukset. (Healy 1985, 89; Nguyen ym. 2023, 353–354; Scott & O'Brien 2020, 449; Zang 2012, 676.)

Scott ja O'Brien (2020, 449) korostavat, että harkinnanvaraisiin jaksotuksiin perustuva tuloksenjärjestely ei kuitenkaan ole kestävä tuloksenjärjestelyn keino pitkällä aikavälillä, koska tehdyt jaksotukset purkautuvat väistämättä tulevina tilikausina. Todellisuutta paremman tuloksen ylläpito pidemmällä aikavälillä edellyttää näin ollen jatkuvaa lisäjärjestelyä, mikä voi johtaa kierteeseen, jossa tuloksen keinotekoinen paisuttaminen käy yhä vaikeammaksi ja lopulta

mahdottomaksi ylläpitää. Menettelyllä on myös hintansa, koska jokainen nykyiselle tilikaudelle siirretty tuloerä tai seuraavalle tilikaudelle siirretty menoerä pienentää tulevaisuuden tulosta saman verran (McVay 2006, 504).

Harkinnanvaraisiin jaksotuksiin perustuva suoriteperusteinen tuloksenjärjestely on laajemmin tarkasteltuna yksi kirjanpidollisten valintojen keinoista (Jorissen & Otley 2010, 10). Jorissen ja Otley (2010, 10) luokittelevat kirjanpidolliset valinnat kahteen pääluokkaan: valintoihin, jotka vaikuttavat raportoitaviin lukuihin sekä valintoihin, jotka vaikuttavat tilinpäätöksen esitystapaan. Raportoitaviin lukuihin vaikuttavia kirjanpidollisia valintoja ovat suoriteperusteisuuteen liittyvät, edellä käsitellyt, harkinnanvaraiset jaksotukset, mutta kyseiseen pääluokkaan liittyvät myös kirjanpitomenetelmiin ja standardien käyttöönottoon liittyvät valinnat (Jorissen & Otley 2010, 10). Kirjanpitomenetelmien valintaan liittyy esimerkiksi valinta tilinpäätösnormiston sallimista poistomenetelmistä, eli tehdäänkö poistot käyttöomaisuudesta tasapoistoin vai degressiivisesti (Scott & O'Brien 2020, 449). Standardin käyttöönottoon liittyvät valinnat koskevat puolestaan ajankohtaa, jolloin mahdollinen uusi standardi otetaan käyttöön. Etenkin listaamattomilla yrityksillä voi olla mahdollisuus valita, otetaanko uusi standardi käyttöön mahdollisimman nopeasti, jälkikäteen vai jättäydytäänkö standardin soveltamisen ulkopuolelle kokonaan. (ks. Kepsu 2012, 39.)

Jorissenin ja Otleyn (2010, 10) jaottelun toinen pääluokka liittyy tilinpäätöksen esitystapaan vaikuttaviin valintoihin, jotka voidaan jakaa esitystapa-, yhdistely- ja luokitteluvalintoihin. Esitystavan valinnat liittyvät erityisesti tiedon informatiivisuuteen ja läpinäkyvyyteen. Yhdistelyn valinnoilla viitataan siihen, missä määrin eriä esitetään eriteltyinä tai yhdistettyinä. (Kepsu, 2012, 39–40.) Luokittelun valinnoilla tarkoitetaan puolestaan tuloslaskelman erien tarkoituksellista ja virheellistä luokittelua. Esimerkiksi ydinliiketoimintaan kuuluvia kuluja saatetaan luokitella kertaluonteisiksi kuluiksi, jolloin oikaistu liiketulos voi vaikuttaa paremmalta, vaikka tilikauden tulokseen uudelleenluokittelu ei heijastukaan. (McVay 2006, 505; Scott & O'Brien 2020, 449.)

3.2.2 Toiminnallinen tuloksenjärjestely

Toiminnallisesta tuloksenjärjestelystä on kyse, kun toiminnan tarkoituksena on muokata tulosta haluttuun suuntaan muuttamalla operatiivisen toiminnan, investointien tai rahoitustapahtumien ajoitusta ja rakennetta siten, että toiminta poikkeaa tavanomaisista liiketoimintakäytännöistä. Taustalla on johdon halu johtaa ainakin osaa sidosryhmistä harhaan ja saada heidät uskomaan, että tulos on saavutettu normaalin liiketoiminnan puitteissa. (Roychowdhury 2006, 337; Zang 2012,

676.) Siinä, missä suoriteperusteinen tuloksenjärjestely toteutetaan tilikauden päätyttyä, toiminnallinen tuloksenjärjestely ajoittuu tilikaudelle (Gunny 2010, 856).

Toiminnalliseen tuloksenjärjestelyyn on alettu kiinnittämään huomiota huomattavasti suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä myöhemmin (Zang 2012, 678). Grahamin ym. (2005) toteuttama kyselytutkimus osoitti toiminnallisen tuloksenjärjestelyn olevan kuitenkin hyvin yleistä, sillä 80 prosenttia tutkimukseen osallistuneista toimitusjohtajista ilmoitti olevansa valmiita vähentämään yrityksen harkinnanvaraisia menoja, kuten tutkimus- ja kehitystoiminnan sekä mainonnan menoja. Lisäksi 55 prosenttia vastaajista oli valmiita lykkäämään uusia hankkeita. Tutkimuksessa havaittiin myös, että suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn keinoja hyödyntäisi huomattavasti pienempi osa toimitusjohtajista.

Roychowdhuryn (2006, 338) mukaan toiminnallisen tuloksenjärjestelyn suosioon on ainakin kaksi mahdollista selitystä. Ensinnäkin toiminnallisen tuloksenjärjestelyn ei katsota paljastuvan yhtä helposti ulkoisissa tarkastuksissa, kuten tilintarkastuksessa, verrattuna suoriteperusteiseen tuloksenjärjestelyyn, koska esimerkiksi tilintarkastajien huomio ei kohdistu samalla tavalla operatiivisiin päätöksiin, kuten hinnoitteluun ja tuotantomääriin. Commerford ym. (2016) vahvistavat näkemyksen tutkimuksessaan, jossa selvisi, että vain hieman yli puolet tutkijoiden haastattelemista yhdysvaltalaisista tilintarkastajista etsi aktiivisesti toiminnallista tuloksenjärjestelyä. Haastateltavat olivat myös eri mieltä siitä, kuuluuko toiminnallisen tuloksenjärjestelyn tunnistaminen ylipäänsä tilintarkastajien vastuulle.

Toiminnallisen tuloksenjärjestelyn keinojen käyttö perustuu johdon harkintaan ja vaikeasti todennettaviin arvioihin, minkä vuoksi niiden avulla tehtyä tuloksenjärjestelyä on vaikeampi havaita ulkopuolelta (Roychowdhury 2006, 338). Esimerkiksi Perafán-Peña ym. (2024) osoittivat, että toiminnallista tuloksenjärjestelyä ei tunnistettu ulkopuolelta yhtä hyvin kuin suoriteperusteista. Myös Campa (2019) havaitsi tutkimuksessaan, että yrityksissä, joissa taloudellinen tilanne oli heikentynyt, tuloksenjärjestely oli nimenomaan toiminnallista. Tämä viittaa siihen, että tilanteissa, joissa sidosryhmien toteuttama valvonta kasvaa, turvautuu yritysjohto vaikeammin havaittaviin tuloksenjärjestelyn keinoihin (Campa 2019, 469).

Toisekseen pelkästään suoriteperusteiseen tuloksenjärjestelyyn luottaminen sisältää riskin, koska tilikauden lopussa voi ilmetä, että manipuloimaton tulos jää tavoitellusta tuloksesta kauemmaksi kuin mitä suoriteperusteisilla keinoilla on realistisesti mahdollista saada. Koska toiminnallisen tuloksenjärjestelyn on tapahduttava tilikauden aikana, ei toiminnallisia keinoja voi enää käyttää tilanteen korjaamiseksi. (Roychowdhury 2006, 338.) Gunny (2010, 856) täydentää vielä, että joskus

yrityksen mahdollisuudet suoriteperusteiseen tuloksenjärjestelyyn voivat olla myös rajalliset. Esimerkiksi aiempien tilikausien suoriteperusteinen tuloksenjärjestely voi vähentää käytettävissä olevaa liukumavaraa, mutta myös yrityksen liiketoiminta voi rajoittaa suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä.

Tutkimuksissa eniten huomiota saavia toiminnallisia tuloksenjärjestelyn keinoja ovat myynnin, harkinnanvaraisten menojen ja tuotantotasojen manipulointi (Francis ym. 2016, 478). Roychowdhuryn (2006, 337) mukaan osa toiminnallisen tuloksenjärjestelyn keinoista, kuten hinnanalennukset tai harkinnanvaraisten menojen vähentäminen, voivat olla kuitenkin perusteltuja toimia tietyissä taloudellisissa tilanteissa. Jos keinoja hyödynnetään tavanomaista laajemmin taloudellisiin olosuhteisiin nähden, voidaan toiminta nähdä toiminnallisena tuloksenjärjestelynä.

Ensimmäinen toiminnallisen tuloksenjärjestelyn keino on myynnin manipulointi, jolla tarkoitetaan tilikauden aikaista tilapäistä myynnin lisäämistä esimerkiksi tarjoamalla asiakkaille ylimääräisiä alennuksia tai löyhempiä maksuehtoja. Tällaiset toimet voivat kasvattaa tilikauden raportoitua liikevaihtoa, mutta johtavat samalla katteiden heikkenemiseen ja suhteellisesti korkeampiin tuotantokustannuksiin. Toimilla on myös negatiivinen vaikutus tilikauden kassavirtaan. Alennuksiin tai löyhempiin maksuehtoihin, kuten nollakorkorahoitukseen, perustuvan myynnin lisäyksen vaikutus on lisäksi usein vain väliaikainen, sillä myyntimäärät palautuvat yleensä normaalille tasolle alennusten päätyttyä. Myynnin manipulointi on näin ollen hyvin lyhytnäköinen tuloksenjärjestelyn keino. (Nguyen ym. 2023, 354; Roychowdhury 2006, 340.)

Toinen toiminnallisen tuloksenjärjestelyn keinoista on vähentää harkinnanvaraisia menoja, joita ovat esimerkiksi mainos-, kehitys- ja tutkimusmenot sekä myynti-, yleis- ja hallintomenot. Koska harkinnanvaraisilla menoilla ei ole välitöntä vaikutusta yrityksen tuottoihin, niiden vähentäminen voi olla houkutteleva vaihtoehto erityisesti niissä tilanteissa, joissa yritys pyrkii saavuttamaan lyhyen aikavälin tavoitteita. (Roychowdhury 2006, 340.) Vaikka harkinnanvaraisten menojen vähentäminen vaikuttaa positiivisesti yrityksen lyhyen aikavälin kassavirtaan, Roychowdhury (2006, 340) korostaa, että tällaiset toimet saattavat tapahtua tulevaisuuden kassavirtojen kustannuksella. Esimerkiksi kehitys- ja tutkimustoiminnan tai henkilöstön koulutuksen vähentämisen taloudelliset vaikutukset eivät välttämättä näy lyhyellä aikavälillä, mutta ne voivat heikentää yrityksen pitkän aikavälin kilpailukykyä tai kasvumahdollisuuksia (Gunny 2010, 858; Roychowdhury 2006, 340).

Useat tutkimukset ovat osoittaneet, että johto vähentää yrityksen harkinnanvaraisia menoja tulostavoitteiden saavuttamiseksi. Esimerkiksi Tahinakis (2014) havaitsi, että euroalueen

velkakriisin aikana yritykset leikkasivat harkinnanvaraisia menojaan välttääkseen tappioiden tai tulosheikennysten raportoinnin. Myös Gunny (2010) osoitti, että harkinnanvaraisten menojen vähentämistä käytettiin tulostavoitteiden saavuttamiseen. Yrityskauppakontekstissa puolestaan Elrazaz ym. (2021) havaitsivat, että yrityskaupan kohdeyritykset vähensivät harkinnanvaraisia menojaan yrityskauppaa edeltävänä vuonna.

Kolmas toiminnallisen tuloksenjärjestelyn keino on varastojen yli- tai alituotanto, jossa yritys joko lisää tuotantomääriä yli arvioidun kysynnän tai vähentää niitä alle arvioidun kysynnän. Ylituotannon tarkoituksena ei ole lisätä myyntiä, vaan alentaa yksikkökohtaisia kustannuksia, kun kiinteät valmistuskustannukset jaetaan useammalle tuoteyksikölle. Suurempi tuotantomäärä pienentää kiinteiden kustannusten osuutta myytyjen tuotteiden kustannuksissa ja kasvattaa varaston arvoa taseessa, mikä johtaa tilinpäätöksessä matalampiin myyntikuluihin ja näin ollen parempaan kannattavuuteen. (Cook ym. 2021; Roychowdhury 2006, 340.) Muun muassa Thomaksen ja Zhangin (2002) sekä Cookin ym. (2021) tutkimukset tukevat ylituotannon mahdollisuutta tuloksenjärjestelyn keinona. Thomas ja Zhang (2002) havaitsivat, että yritykset, joiden varastot olivat kasvaneet poikkeuksellisesti, olivat aiemmin raportoineet vahvaa kannattavuutta, mutta varaston kasvua seuraavana tilikautena kannattavuus kääntyi välittömästi laskuun. Tulokset viittaavat joko tuloksenjärjestelyyn tai epäsuotuisiin taloudellisiin olosuhteisiin, kuten kysynnän heikentymiseen. Siinä, missä ylituotanto parantaa tilikauden tulosta mutta heikentää kassavirtaa, alituotanto varastojen pienentyessä heikentää tulosta mutta parantaa yrityksen lyhyen aikavälin kassavirtaa vapauttamalla varastoihin sitoutunutta pääomaa (Roychowdhury 2006, 340).

Vaikka toiminnallisen tuloksenjärjestelyn suosiolle on esitetty useita perusteluja suhteessa suoriteperusteiseen tuloksenjärjestelyyn, huomauttaa Roychowdhury (2006, 338) kuitenkin, että toiminnallinen tuloksenjärjestely voi olla pitkällä aikavälillä hyvinkin haitallista yritykselle. Esimerkiksi aggressiiviset hinnanalennukset myynnin kasvattamiseksi voivat johtaa siihen, että asiakkaat odottavat vastaavia alennuksia myös tulevina vuosina. Varastojen ylituotanto voi puolestaan aiheuttaa suurempia varastosaldoja, jotka saattavat lisätä yrityksen varastointikustannuksia tulevilla tilikausilla. Myös varastojen alituotanto voi johtaa pidemmällä aikavälillä varastojen ehtymiseen ja esimerkiksi toimitusvaikeuksiin (Zhang 2008, 4).

3.3 Tuloksenjärjestely eri konteksteissa

Tuloksenjärjestelyn tutkimukset ovat painottuneet pitkälti pörssiyrityksiin, mutta kasvavassa määrin myös listaamattomat yritykset ovat nousseet tutkimusten kohteiksi (Niskanen ym. 2011, 779). Myös vertailua tuloksenjärjestelyn tasosta listaamattomien ja pörssiyritysten välillä on tehty useissa

tutkimuksissa, mutta tulokset ovat olleet ristiriitaisia. Joissakin tutkimuksissa on havaittu, että tuloksenjärjestely on yleisempää pörssi- kuin listaamattomissa yrityksissä (esim. Beatty & Harris 1999; Beatty ym. 2002; Campa 2019), kun taas toisissa tutkimuksissa listaamattomat yritykset ovat osoittautuneet aktiivisemmiksi tuloksenjärjestelijöiksi (esim. Ball & Shivakumar 2005; Burgstahler ym. 2006).

Hope ym. (2013) tuovat esiin kaksi kilpailevaa hypoteesia, jotka pyrkivät selittämään, onko tuloksenjärjestely yleisempää pörssi- vai listaamattomissa yrityksissä ja miksi. Kysyntähypoteesin (demand hypothesis) mukaan tuloksenjärjestely on tyypillisesti yleisempää listaamattomissa yrityksissä, koska niiden sidosryhmillä on vähemmän tarvetta korkealaatuiselle ulkoiselle tilinpäätösinformaatiolle. Pörssiyritysten tarve laadukkaammalle tilinpäätösinformaatiolle johtuu muun muassa hajautuneemmasta omistusrakenteesta, suuremmista agenttikustannuksista ja huonommista mahdollisuuksista epäviralliseen viestintään sidosryhmien kanssa. Sen sijaan listaamattomien yritysten sidosryhmät, kuten pankit ja pääomasijoittajat, saavat yleensä sisäpiiritietoa suoraan yritysjohdolta, mikä voi vähentää niiden riippuvuutta tilinpäätösinformaatiosta. (Hope ym. 2013, 1716, 1718–1719.)

Opportunistisen käyttäytymisen hypoteesi (opportunistic behavior hypothesis) puolestaan olettaa, että listaamattomilla yrityksillä on heikommat kannustimet tuloksenjärjestelyyn. Tämä johtuu ensinnäkin siitä, että listaamattomissa yrityksissä informaation epäsymmetria on pienempää, koska omistus on keskittyneempää. Toisekseen listaamattomat yritykset eivät ole alttiita osakemarkkinoiden reaktioille, jolloin lyhyen aikavälin tulospaineet ovat pienemmät kuin pörssiyrityksissä. Pörssiyrityksissä sen sijaan informaation epäsymmetria ja ulkoiset markkinapaineet voivat lisätä kannustimia manipuloida tulosta esimerkiksi sijoittajien odotusten täyttämiseksi. (Beatty & Harris 1999, 302; Beatty ym. 2002, 549; Hope ym. 2013, 1716, 1718–1719.)

Beattyn ja Harriksen (1999) sekä Beattyn ym. (2002) tutkimusten tulokset tukevat opportunistisen käyttäytymisen hypoteesia. Yhdysvaltaisiin pankkeihin kohdistuneissa tutkimuksissa havaittiin, että listaamattomat pankit harjoittivat vähemmän tuloksenjärjestelyä kuin pörssilistatut pankit. Pörssilistatut pankit onnistuivat listaamattomia pankkeja useammin välttämään pieniä tuloslaskuja tuloksenjärjestelyn avulla, ja niiden tuloskasvujaksot olivat keskimäärin pidempiä kuin listaamattomilla pankeilla. Pörssiyritysten taipumus tukeutua yksinkertaisiin tulostavoitteisiin toimi kannustimena tuloksenjärjestelylle, kun taas listaamattomat pankit olivat vähemmän alttiita järjestelemään tulostaan näiden yksinkertaisten tulostavoitteiden saavuttamiseksi.

Tuloksenjärjestely toteutettiin pitkälti harkinnanvaraisten luottotappiovarausten ja arvopapereiden arvostuksen avulla. (Beatty ym. 2002.)

Samansuuntaisia tuloksia havaitsi myös Campa (2019), jonka mukaan taloudellisessa vaikeuksissa olevat ranskalaiset pörssiyritykset turvautuivat enemmän tuloksenjärjestelyyn kuin listaamattomat yritykset, vaikka kummassakin yritystyypissä oli havaittavissa selkeää tuloksenjärjestelyä. Laajemmassa eurooppalaisessa kontekstissa Coppens ja Peek (2005) havaitsivat, että listaamattomat yritykset, pörssiyritysten tavoin, pyrkivät välttämään tappiollisen tuloksen raportointia. Sen sijaan vain pörssiyrityksissä esiintyi järjestelmällistä tuloksen pienenemisen välttämistä. Eroavuus selitettiin pääomamarkkinoihin perustuvilla motiiveilla, jotka ohjaavat pörssiyritysten raportointikäyttäytymistä, mutta joita listaamattomilla yrityksillä ei samalla tavalla ole. Listaamattomissa yrityksissä tuloksenjärjestelyn motiivit vaikuttavat liittyvän useammin esimerkiksi lainansaantiin, verotukseen tai sidosryhmäsuhteisiin. (Coppens & Peek 2005.)

Burgstahler ym. (2006) raportoivat puolestaan eurooppalaisten listaamattomien yritysten harjoittavan enemmän tuloksenjärjestelyä kuin pörssiyritykset. Mahdollisina syinä esitettiin kysyntähypoteesin mukainen pörssiyritysten tarve ja halu tuottaa laadukkaampaa raportointia, mutta myös laajempi ulkopuolinen valvonta. Toisaalta tutkijat havaitsivat myös, että mitä vahvempi maan oikeusjärjestelmä oli, sitä vähäisempää tuloksenjärjestely oli sekä pörssi- että listaamattomissa yrityksissä.

Ball ja Shivakumar (2005) havaitsivat brittiläisiin yrityksiin kohdistuvassa tutkimuksessaan, että listaamattomien yritysten tuloksen laatu (earnings quality) oli keskimäärin heikompaa kuin pörssiyritysten vastaava. Keskeinen ero tuloksen laadussa liittyi taloudellisten tappioiden oikea-aikaiseen kirjaamiseen, joka oli pörssiyrityksissä systemaattisesti ajantasaisempaa. Tutkijoiden mukaan tämä ei kuitenkaan johtunut raportoinnin puutteellisuudesta, vaan siitä, että listaamattomilla yrityksillä ei ole pörssiyritysten tavoin yhtä suurta tarvetta korkealaatuiselle taloudelliselle raportoinnille. Lon (2008, 351) mukaan tuloksenjärjestelyllä on paljon yhteistä tuloksen laadun kanssa, ja yleisesti ottaen voidaan sanoa, että tuloksenjärjestely johtaa heikkoon tuloksen laatuun. Tuloksenjärjestelyn puuttuminen ei kuitenkaan takaa laadukasta tulosta, koska monet muut tekijät vaikuttavat myös tuloksen laatuun.

Lindahl ym. (2024) tutkivat tuloksen laatua Euroopan säädösoikeudellisen järjestelmän maissa ja havaitsivat, että tuloksen laatuun vaikuttivat positiivisesti sekä yrityskohtainen kestävä kehitys

(ESG) että maakohtainen liiketoiminnan integriteetti.[3] Lisäksi tutkimuksessa havaittiin, että tuloksen laatu oli korkeampaa Pohjois-Euroopan kuin Etelä-Euroopan maissa. Tulokset tukevat muun muassa Burgstahlerin ym. (2006) havaintoa, jonka mukaan tuloksenjärjestelyä esiintyy vähemmän maissa, joissa oikeusjärjestelmä on vahvempi (Lindahl ym. 2024).

Myös suomalaisten yritysten tuloksenjärjestelyä on tutkittu jonkin verran erilaisissa konteksteissa. Muun muassa Leuz ym. (2003) osoittivat, että tuloksenjärjestely Pohjoismaissa oli huomattavasti vähäisempää kuin muualla Euroopassa, mutta kuitenkin yleisempää Suomessa kuin esimerkiksi Ruotsissa ja Norjassa. Burgstahler ym. (2006) puolestaan havaitsivat, että kolmestatoista Euroopan maasta Suomessa tuloksenjärjestelyä oli vähiten. Tutkijoiden mukaan tätä selittävät ennen kaikkea maan vahva oikeusjärjestelmä ja tehokas valvonta, jotka vähentävät yritysten mahdollisuuksia ja kannustimia manipuloida tulosta. Leuzin ym. (2003) tutkimus tukee Burgstahlerin ym. (2006) tulkintaa osoittamalla, että tuloksenjärjestely oli vähäisempää maissa, joissa sijoittajansuoja on vahva ja lainvalvonta tehokasta. Näissä olosuhteissa yritysjohdolla on vähemmän motiiveja peitellä todellista taloudellista tilannettaan, koska keinot siihen ovat rajallisemmat.

Toisaalta suomalaista tilinpäätöskäytäntöä on kritisoitu siitä, että se korostaa verojen minimointia todellisen taloudellisen tilanteen esittämisen sijaan (Troberg 1992, Kallungin ja Martikaisen 2003, 314 mukaan). Tätä tukee kirjanpidon ja verotuksen välinen tiivis yhteys sekä korkea verotuksen taso (Karjalainen ym. 2023, 909). Kallungin ja Martikaisen (2003, 313) mukaan suomalainen tilinpäätöskäytäntö antaa johdolle huomattavaa harkintavaltaa tilikauden tuloksen esittämisessä, mikä luo suomalaisille yrityksille vahvan kannustimen tuloksenjärjestelyyn.

Karjalainen ym. (2023) tutkivat osinkojen verotuksen ja verosuunnittelun vaikutusta tuloksenjärjestelyyn suomalaisissa listaamattomissa pienissä- ja keskisuurissa yrityksissä (pk-yrityksissä). Tutkimuksessa havaittiin, että osinkojen verotus muodosti keskeisen kannustimen tuloksenjärjestelylle eli yritykset kasvattivat tulostaan suoriteperusteisin keinoin voidakseen maksaa enemmän verovapaita osinkoja. Vastaavasti tilanteissa, joissa osinkoa jaettiin vähemmän kuin liiketoiminnan kassavirta mahdollisti, yritykset pyrkivät pienentämään tulostaan välttääkseen yhteisöveroa.

Useat muut tutkijat ovat keskittyneet myös yksittäisiin tekijöihin, jotka vaikuttavat tuloksenjärjestelyn tasoon suomalaisessa kontekstissa. Niskanen ym. (2011) tarkastelivat

---

[3] Liiketoiminnan integriteetti (business integrity) kuvaa maan korruption vähäisyyttä, yritysten eettistä toimintaa ja rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyyttä (Lindahl ym. 2024).

tilintarkastajan sukupuolen vaikutusta tuloksenjärjestelyyn suomalaisissa listaamattomissa pk-yrityksissä. Tutkijat havaitsivat, että naistilintarkastajat sallivat keskimäärin enemmän johdon harkintaa raportoinnissa kuin miespuoliset tilintarkastajat. Kun tuloksenjärjestelyä analysoitiin erikseen tulosta parantavien ja heikentävien erien osalta, naistilintarkastajat osoittautuivat miehiä konservatiivisemmiksi eli yritysten tuloksenjärjestely oli enemmän tulosta heikentävää. Ittonen ym. (2013) puolestaan havaitsivat osin päinvastaisia tuloksia. Tutkimus osoitti, että naistilintarkastajien asiakasyrityksissä esiintyi vähemmän harkinnanvaraisia eriä, mikä viittasi siihen, että naistilintarkastajat rajoittivat sekä tulosta parantavaa että heikentävää tuloksenjärjestelyä.

Alqatan ja Hichiri (2025) tutkivat yhteiskuntavastuun (corporate social responsibility) vaikutusta tuloksenjärjestelyyn suomalaisessa kontekstissa. Tutkimuksen mukaan yhteiskuntavastuun ja tuloksenjärjestelyn välillä vallitsi negatiivinen yhteys eli yrityksen heikko yhteiskuntavastuun suorituskyky oli yhteydessä korkeampaan tuloksenjärjestelyn tasoon, kun taas korkea suorituskyky oli yhteydessä vähäisempään tuloksenjärjestelyyn. Tutkijoiden mukaan tulokset viittaavat siihen, että vastuullinen toiminta, kuten myös konservatiivinen raportointi ja hyvä hallintotapa yhdessä tukevat laadukasta ja luotettavaa taloudellista raportointia.

Saona ym. (2019) puolestaan tutkivat yritysten hallitusten sukupuolijakauman ja tuloksenjärjestelyn välistä yhteyttä kymmenessä Euroopan maassa. Tutkimus osoitti, että sukupuolijakaumaltaan tasaisempi hallitus hillitsi tuloksenjärjestelyä, ja että vaikutus oli voimakkaampi maissa, joissa hallituksen sukupuolijakaumaa säädeltiin lainsäädännöllä. Pelkän tuloksenjärjestelyn osalta suomalaisten pörssiyritysten tuloksenjärjestelyn taso vastasi suunnilleen otoksen keskiarvoa.

Vaikka aiemmat tutkimustulokset ovat ristiriitaisia sen suhteen, onko tuloksenjärjestely yleisempää pörssi- vai listaamattomissa yrityksissä, on kummassakin yritystyypissä havaittu tuloksenjärjestelyä. Tuloksenjärjestelyn tasoon ei kuitenkaan vaikuta pelkästään listautumisstatus, vaan myös useat muut tekijät, kuten maan oikeusjärjestelmä ja lainvalvonnan taso, sijoittajansuoja, verotus, liiketoiminnan integriteetti sekä kestävän kehityksen näkökulmat (esim. Burgstahler ym. 2006; Coppens & Peek 2005; Leuz ym. 2003; Lindahl ym. 2024). Suomalaisessa kontekstissa tuloksenjärjestelyn tasoon on havaittu vaikuttavan muun muassa verotus, tilintarkastajan sukupuoli, hallituksen sukupuolijakauma sekä yritysten yhteiskuntavastuun taso (esim. Alqatan & Hichiri 2025; Ittonen ym. 2013; Karjalainen ym. 2023; Niskanen ym. 2011; Saona ym. 2019). Tuloksenjärjestely näyttäytyykin kontekstisidonnaisena ilmiönä, jonka taustalla vaikuttavat niin yrityskohtaiset kuin institutionaaliset tekijät, mutta myös erilaiset motiivit.

4 Tuloksenjärjestely yrityskauppojen yhteydessä

4.1 Kohdeyritysten tuloksenjärjestely

Tutkimuksia pörssilistattujen kohdeyritysten tuloksenjärjestelystä on tehty jo noin kolmen vuosikymmenen ajan, mutta suurin osa ajoittuu pitkälti viime vuosikymmenelle. Yhdysvaltalaisiin yrityksiin kohdistuneessa Christien ja Zimmermanin (1994) tutkimuksessa, joka on mahdollisesti yksi ensimmäisistä aihetta käsittelevistä tutkimuksista, havaittiin, että kohdeyritykset valitsivat verrokkiyrityksiä useammin tulosta parantavia kirjanpitokäytänteitä. Tutkimus osoitti kuitenkin, että tuloksenjärjestely perustui pitkälti yrityksen arvon maksimointiin eikä johdon opportunistiseen pyrkimykseen parantaa omaa asemaansa. Vaikka opportunistisia kirjanpitovalintoja ilmeni suhteellisen harvoin, saattoi niillä olla merkittävä vaikutus yrityksen taloudellisiin lukuihin. Jos kohdeyritys olisi käyttänyt esimerkiksi vaihtoehtoisia, ei niin suotuisia, kirjanpitomenetelmiä, kertynyt edellisten tilikausien tulos olisi voinut olla jopa neljänneksen pienempi.

Muutama vuosi myöhemmin Easterwood (1998) löysi samansuuntaisia tuloksia, mutta tulosta parantava suoriteperusteinen tuloksenjärjestely kohdistui pääasiassa vihamielisiin yrityskauppoihin. Erickson and Wang (1999) eivät puolestaan havainneet tilastollisesti merkitsevää näyttöä kohdeyrityksissä tapahtuvasta tuloksenjärjestelystä, vaikka tulokset antoivat viitteitä tulosta parantavasta tuloksenjärjestelystä. Tutkijoiden mukaan mahdollisena selityksenä voi olla, etteivät kohdeyritykset ole yleensä tietoisia mahdollisesta yrityskaupasta tarpeeksi ajoissa, minkä vuoksi niillä ei ole riittävästi aikaa järjestellä tulostaan etukäteen (Erickson & Wang 1999, 173–174).

Davis ja Khadivar (2024) reagoivat Ericksonin ja Wangin (1999) esille nostamaan näkökulmaan ja toteuttivat tutkimuksen, joka keskittyi kohdeyrityksiin, jotka olivat olleet yrityskauppahuhun kohteena. Yrityskauppahuhu tarkoittaa tilannetta, jossa markkinoilla liikkuu epävirallista tietoa mahdollisesta ostotarjouksesta. Vaikka kohdeyritys ei virallisesti tiedä olevansa ostokohde, voivat huhut saada johdon aavistamaan tulevan yrityskaupan mahdollisuuden ja reagoimaan siihen ennakoivasti. Huhut ilmestyivät keskimäärin reilu puolivuotta ennen yrityskaupan toteutumista, mikä antoi kohdeyrityksille huomattavasti enemmän aikaa järjestellä tulostaan ennen mahdollista due diligence -tarkastusta kuin silloin, jos tieto mahdollisesta yrityskaupasta tulisi ilmi vasta myöhemmin. (Davis & Khadivar 2024, 2.)

Tutkimuksessa löydettiin ensinnäkin näyttöä yhdysvaltalaisten pörssiyritysten tulosta parantavasta tuloksenjärjestelystä sekä suoriteperusteisin että toiminnallisin keinoin huhun julkaisemista vastaavalla neljänneksellä sekä sitä edeltävällä neljänneksellä. Toisekseen tutkimuksessa havaittiin,

että toisella, kolmannella ja neljännellä vuosineljänneksellä huhun julkaisemisen jälkeen kohdeyritykset, joiden kohdalla yrityskauppahuhu ei toteutunut, tuloksenjärjestelyä oli tulosta heikentävää ja suoriteperusteista, kun taas niissä kohdeyrityksissä, joissa huhu toteutui, tulosta parantava toiminnallinen tuloksenjärjestely jatkui. (Davis & Khadivar 2024.)

Myös Anagnostopouloun ja Tsekrekosin (2015) tutkimus ottaa huomioon Ericksonin ja Wangin (1999) esittämän huolen kohdeyritysten rajallisesta ajasta tuloksenjärjestelyyn. Tutkimuksessa tarkasteltiin yhdysvaltalaisia pörssiyrityksiä, jotka olivat julkisesti ilmoittaneet etsivänsä ostajaa, mikä varmisti riittävän ajan mahdolliselle tuloksenjärjestelylle. Tutkimuksessa havaittiin, että yritykset toteuttivat tulosta heikentävää suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä jopa kaksi vuotta ennen ilmoitusta ostajayrityksen etsimisestä. Erityisen alttiita toteuttamaan tuloksenjärjestelyä olivat heikommin kannattavat ja hitaamman kasvun yritykset, jotka olivat mahdollisesti taloudellisesti vaikeammassa tilanteessa.

Anagnostopoulou ja Tsekrekos (2013) toteuttivat vastaavanlaisen tutkimuksen myös eurooppalaisessa kontekstissa. Tutkijat havaitsivat, että erityisesti maissa, joissa yrityskauppamarkkinat olivat kilpaillut, yritykset harjoittivat tulosta heikentävää suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä yhdysvaltalaisten yritysten tapaan.

Anagnostopouloun ja Tsekrekosin (2013) tutkimuksen lisäksi Euroopan kontekstissa on toteutettu muitakin tutkimuksia. Ben-Amar ja Missonier-Piera (2008) havaitsivat, että sveitsiläiset yrityskaupan kohteena olleet pörssiyritykset järjestelivät tuloksiaan alaspäin suoriteperusteisin keinoin vuotta ennen yrityskauppaa. Myös Christopoulos ym. (2023) sekä Missonier-Piera ja Spadetti (2023) havaitsivat samansuuntaisia tuloksia suoriteperusteisesta tulosta heikentävästä tuloksenjärjestelystä eurooppalaisissa pörssiyrityksissä. Kummassakaan tutkimuksessa ei kuitenkaan havaittu tilastollisesti merkitsevää toiminnallista tuloksenjärjestelyä (Christopoulos ym. 2023; Missonier-Piera & Spadetti 2023), vaikka niissä Euroopan maissa, joissa läpinäkyvyys oli suurta ja korruptio vähäistä, johto vaikutti valitsevan useammin toiminnallisen tuloksenjärjestelyn (Christopoulos ym. 2023).

Perafán-Peña ym. (2024) havaitsivat, että eurooppalaisten pörssilistattujen kohdeyritysten korkea suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn taso oli yhteydessä pienempään omistusosuuteen, jonka ostaja oli valmis kohdeyrityksestä hankkimaan. Tulokset osoittivat, että ostajat suhtautuivat varovaisemmin ja tavoittelivat pienempiä omistusosuuksia silloin, kun kohdeyrityksen tilinpäätös oli tulosta parantavan suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn vuoksi vaikeaselkoinen.

Toiminnallisella tuloksenjärjestelyllä ei sen sijaan havaittu olevan samanlaista yhteyttä omistajuuspäätöksiin.

Poiketen muista Eurooppaan sijoittuneista tutkimuksista Elrazaz ym. (2021) havaitsivat, että Isossa-Britanniassa pörssilistattujen kohdeyritysten tuloksenjärjestely oli tulosta parantavaa toiminnallista tuloksenjärjestelyä. Kohdeyritykset vähensivät harkinnanvaraisia menojaan yrityskauppaa edeltävänä tilikautena, mutta eivät manipuloineet myyntiä tai tuotantotasoja. Lisäksi tuloksenjärjestelyä havaittiin ainoastaan yrityskaupoissa, jotka rahoitettiin osakkeilla. Toisessa useita Euroopan maita kattaneessa tutkimuksessa ei kuitenkaan ilmennyt, että maksutavalla olisi ollut merkitystä tuloksenjärjestelyyn (Christopoulos ym. 2023).

Myös Campan ja Hajbaban (2016) yhdysvaltalaisiin pörssiyrityksiin kohdistuvassa tutkimuksessa tutkittiin maksutavan vaikutusta kohdeyritysten tuloksenjärjestelyyn. Toisin kuin Elrazazin ym. (2021) tutkimuksessa, Campa ja Hajbaba (2016) havaitsivat kohdeyrityksen tuloksenjärjestelyn korostuvan erityisesti käteisellä rahoitetuissa yrityskaupoissa. Tuloksenjärjestely oli kuitenkin Elrazazin ym. (2021) tutkimuksen tapaan toiminnallista, mutta keinoista korostui myynnin manipulointi vuotta ennen yrityskauppaa. Mughal ym. (2021) puolestaan havaitsivat yhdysvaltalaisten pörssiyritysten toteuttavan tulosta parantavaa, harkinnanvaraisiin menoihin ja tuotantokustannuksiin painottuvaa toiminnallista tuloksenjärjestelyä jopa kaksi vuotta ennen yrityskaupan julkistamista. Kohdeyritykset harjoittivat myös suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä, mutta sen käyttö väheni Sarbanes–Oxley-lainsäädännön[4] voimaantulon jälkeen, minkä seurauksena toiminnallisen tuloksenjärjestelyn käyttö puolestaan lisääntyi.

Campa ja Hajbaba (2016) havaitsivat lisäksi, että kohdeyrityksen tulosta parantavalla tuloksenjärjestelyllä oli negatiivinen vaikutus ostajayrityksen pitkän aikavälin suorituskykyyn. Myös Mughal ym. (2021) löysivät samansuuntaisia tuloksia, mutta tutkijat havaitsivat lisäksi, että tuloksenjärjestelyllä oli negatiivinen vaikutus myös kohdeyritysten lyhyen aikavälin suorituskykyyn.

Taulukossa 4 on esitetty kirjallisuuskatsauksen yhteenveto. Taulukko kokoaa yhteen tutkimusten aineistot, aiheet, tutkitut tuloksenjärjestelyn keinot (suoriteperusteinen, toiminnallinen tai molemmat) sekä keskeiset tulokset.

---

[4] Sarbanes–Oxley-laki tuli voimaan Yhdysvalloissa vuonna 2002, kun lainsäädäntöä oli tarpeen tiukentaa yritysten taloudellisen raportoinnin luotettavuuden ja läpinäkyvyyden parantamiseksi Enronin ja muiden merkittävien talousskandaalien seurauksena (Cohen ym. 2008; Mughal ym. 2021).

Taulukko 4 Kirjallisuuskatsauksen yhteenveto

Rasti AM-sarakkeessa tarkoittaa suoriteperusteisen (accrual-based earnings management) ja rasti REM-sarakkeessa toiminnallisen tuloksenjärjestelyn (real earnings management) tutkimista kyseisessä tutkimuksessa.

Tutkija(t)	Aineisto	Tutkimuksen aihe	AM	REM	Keskeiset tulokset
Davis & Khadivar (2024)	Yhdysvaltalaiset pörssiyritykset (2002–2011)	Yrityskauppahuhujen kohteena olevien yritysten tuloksenjärjestely	x	x	Tulosta parantava tuloksenjärjestely sekä suoriteperusteisten että toiminnallisten keinojen avulla
Perafán-Peña ym. (2024)	Eurooppalaiset pörssiyritykset (1990–2021)	Kohdeyritysten tuloksenjärjestelyn vaikutus ostajayrityksen hankkiman omistusosuuden suuruuteen	x	x	Tulosta parantava suoriteperusteinen tuloksenjärjestely yhteydessä pienempiin omistusosuuksiin ja vähemmistökauppoihin; toiminnallisella tuloksenjärjestelyllä ei vaikutusta omistajuuspäätöksiin
Missonier-Piera & Spadetti (2023)	Eurooppalaiset pörssiyritykset (2005–2015)	Kohdeyritysten tuloksenjärjestelyn vaikutus ostohinnan preemion suuruuteen	x	x	Tulosta heikentävä suoriteperusteinen tuloksenjärjestely; suoriteperusteinen tuloksenjärjestely yhteydessä korkeampaan ostohinnan preemioon
Christopoulos ym. (2023)	Eurooppalaiset pörssiyritykset (2010–2020)	Valtion korruptiotason vaikutus tuloksenjärjestelyn tasoon kohdeyrityksissä ja maksutavan vaikutus tuloksenjärjestelyyn	x	x	Tulosta heikentävä suoriteperusteinen tuloksenjärjestely; ei tilastollista merkitsevyyttä toiminnallisessa tuloksenjärjestelyssä, mutta yhteys vähäiseen korruption tasoon; maksutavalla ei merkitystä
Elrazaz ym. (2021)	Brittiläiset pörssiyritykset (1995–2013)	Kohdeyritysten tuloksenjärjestely ja maksutavan vaikutus tuloksenjärjestelyyn		x	Tulosta parantava toiminnallinen tuloksenjärjestely (harkinnanvaraisten menojen vähentäminen); tuloksenjärjestely yhteydessä osakkeilla rahoitettuihin yrityskauppoihin
Mughal ym. (2021)	Yhdysvaltalaiset pörssiyritykset (1987–2017)	Kohdeyritysten tuloksenjärjestely ja sen vaikutus ostajayritysten kaupan jälkeiseen suorituskykyyn	x	x	Tulosta parantava tuloksenjärjestely sekä suoriteperusteisten että toiminnallisten (keinojen avulla; tuloksenjärjestely yhteydessä ostajayritysten heikompaan pitkän aikavälin suorituskykyyn
Campa & Hajbaba (2016)	Yhdysvaltalaiset pörssiyritykset (2001–2011)	Kohdeyritysten tuloksenjärjestely ja sen vaikutus ostajayritysten kaupan jälkeiseen suorituskykyyn sekä maksutavan vaikutus tuloksenjärjestelyyn	x	x	Tulosta parantava toiminnallinen tuloksenjärjestely (myynnin manipulointi); tuloksenjärjestely yhteydessä käteisellä rahoitettuihin kauppoihin ja ostajayritysten heikompaan pitkän aikavälin suorituskykyyn

Tutkija(t)	Aineisto	Tutkimuksen aihe	AM	REM	Keskeiset tulokset
Chen ym. (2016)	Yhdysvaltalaiset pörssiyritykset (1985–2010)	Kohdeyritysten tuloksenjärjestely yrityskaupan julkistamisen ja toteutumisen välisenä aikana sekä sen vaikutus ostajayritysten suorituskykyyn	x	x	Tulosta heikentävä tuloksenjärjestely yrityskaupan julkistamisen ja toteutumisen välisenä aikana; tuloksenjärjestely yhteydessä ostajayritysten parempaan kaupan jälkeiseen suorituskykyyn
Anagnostopoulou & Tsekrekos (2015)	Yhdysvaltalaiset pörssiyritykset (1990–2012)	Julkisesti ostajaa etsivien yritysten tuloksenjärjestely sekä sen vaikutus osakemarkkinoiden reaktioihin ja todennäköisyyteen tulla ostetuksi yrityskaupassa	x		Tulosta heikentävä suoriteperusteinen tuloksenjärjestely; positiivinen markkinareaktio; negatiivinen yhteys todennäköisyyteen tulla ostetuksi
Anagnostopoulou & Tsekrekos (2013)	Eurooppalaiset pörssiyritykset (2000–2009)	Julkisesti ostajaa etsivien yritysten tuloksenjärjestely ja sen vaikutus osakemarkkinoiden reaktioihin	x		Tulosta heikentävä suoriteperusteinen tuloksenjärjestely; tuloksenjärjestelyllä positiivinen yhteys osakekurssien epänormaaleihin tuottoihin ilmoitusten yhteydessä
Ben-Amar & Missonier-Piera (2008)	Sveitsiläiset pörssiyritykset (1990–2002)	Kohdeyritysten tuloksenjärjestely	x		Tulosta heikentävä suoriteperusteinen tuloksenjärjestely
Erickson and Wang (1999)	Yhdysvaltalaiset pörssiyritykset (1985–1990)	Ostaja- ja kohdeyritysten tuloksenjärjestely sekä maksutavan vaikutus tuloksenjärjestelyyn	x		Ostajayritysten tulosta parantava suoriteperusteinen tuloksenjärjestely osakkeilla rahoitetuissa yrityskaupoissa; kohdeyritysten osalta ei tilastollisesti merkitsevää tuloksenjärjestelyä
Easterwood (1998)	Yhdysvaltalaiset pörssiyritykset (1985–1989)	Kohdeyritysten tuloksenjärjestely	x		Tulosta parantava suoriteperusteinen tuloksenjärjestely etenkin vihamielisissä yrityskaupoissa
Christie & Zimmerman (1994)	Yhdysvaltalaiset pörssiyritykset (1981–1988)	Kohdeyritysten opportunistinen tuloksenjärjestely	x		Tulosta parantava suoriteperusteinen tuloksenjärjestely; tehokkuus merkittävämpi selittäjä tuloksenjärjestelylle kuin johdon opportunismi

Aiemmat tutkimustulokset kohdeyritysten tuloksenjärjestelystä yrityskauppojen yhteydessä ovat melko ristiriitaisia etenkin yhdysvaltalaisten ja eurooppalaisten kohdeyritysten välillä. Karkeasti yleistäen Manner-Euroopassa kohdeyritysten tuloksenjärjestelyn on havaittu olevan pitkälti tulosta heikentävää ja suoriteperusteista, kun taas Yhdysvalloissa tuloksenjärjestely on ollut enemmän tulosta parantavaa toiminnallista tuloksenjärjestelyä. Brittiläisten kohdeyritysten tuloksenjärjestely vaikuttaa kuitenkin poikkeavan muista Euroopan maista, koska tuloksenjärjestely on ollut Yhdysvaltojen tapaan pitkälti tulosta parantavaa toiminnallista tuloksenjärjestelyä. Davis ja Khadivar (2024, 3) korostavatkin tuloksenjärjestelyn monimutkaista ja kontekstisidonnaista luonnetta.

Aikaisemmissa tutkimuksissa on myös käsitelty laajasti erilaisia motiiveja kohdeyritysten tuloksenjärjestelylle. Tuloksenjärjestelyn suunta, eli pyritäänkö tuloksella parantamaan vai heikentämään raportoitua tulosta, voi riippua yrityskaupan luonteesta (Baralis ym. 2025, 2). Vihamielisissä yrityskaupoissa tavoitteena on yleensä nykyisen johdon korvaaminen uudella, mikä voi kannustaa kohdeyrityksen johtoa parantamaan raportoitua tulosta ennen yrityskauppaa vakuuttaakseen osakkeenomistajat hylkäämään tarjouksen. Tavoitteena voi olla esimerkiksi oman aseman säilyttäminen. (Ben-Amar & Missonier-Piera 2008, 235–236; Healy ym. 1997, 45.) Toisaalta tulosta parantava tuloksenjärjestely voi viitata myös kohdeyrityksen pyrkimykseen houkutella useampia ostajakandidaatteja ja siten nostaa mahdollista tarjottavaa kauppahintaa (Davis & Khadivar 2024, 2; Erickson & Wang 1999, 173).

Ystävällismielisissä yrityskaupoissa kohdeyrityksen johto puolestaan usein jatkaa tehtävässään yrityskaupan jälkeen. Tällöin johdolla voi olla kannustin raportoida tarkoituksella heikompia tuloksia ennen kauppaa, mikä voi helpottaa kaupan toteutumista ja samalla luoda mahdollisuuden raportoida parempia tuloksia yrityskaupan jälkeen. (Ben-Amar & Missonier-Piera 2008, 235–236; Healy ym. 1997, 45.) Chen ym. (2016) tuovatkin esiin, ettei kohdeyrityksen tuloksenjärjestely välttämättä aina tapahdu ostajan kustannuksella, vaan esimerkiksi tuloksen tietoisella heikentämisellä ennen yrityskauppaa voidaan siirtää voittoja tuleville tilikausille. Tämä voi tarkoittaa esimerkiksi tavarantoimittajille suoritettavien maksujen aikaistamista, myyntisaamisten keruun viivästyttämistä tai varausten liioittelua, joiden seurauksena kohdeyrityksen tulos näyttäytyy hetkellisesti heikommalta. Yrityskaupan jälkeen erät kuitenkin purkaantuvat ja parantavat ostajayrityksen raportoimaa tulosta. (Chen ym. 2016, 1082.)

Tulosta heikentävä tuloksenjärjestely voi olla toisaalta myös kohdeyrityksen tietoinen strateginen valinta. Anagnostopouloun ja Tsekrekosin (2015, 363) mukaan raportoimalla heikompaa tulosta

ennen yrityskauppaa, yritys voi näyttäytyä houkuttelevampana ostokohteena. Missonier-Piera ja Spadetti (2023, 312) esittävät puolestaan, että tulosta heikentävä tuloksenjärjestely voi olla ostaja- ja kohdeyrityksen johdon välinen neuvottelustrategia, jonka tarkoituksena on puhdistaa tase kirjaamalla tarvittavat arvonalentumiset, varaukset ja luottotappiot ennen kaupan toteutumista. Vaikka kohdeyrityksillä voi olla selkeitä motiiveja tuloksenjärjestelylle, eivät ne välttämättä kykene kuitenkaan ennakoimaan, saavatko ne ylipäätään tarjouksia tai milloin yrityskauppa tapahtuu (Anagnostopoulou & Tsekrekos 2015, 355; Ben-Amar & Missonier-Piera 2008).

4.2 Tutkimushypoteesien muodostaminen

Tutkimuksen keskeisenä tavoitteena on tutkia yrityskauppaa ennen tapahtuvaa mahdollista tuloksenjärjestelyä yrityskaupan kohdeyrityksissä. Aiemmat tutkimukset pörssilistattujen kohdeyritysten tuloksenjärjestelystä ovat olleet lähes yksimielisiä sen suhteen, että kohdeyritykset järjestelevät tulostaan ennen yrityskauppaa. Näiden havaintojen perusteella tässä tutkimuksessa oletetaan, että myös suomalaisissa listaamattomissa kohdeyrityksissä esiintyy vastaavanlaista käyttäytymistä. Tutkimuksen ensimmäinen tutkimushypoteesi on seuraavanlainen:

H1: *Kohdeyritykset harjoittavat tuloksenjärjestelyä yrityskauppaa edeltävänä tilikautena.*

Tutkimustulokset ovat olleet kuitenkin ristiriitaisia sen suhteen, millä keinoilla tuloksenjärjestelyä toteutetaan ja minkä suuntaista se on. Zangin (2012, 699) mukaan yritykset valitsevat tuloksenjärjestelyn keinot niistä aiheutuvien suhteellisten kustannusten perusteella. Myös Cohen ja Zarowin (2010) havaitsivat samansuuntaisia tuloksia. Jos liiketoimintaympäristö rajoittaa toiminnallista tuloksenjärjestelyä esimerkiksi heikon kilpailuaseman, heikon taloudellisen tilanteen tai korkeiden tilikauden verokustannusten vuoksi, turvautuvat yritykset useammin suoriteperusteiseen tuloksenjärjestelyyn. Vastaavasti, jos suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä vaikeuttaa tiukentunut sääntely ja valvonta tai lyhemmät toimintasyklit, vaikuttavat yritykset hyödyntävän enemmän toiminnallista tuloksenjärjestelyä. (Zang 2012, 699.) Toisaalta Campan (2019) tutkimus ei tue Zangin (2012) eikä Cohenin ja Zarowinin (2010) näkemyksiä, vaan hänen mukaansa yritykset valitsevat tuloksenjärjestelyn keinot ensisijaisesti niiden paljastumisen todennäköisyyden perusteella.

Suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn ajatellaan tulevan ilmi esimerkiksi tilintarkastuksen yhteydessä todennäköisemmin kuin toiminnallisen tuloksenjärjestelyn (Cohen & Zarowin 2010, 4; Zang 2012, 680). Zangin (2012, 680) mukaan suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä rajoittaakin ulkopuolisten, kuten tilintarkastajien, harjoittama valvonta. Campa ja Hajbaba (2016)

havaitsivatkin, että yrityskauppojen kohdeyritykset järjestelivät tulostaan enemmän toiminnallisen tuloksenjärjestelyn avulla, ja heidän mukaansa tämä saattaa johtua perusteellisesta due diligence -tarkastuksesta, joka voi rajoittaa yritysten suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä. Baralis ym. (2025, 16) eivät kuitenkaan havainneet, että toiminnallinen tuloksenjärjestely olisi ollut vaikeammin havaittavissa ulkopuolelta kuin suoriteperusteinen tuloksenjärjestely.

Graham ym. (2005) havaitsivat, että tuloksenjärjestelyn keinojen valinnan taustalla olevat syyt ovat erilaiset pörssi- ja listaamattomissa yrityksissä. Tutkijoiden mukaan listaamattomat yritykset pyrkivät hallitsemaan tulostaan enemmän toiminnallisen tuloksenjärjestelyn avulla, niiden ollessa suhteellisesti kiinnostuneempia kassavirroista kuin pörssiyritykset. Mannereurooppalaisessa kontekstissa toiminnallinen tuloksenjärjestely on kuitenkin osoittautunut melko harvinaiseksi yrityskauppojen kohdeyrityksissä (Christopoulos ym. 2023; Elrazaz ym. 2021; Missonier-Piera & Spadetti 2023; Perafán-Peña ym. 2022), vaikka toiminnallisen tuloksenjärjestelyn on havaittu olevan yhteydessä alhaisen korruption ja korkean läpinäkyvyyden maihin (Christopoulos ym. 2023).

Näin ollen aikaisempien tutkimusten pohjalta ei ole mahdollista tehdä pätevää oletusta tuloksenjärjestelyn keinoista, joten tutkimuksen seuraavat kaksi hypoteesia muodostuvat seuraavanlaisiksi:

H2.1: *Kohdeyritykset järjestelevät tulostaan suoriteperusteisten keinojen avulla.*

H2.2: *Kohdeyritykset järjestelevät tulostaan toiminnallisten keinojen avulla.*

Manner-Euroopassa pörssilistattujen kohdeyritysten tuloksenjärjestely on ollut poikkeuksetta tulosta heikentävää. Tulosta on heikennetty esimerkiksi yrityskaupan toteuttamisen helpottamiseksi sekä parempien tulosten saavuttamiseksi yrityskaupan jälkeen. (esim. Anagnostopoulou & Tsekrekos 2013; Ben-Amar & Missonier-Piera 2008; Christopoulos ym. 2023; Missonier-Piera & Spadetti 2023.) Näin oletetaan olevan myös suomalaisten listaamattomien kohdeyritysten kohdalla, ja tämän perusteella tutkimuksen viimeinen hypoteesi on seuraavanlainen:

H3: *Kohdeyritysten tuloksenjärjestely on tulosta heikentävää.*

5 Tutkimusmenetelmät ja -aineisto

5.1 Tutkimusmenetelmät

5.1.1 Suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn mallit

Suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä on tutkittu suurimmaksi osaksi harkinnanvaraisten jaksotusten avulla. Harkinnanvaraiset jaksotukset muodostuvat tilinpäätöksen kokonaisjaksotusten ja tavanomaisten eli ei-harkinnanvaraisten jaksotusten erotuksena (Zang 2012, 683). Ei-harkinnanvaraisia jaksotuksia ovat tilinpäätösnormiston vaatimat oikaisut, kuten poistot.

Yksi suosituimmista aiemmissa tutkimuksissa käytetyistä suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn laskentamalleista on Jonesin malli (Jones 1991). Jonesin malli on lineaarinen regressiomalli, joka olettaa, että ei-harkinnanvaraiset jaksotukset pysyvät vakiona vuodesta toiseen (Jones 1991, 210). Jonesin malli on yksinkertaistettuna, ilman vuosien ja yritysten indeksejä sekä heteroskedastisuutta vähentävää jakajaa, seuraavanlainen (mukaillen Kallunki 2022, 190):

$$KJAK = a_1 + a_2 \Delta LV + a_3 KOM + \varepsilon, \text{ jossa} \tag{1}$$

$KJAK$	jaksotusten kokonaismäärä
ΔLV	liikevaihdon muutos
KOM	aineellinen käyttöomaisuus
ε	jäännöstermi

Jonesin mallissa selitettävänä muuttujana on jaksotusten kokonaismäärä, joka pitää sisällään muutokset käyttöpääomassa, kuten myyntisaamisissa, vaihto-omaisuudessa ja ostoveloissa. Selittävinä muuttujina ovat yrityksen liikevaihdon muutos ja aineellisen käyttöomaisuuden määrä, johon on lisätty tilikauden poistot ja arvonalentumiset. Liikevaihdon muutos kontrolloi taloudellisen toimintaympäristön muutoksia ja aineellinen käyttöomaisuus puolestaan kokonaispoistojen ei-harkinnanvaraisen osan muutoksia. Kaavassa jäännöstermi kuvaa harkinnanvaraisia jaksotuksia, jotka eivät selity liikevaihdon muutoksella tai aineellisen käyttöomaisuuden määrällä. (Jones 1991, 211–212.)

Harkinnanvaraisten jaksotusten yksiselitteinen estimointi on osoittautunut kuitenkin haastavaksi, minkä vuoksi suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn tutkimiseksi on kehitetty useita erilaisia malleja (Kothari ym. 2005, 164). Muun muassa Dechow ym. (1995) lisäsivät Jonesin malliin myyntisaamisten muutoksen, koska heidän mukaansa myyntisaamisten muutos heijastaa

kokonaisuudessaan tuloksenjärjestelyä. Alkuperäinen Jonesin malli olettaa, ettei liikevaihdon muutokseen sisälly lainkaan tuloksenjärjestelyä. Kothari ym. (2005) puolestaan lisäsivät muunneltuun Jonesin malliin riippumattomaksi muuttujaksi vielä ROA:n eli koko pääoman tuottoasteen kontrolloidakseen yrityksen kannattavuuden vaikutusta harkinnanvaraisten jaksotusten estimoinnissa.

Tässä tutkimuksessa harkinnanvaraiset jaksotukset estimoidaan Dechowin ym. (1995) muunnellulla Jonesin mallilla, sillä se on ollut yksi käytetyimmistä malleista vastaavanlaisissa tutkimuksissa (esim. Baralis ym. 2025; Christopoulos ym. 2023; Missonier-Piera & Spadetti 2023). Malli estimoidaan kullekin toimiala-vuosiyhdistelmälle erikseen, mikä mahdollistaa toimiala- ja vuosikohtaisten muutosten kontrolloinnin (Kallunki 2022, 191).

Harkinnanvaraisten jaksotusten laskeminen aloitetaan estimoimalla kullekin toimiala-vuosiyhdistelmälle omat, kaavan (2) mukaiset (Dechow ym. 1995, 199), parametrit käyttämällä verrokkiyrityksiä eli kohdeyrityksen kanssa samalla toimialalla toimivia yrityksiä, jotka eivät ole olleet yrityskaupan kohteena kyseisenä vuonna.

$$\frac{KJAK_{i,t}}{TASE_{i,t-1}} = a_1 \frac{1}{TASE_{i,t-1}} + a_2 \frac{\Delta LV_{i,t} - \Delta MS_{i,t}}{TASE_{i,t-1}} + a_3 \frac{KOM_{i,t}}{TASE_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}, \text{ jossa} \quad (2)$$

$KJAK_{i,t}$	yrityksen i jaksotusten kokonaismäärä tilikaudella t
$TASE_{i,t-1}$	yrityksen i taseen loppusumma tilikaudella t-1
$\Delta LV_{i,t}$	yrityksen i liikevaihdon muutos tilikausien t ja t-1 välillä
$\Delta MS_{i,t}$	yrityksen i myyntisaamisten muutos tilikausien t ja t-1 välillä
$KOM_{i,t}$	yrityksen i bruttomääräinen aineellinen käyttöomaisuus tilikaudella t
$\varepsilon_{i,t}$	yrityksen i jäännöstermi tilikaudella t

$a_1, a_2\ ja\ a_3$ ovat toimiala- ja vuosikohtaisia regressiokertoimia, jotka on estimoitu pienimmän neliösumman menetelmällä. Aineellinen käyttöomaisuus on laskettu lisäämällä FAS:n mukaiseen aineellisten hyödykkeiden -erään tilikauden poistot ja arvonalentumiset, jotta saadaan hyödykkeiden bruttomääräinen arvo. Jäännöstermi kuvaa harkinnanvaraisia jaksotuksia. Kaikki muuttujat on jaettu edellisen tilikauden taseen loppusummalla yritysten kokoerojen kontrolloimiseksi (Kallunki 2022, 190) ja heteroskedastisuuden vähentämiseksi (Jones 1991, 212).

Kaavan (2) kokonaisjaksotukset on laskettu kaavalla (3) (mukaillen Jones 1991, 207). Kuvio 2 havainnollistaa kaavaa (3) sekä siinä käytettyjä FAS:n mukaisia tase-eriä. Kuviossa esitetään, mitkä vaihtuvien vastaavien ja lyhytaikaisten velkojen erät on sisällytetty käytettyihin muuttujiin ja mitkä on jätetty niiden ulkopuolelle.

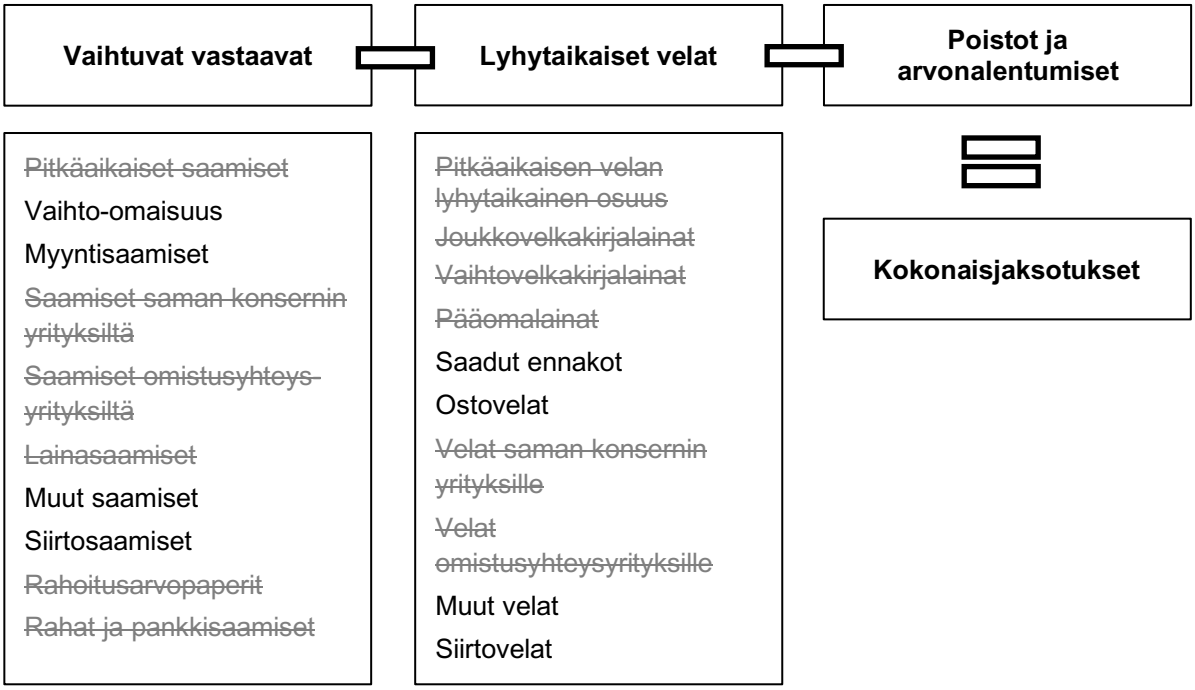
$$KJAK_{i,t} = \Delta VV_{i,t} - \Delta LVPO_{i,t} - PA_{i,t}, \quad (3)$$

jossa kaikki muuttujat ovat samat kuin aiemmin, ja

$\Delta VV_{i,t}$ yrityksen i vaihtuvien vastaavien muutos tilikausien t ja t-1 välillä

$\Delta LVPO_{i,t}$ yrityksen i lyhytaikaisen velan muutos tilikausien t ja t-1 välillä

$PA_{i,t}$ yrityksen i poistot ja arvonalentumiset tilikaudella t



Kuvio 2 FAS:n mukaiset kokonaisjaksotuserät (ks. Kirjanpitoasetus 1:6; Jones 1991)

Kaavan (3) vaihtuvat vastaavat ja lyhytaikaiset velat muodostuvat kuvion 2 mukaisista käteisvarojen ulkopuolisista operatiivisista eristä. Vaihtuviin vastaaviin sisältyvät vaihto-omaisuus, myyntisaamiset, muut saamiset ja siirtosaamiset. Näin ollen kaavan (3) vaihtuvat vastaavat -erä ei sisällä pitkäaikaisia saamisia, saamisia saman konsernin tai omistusyhteysyrityksiltä, lyhytaikaisia lainasaamisia, rahoitusarvopapereita eikä rahoja ja pankkisaamisia.

Lyhytaikaiset velat sisältävät ainoastaan operatiiviset velat: saadut ennakot, ostovelat, muut velat ja siirtovelat. Pitkäaikaisten lainojen lyhytaikainen osuus, joukko- ja vaihtovelkakirjalainat, pääomalainat sekä velat konserni- tai omistusyhteysyrityksille on jätetty ulkopuolelle. Jonesin (1991, 207) mukaan myös tuloverovelkojen muutos tulisi vähentää lyhytaikaisesta velasta, mutta tätä ei ollut mahdollista huomioida tilinpäätöstietojen puutteellisuuden vuoksi. Tästä syystä yritysten mahdolliset tuloverovelat sisältyvät lyhytaikaisiin velkoihin.

Harkinnanvarainen osa saadaan laskettua kohdeyritysten kokonaisjaksotusten ja ei-harkinnanvaraisten jaksotusten erotuksena. Harkinnanvaraiset jaksotukset yritykselle i estimoidaan kaavalla (4) käyttämällä kaavasta (2) saatuja toimiala- ja vuosikohtaisia parametriestimaatteja, jotka kuvaavat ei-harkinnanvaraisia jaksotuksia.

$$HVJAK_{i,t} = \frac{KJAK_{i,t}}{TASE_{i,t-1}} - (\hat{a}_1 \frac{1}{TASE_{i,t-1}} + \hat{a}_2 \frac{\Delta LV_{i,t} - \Delta MS_{i,t}}{TASE_{i,t-1}} + \hat{a}_3 \frac{KOM_{i,t}}{TASE_{i,t-1}}), \quad (4)$$

jossa kaikki muuttujat ovat samat kuin aiemmin, ja
$HVJAK_{i,t}$ yrityksen i harkinnanvaraiset jaksotukset tilikaudella t

Harkinnanvaraisten jaksotusten positiivinen arvo viittaa tulosta parantavaan suoriteperusteiseen tuloksenjärjestelyyn, kun taas negatiivinen arvo tulosta heikentävään tuloksenjärjestelyyn. Mitä lähempänä nollaa harkinnanvaraisten jaksotusten arvo on, sitä vähemmän yrityksen voidaan katsoa harjoittaneen suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä suhteessa saman toimialan ja tilikauden muihin yrityksiin.

5.1.2 Toiminnallisen tuloksenjärjestelyn mallit

Aikaisemmissa tutkimuksissa toiminnallista tuloksenjärjestelyä on tutkittu laajasti hyödynnetyn Roychowdhuryn (2006) kolmen laskentamallin avulla (esim. Cohen & Zarowin 2010; Zang 2012; Elrazaz ym. 2021). Tässä tutkimuksessa toiminnallista tuloksenjärjestelyä tarkastellaan ainoastaan tuotantotasojen manipuloinnin kautta. Myynnin ja harkinnanvaraisten menojen manipuloinnin analysointi jäi tutkimuksen ulkopuolelle, koska listaamattomien yritysten tilinpäätöstietojen puutteellisuuden vuoksi niitä ei ollut mahdollista tarkastella.

Toiminnallisen tuloksenjärjestelyn tutkimiseksi estimoidaan ensiksi tuotantokustannusten (TK) normaali taso hyödyntäen verrokkiyrityksiä. Lineaarinen poikkileikkausregressio estimoidaan muunnellun Jonesin mallin tapaan jokaiselle toimiala-vuosiyhdistelmälle erikseen seuraavasti (Roychowdhury 2006, 345):

$$\frac{TK_{i,t}}{TASE_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{TASE_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{LV_{i,t}}{TASE_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta LV_{i,t}}{TASE_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta LV_{i,t-1}}{TASE_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}, \text{ jossa} \quad (5)$$

$TK_{i,t}$ yrityksen i tuotantokustannukset tilikaudella t
$TASE_{i,t-1}$ yrityksen i taseen loppusumma tilikaudella t-1
$LV_{i,t}$ yrityksen i liikevaihto tilikaudella t
$\Delta LV_{i,t}$ yrityksen i liikevaihdon muutos tilikausien t ja t-1 välillä
$\Delta LV_{i,t-1}$ yrityksen i liikevaihdon muutos tilikausien t-1 ja t-2 välillä

$\varepsilon_{i,t}$ yrityksen i jäännöstermi tilikaudella t

$a_1, a_2, a_3\ ja\ a_4$ ovat toimiala- ja vuosikohtaisia regressiokertoimia, jotka on estimoitu pienimmän neliösumman menetelmällä. Tuotantokustannukset $TK_{i,t}$ lasketaan myyntiä vastaavien kulujen ja vaihto-omaisuuden muutoksen summana, mikä vastaa FAS:n mukaista materiaalit ja palvelut -erää. Roychowdhury (2006, 339) korostaa, että tuotantokustannukset voidaan laskea myös muille kuin valmistavan teollisuuden yrityksille, kuten palvelualan yrityksille, vaikka käsite ei määritelmällisesti sovellu kaikille toimialoille.

Epänormaalit tuotantokustannukset lasketaan kohdeyrityksen todellisten tuotantokustannusten ja normaalin tason erotuksena. Normaali tuotantokustannusten taso yritykselle i estimoidaan kaavalla (6) käyttämällä kaavasta (5) saatuja toimiala- ja vuosikohtaisia parametriestimaatteja.

$$EpänormTK_{i,t} = \frac{TK_{i,t}}{TASE_{i,t-1}} - (\hat{a}_1 \frac{1}{TASE_{i,t-1}} + \hat{a}_2 \frac{LV_{i,t}}{TASE_{i,t-1}} + \hat{a}_3 \frac{\Delta LV_{i,t}}{TASE_{i,t-1}} + \hat{a}_4 \frac{\Delta LV_{i,t-1}}{TASE_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}), \qquad (6)$$

jossa kaikki muuttujat ovat samat kuin aiemmin, ja
$EpänormTK_{i,t}$ yrityksen i epänormaalit tuotantokustannukset tilikaudella t

Mitä lähempänä nollaa epänormaalien tuotantokustannusten arvo on, sitä vähemmän yrityksen voidaan katsoa harjoittaneen toiminnallista tuloksenjärjestelyä suhteessa saman toimialan ja tilikauden muihin yrityksiin, vastaavasti kuin muunnellussa Jonesin mallissa. Positiivinen epänormaalien tuotantokustannusten arvo viittaa ylituotantoon, eli tulosta parantavaan mutta kassavirtaa heikentävään toiminnalliseen tuloksenjärjestelyyn. Negatiivinen arvo viittaa puolestaan alituotantoon, eli tulosta heikentävään mutta kassavirtaa parantavaan tuloksenjärjestelyyn.

5.2 Aineisto

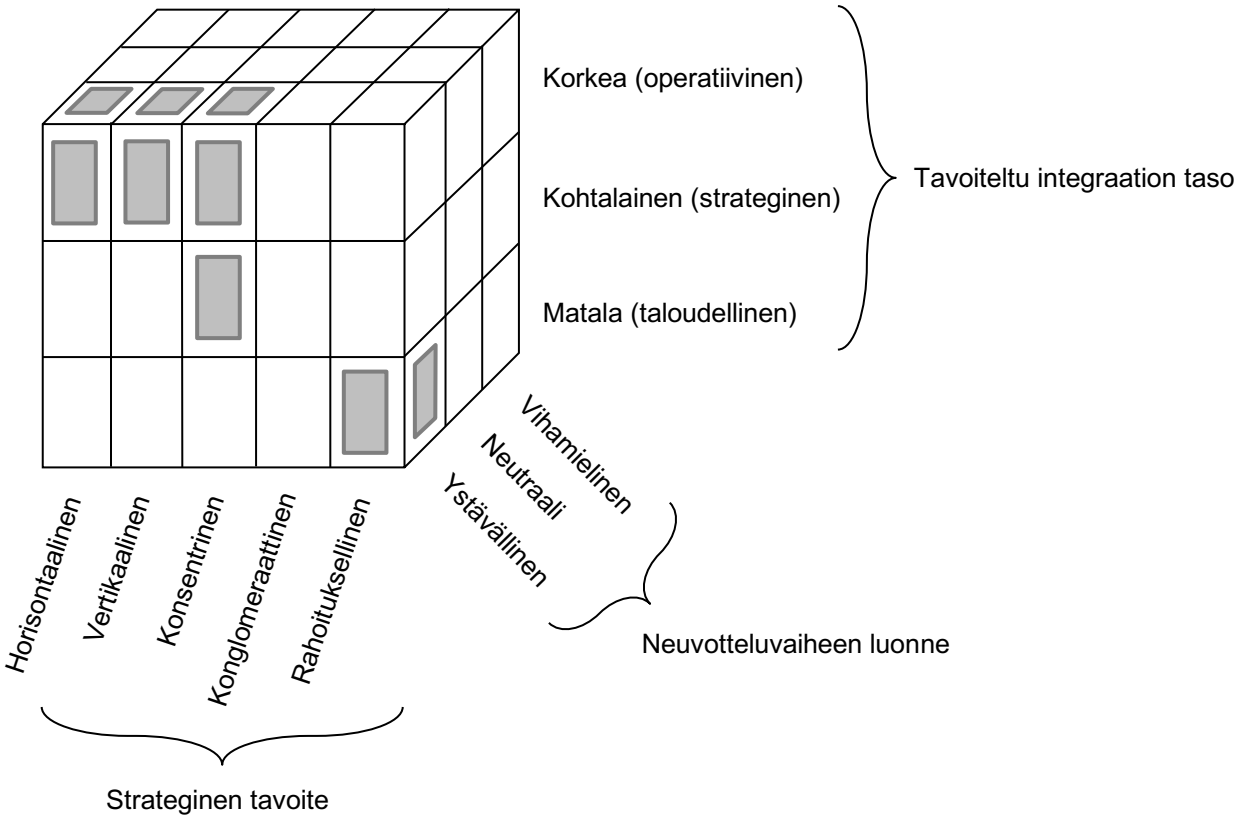
Tutkimuksen otos koostuu suomalaisista listaamattomista yrityksistä, jotka ovat olleet toteutuneen yrityskaupan kohteena aikavälillä 2022–2024. Aineistona käytetään kohdeyritysten viimeisintä yrityskauppaa edeltävää tilinpäätöstä, koska aikaisemmissa tutkimuksissa on havaittu, että tuloksenjärjestelyä esiintyy todennäköisemmin juuri yrityskauppaa edeltävänä tilikautena (Ben-Amar & Missonier-Piera 2008; Elrazaz ym. 2021; Mughal ym. 2021; Missonier-Piera & Spadetti 2023; Davis & Khadivar 2024). Tästä syystä viimeisimmät yrityskauppaa edeltävät tilinpäätöstiedot riittävät ilmiön tutkimiseen, vaikka Ben-Amar ja Missonier-Piera (2008, 237) huomauttavatkin, että kohdeyritykset ovat saattaneet järjestellä tulostaan jo useita vuosia ennen yrityskauppaa.

Tiedot toteutuneista yrityskaupoista on kerätty LSEG M&A -tietokannasta, joka sisältää niin pörssi- kuin listaamattomien yritysten julkistetut yrityskaupat maailmanlaajuisesti. LSEG M&A -tietokannasta ei kuitenkaan ollut saatavilla luotettavia tilinpäätöstietoja listaamattomista yrityksistä, joten kohdeyritysten tilinpäätöstiedot on noudettu manuaalisesti suomalaisesta yritystietopalvelusta, Taloustutkasta. Tutkimukseen on sisällytetty yrityskaupat, jotka täyttivät seuraavat kriteerit:

1. Yrityskauppa on toteutunut.
2. Ostajayrityksellä on yrityskaupan jälkeen ollut vähintään 50 prosentin omistusosuus kohdeyrityksestä.
3. Kohdeyritys on suomalainen, listaamaton ja laatinut tilinpäätöksensä FAS:n mukaisesti.
4. Kohdeyrityksen liikevaihto on ollut vähintään yksi miljoona euroa yrityskauppaa edeltävänä tilikautena.
5. Kohdeyritys ei toimi rahoitusalalla.
6. Toimialalla on toteutunut aikavälillä 2022–2024 vähintään 15 yrityskauppaa.

Edellä mainitut kriteerit on asetettu aineiston yhdenmukaisuuden ja vertailukelpoisuuden varmistamiseksi. Ostajayrityksen on tullut hankkia vähintään 50 prosentin omistusosuus kohdeyrityksestä, nostaa omistusosuutensa alle 50 prosentista yli 50 prosenttiin tai hankkia loput osakkeet, jota se ei ennestään omistanut. Näin varmistetaan, että yrityskauppa johtaa määräysvallan siirtymiseen. Kohdeyrityksen on tullut laatia tilinpäätöksensä FAS:n mukaisesti, mikä varmistaa kohdeyritysten tilinpäätöstietojen vertailukelpoisuuden eri yritysten välillä. Lisäksi kohdeyrityksen liikevaihdon on tullut olla vähintään yksi miljoona euroa yrityskauppaa edeltävänä tilikautena. Tämä rajaus poistaa aineistosta hyvin pienet yritykset ja varmistaa, että otos koostuu taloudellisesti riittävän suurista yrityksistä. Rahoitusalan yritykset on rajattu aineiston ulkopuolelle, koska niitä koskevat poikkeavat sääntely- ja raportointivaatimukset. Myös aiemmissa vastaavanlaisissa tutkimuksissa rahoitusalan yritykset on jätetty aineiston ulkopuolelle (esim. Davis & Khadivar 2024; Mughal ym. 2021). Toimialarajauksella varmistetaan, että tutkimukseen sisältyy ainoastaan toimialoja, joilla yrityskauppa-aktiivisuus on ollut tarkastelujakson aikana riittävän suurta. Toimialat on luokiteltu 2-numeroisen SIC-koodin mukaisesti.

Kriteerit täyttäviä yrityskauppoja oli yhteensä 133 neljältä eri toimialalta. Tilinpäätöstietojen puutteellisuuden vuoksi otoksen lopullinen koko supistui 117 yrityskauppaan. Kuvio 3 havainnollistaa, miten otokseen sisältyneiden yrityskauppojen arvioidaan sijoittuvan Buonon ja Bowdichin (1989) esittämään yrityskauppojen integraatiokehykseen.



Kuvio 3 Tutkimuksen otoksen sijoittuminen Buonon ja Bowditchin (1989) integraatiokehykseen

Kuviosta 3 ilmenee, että otos sisältää horisontaalisia, vertikaalisia ja konsentrisia yrityskauppoja. Joukossa on myös pääomasijoittajien toteuttamia rahoituksellisia yrityskauppoja. Horisontaalisissa ja vertikaalisissa yrityskaupoissa tavoitellaan tyypillisesti korkeaa integraation tasoa, koska yrityskaupalla pyritään saavuttamaan mahdollisimman laajoja synergiaetuja ja toiminnallista yhteensovittamista. Konsentrisissa yrityskaupoissa tavoiteltu integraation taso voi olla matalampi kuin horisontaalisissa ja vertikaalisissa yrityskaupoissa, koska yritysten toiminnot ovat harvemmin täysin päällekkäisiä. Rahoituksellisissa yrityskaupoissa integraation taso on sen sijaan yleensä matala, koska ostajayrityksen tavoitteena ei ole yhdistää kohdeyrityksen liiketoimintaa omaansa, vaan ensisijaisesti kasvattaa sijoituksensa arvoa. (ks. Buono & Bowditch 1989, 71–73.) Yrityskauppojen on arvioitu olevan pääosin ystävällismielisiä, vaikka myös neutraalit yrityskaupat ovat mahdollisia. Taulukossa 5 on havainnollistettu otokseen sisältyneiden kohdeyritysten lukumäärää ja jakaumaa sekä vuosittain että toimialoittain.

Taulukko 5 Tutkimuksen otoksen jakautuminen

Kohdeyritysten jakauma	Luku-määrä	Prosentti-osuus	Kertymä
Vuosi			
2022	50	43 %	
2023	27	23 %	66 %
2024	40	34 %	100 %
Yhteensä	117	100 %	
Toimiala			
Liiketoiminnan tukipalvelut (SIC 73)	54	46 %	
Kestokulutushyödykkeiden tukkukauppa (SIC 50)	23	20 %	66 %
Teknilliset, taloushallinnon ja liikkeenjohdon palvelut (SIC 87)	21	18 %	84 %
Erikoistuneet rakennusalan urakoitsijat (SIC 17)	19	16 %	100 %
Yhteensä	117	100 %	

Taulukon 5 mukaisesti suurin osa otoksen yrityskaupoista toteutui vuonna 2022 (43 %), kun taas vuonna 2023 toteutuneiden kauppojen osuus oli pienin (23 %). Vuonna 2024 yrityskauppojen osuus otoksesta oli 34 prosenttia. Toimialoittain tarkasteltuna lähes puolet kohdeyrityksistä kuului liiketoiminnan tukipalveluihin (46 %). Kolmen muun toimialan – kestokulutushyödykkeiden tukkukaupan, teknillisten, taloushallinnon ja liikkeenjohdon palveluiden sekä erikoistuneiden rakennusalan urakoitsijoiden – osuudet vaihtelivat noin 15–20 prosentin välillä.

Liiketoiminnan tukipalvelut -toimiala sisältää esimerkiksi IT-, ohjelmisto- ja markkinointiyrityksiä, jotka tarjoavat sopimukseen tai palkkioon perustuvia palveluita muille yrityksille. Toimialaan ei kuitenkaan sisälly yritykset, jotka tarjoavat teknillisiä, taloushallinnon tai liikkeenjohdon palveluja (SIC 87), kuten insinööri-, tilitoimisto- ja konsultointipalveluita. Kestokulutushyödykkeiden tukkukauppa -toimialaan kuuluvat tukkukauppaa harjoittavat yritykset, jotka ostavat tuotteita, kuten moottoriajoneuvoja, koneita ja laitteita, huonekaluja tai muita kestokulutushyödykkeitä, valmistajilta tai maahantuojilta ja myyvät niitä edelleen eteenpäin. Erikoistuneet rakennusalan urakoitsijat -toimialaan kuuluvat yritykset toimivat yleensä aliurakoitsijoina pääurakoitsijoille ja vastaavat rakennusprojektien tietyistä osa-alueista, kuten LVI-, maalaus- tai sähkötöistä. (Standard Industrial Classification (SIC) Code List; Standard Industrial Classification (SIC) Manual.)

Verrokkiyritykset on poimittu sattumanvaraisesti Orbis-tietokannasta, ja niiden tilinpäätöstiedot on täydennetty manuaalisesti Taloustutkan datalla vastaavalla tavalla kuin kohdeyritysten osalta. Kullekin toimialavuodelle on muodostettu 15 verrokkiyrityksen otos kyseiseltä toimialalta. Verrokkiyritysten tilinpäätöstiedot on kerätty samalta ajanjaksolta, jotta aineisto olisi

mahdollisimman vertailukelpoinen. Verrokkiyritykset ovat kohdeyritysten tavoin suomalaisia, listaamattomia ja FAS-tilinpäätöksen laatineita yrityksiä, mutta ne eivät ole olleet yrityskaupan kohteena kyseisinä vuosina.

Aineisto on rajattu ajanjaksoon, jota McKinsey & Companyn (2025) raportti luonnehtii ajaksi, jolloin epävarmuudesta on tullut pysyvä osa yritysten liiketoimintaympäristöä. Vuoden 2022 yrityskauppojen kohdeyritysten tilikauden 2021 lukuihin heijastuvat ensisijaisesti koronapandemian jälkivaikutukset. Vuoden 2022 aikana ja sen jälkeen yrityskauppatoimintaan ovat vaikuttaneet lisäksi muun muassa Ukrainan sodan alkaminen, energiakriisi, inflaation kiihtyminen sekä rahapolitiikan kiristyminen ja siitä seurannut korkotason nousu. Vuonna 2023 yrityskauppojen arvo laskikin alhaisimmalle tasolle kymmeneen vuoteen, mikä näkyy myös tämän tutkimuksen vuoden 2023 havaintojen vähäisimpänä määränä (taulukko 5). Vuoden 2024 yrityskauppatoimintaan on vaikuttanut erityisesti lisääntynyt geopoliittinen epävarmuus. (Bain & Company 2024; McKinsey & Company 2025.)

6 Tutkimustulokset

6.1 Kuvailevat tilastot

Aineiston analyysi on toteutettu kokonaisuudessaan SPSS 29 -tilasto-ohjelmalla. Taulukon 6 kuvailevat tilastot havainnollistavat tutkimusaineiston keskeisiä muuttujia kohde- ja verrokkiyrityksissä.

Taulukko 6 Kuvailevat tilastot

$HVJAK$ kuvaa suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä ja toimii harkinnanvaraisten jaksotusten mittarina. $EpänormTK$ kuvaa toiminnallista tuloksenjärjestelyä ja toimii tuotantotasojen manipuloinnin mittarina. Alaindeksi a viittaa 1 prosentin, b 2 prosentin ja c 5 prosentin winsorointiin.

	Keski-arvo	Keski-hajonta	Min	25 %	Medi-aani	75 %	Max	Vi-nous	Huipuk-kuus
Kohdeyritykset (117 havaintoa)									
Liikevaihto (1 000 €)	7 475	8 333	1 005	2 820	5 373	8 610	67 118		
Liikevaihdon muutos (%)	0,23	0,38	–0,32	0,04	0,12	0,33	2,12		
Tase (1 000 €)	5 244	12 101	163	1 306	2611	4 146	109 331		
Kokonaisjaksotukset (1 000 €)	291	753	–2 863	–33	124	413	3 904		
Materiaalit ja palvelut (1 000 €)	–3 686	6 168	–43 898	-4 052	–1 761	–452	0		
$HVJAK$ (%)	0,061	0,265	–1,207	–0,050	0,058	0,151	1,537	0,822	12,496
$HVJAK_a$ (%)	0,061	0,217	–0,544				0,916	0,831	4,358
$HVJAK_b$ (%)	0,058	0,205	–0,535				0,724	0,378	2,749
$EpänormTK$ (%)	–0,463	2,534	–25,496	–0,450	–0,061	0,268	1,331	–8,624	83,440
$EpänormTK_a$ (%)	–0,314	1,215	–7,796				1,124	–4,255	23,612
$EpänormTK_c$ (%)	–0,199	0,645	–1,719				0,663	–0,961	0,205
Verrokkiyritykset (180 havaintoa)									
Liikevaihto (1 000 €)	5 601	6 262	530	1 895	3 284	6 928	37 359		
Liikevaihdon muutos (%)	0,12	0,32	–0,59	–0,03	0,10	0,21	1,82		
Tase (1 000 €)	3 243	5 576	255	850	1 533	3 076	38 001		
Kokonaisjaksotukset (1 000 €)	223	596	–1 617	–35	108	329	4 901		
Materiaalit ja palvelut (1 000 €)	–2 660	3 737	–20 716	–3 455	–1 262	–373	3		
$HVJAK$ (%)	0,000	0,024	–0,818	–0,088	–0,002	0,072	0,589	–0,475	5,607
$HVJAK_a$ (%)	0,002	0,138	–0,379				0,408	0,288	1,197
$HVJAK_b$ (%)	0,003	0,136	–0,340				0,388	0,341	0,908
$EpänormTK$ (%)	–0,000	0,310	–0,814	–0,204	0,015	0,191	1,079	0,229	1,034
$EpänormTK_a$ (%)	–0,000	0,301	–0,723				0,999	0,215	0,843
$EpänormTK_c$ (%)	–0,007	0,278	–0,561				0,522	–0,222	0,539

Taulukon 6 mukaisesti kohdeyritysten liikevaihto oli keskimäärin 7,5 miljoonaa euroa, kun taas verrokkiyritysten vastaava oli 5,6 miljoonaa euroa. Kohdeyritysten liikevaihdon keskihajonta oli kuitenkin suurempaa, 8,3 miljoonaa euroa, verrattuna verrokkiyritysten 6,3 miljoonaan euroon. Taseen loppusumma oli kohdeyrityksissä keskimäärin 5,2 miljoonaa euroa ja verrokkiyrityksissä 3,2 miljoonaa euroa. Kohdeyritykset olivat näin ollen keskimäärin suurempia sekä liikevaihdon että taseen loppusumman perusteella. Myös liikevaihdon muutos oli kohdeyrityksissä keskimäärin suurempi (23 %) kuin verrokkiyrityksissä (12 %).

Toisin kuin taulukossa 6 esitetyt kokonaisjaksotukset sekä materiaalit ja palvelut -erä, harkinnanvaraiset jaksotukset ($HVJAK$) ja epänormaalit tuotantokustannukset ($EpänormTK$) on skaalattu taseen loppusummalla. Kohdeyritysten harkinnanvaraisten jaksotusten keskiarvo oli 0,061 ja mediaani 0,058, kun taas verrokeilla vastaavat luvut olivat 0,000 ja –0,002. Kohdeyritysten harkinnanvaraisten jaksotusten keskihajonta oli 0,265 ja verrokkiyritysten 0,024. Epänormaalien tuotantokustannusten keskiarvo kohdeyrityksissä oli puolestaan –0,463 ja mediaani –0,061, kun taas verrokkiyrityksissä vastaavat luvut olivat lähellä nollaa (–0,000 ja 0,015). Kohdeyritysten epänormaalien tuotantokustannusten keskihajonta oli hyvin suurta (2,534) verrattuna verrokkien vastaavaan (0,310).

Aineistoa päädyttiin winsoroimaan, koska yksittäiset poikkeavat havainnot voivat vaikuttaa merkittävästi tutkimustuloksiin. Winsoroinnissa havaintojen ääriarvot korvataan valitun ala- tai ylärajan arvoilla sen sijaan, että ne poistetaan otoksesta kokonaan. Winsoroinnin tarve ilmeni vinouden ja huipukkuuden tunnusluvuista. Kohdeyritysten harkinnanvaraisten jaksotusten jakauma oli hieman oikealle vino (0,822) ja selvästi huipukas (12,496). Kohdeyritysten epänormaalien tuotantokustannusten jakauma oli puolestaan vasemmalle vino (–8,624) ja erittäin huipukas (83,440). Jakaumien poikkeavat havainnot vahvistettiin lisäksi graafisen tarkastelun avulla.

Harkinnanvaraisiin jaksotuksiin sovellettiin 2 prosentin winsorointia, minkä seurauksena kohdeyritysten jakauman vinous pieneni arvoon 0,378 ja huipukkuus arvoon 2,749. Epänormaalien tuotantokustannusten osalta sovellettiin 5 prosentin winsorointia, jolloin vinous pieneni arvoon –0,961 ja huipukkuus arvoon 0,205. Shapiron–Wilkin testin tulokset normaalijakaumaoletusten testaamiseksi on esitetty taulukossa 7.

Taulukko 7 Shapiron–Wilkin testin tulokset

W-arvo on Shapiron–Wilkin testin testisuure, jolla testataan nollahypoteesia, jonka mukaan aineisto on peräisin normaalijakaumasta. $HVJAK$ kuvaa suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä ja toimii harkinnanvaraisten jaksotusten mittarina. $EpänormTK$ kuvaa toiminnallista tuloksenjärjestelyä ja toimii tuotantotasojen manipuloinnin mittarina. Merkitsevyystasot: *** = 0,1 %; ** = 1 %; * = 5 %.

	Vapausaste	Testisuure	p-arvo
$HVJAK$	117	$W = 0{,}933^{***}$	$p < 0{,}001$
$EpänormTK$	117	$W = 0{,}902^{***}$	$p < 0{,}001$

Vaikka Shapiron–Wilkin testin tulosten (taulukko 7) perusteella normaalisuusoletus hylättiin kummankin selitettävän muuttujan kohdalla ($p < 0{,}001$), voidaan parametrisen testin käyttöä pitää edelleen perusteltuna, sillä tutkimuksen otoskoko on riittävän suuri (ks. Marques De Sá 2007, 86–87). Tulosten robustiuden varmistamiseksi kahden riippumattoman otoksen t-testin rinnalla hyödynnetään kuitenkin myös ei-parametristä Mannin–Whitneyn U-testiä. Ei-parametrisen testin käyttö mahdollistaa ryhmien välisten erojen vertailun ilman jakaumaoletuksia, mikä tekee testistä vähemmän herkän poikkeaville havainnoille (Marques De Sá 2007, 171).

6.2 Suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn tulokset

Suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn osalta tässä tutkimuksessa ennustetaan, että yrityskaupan kohdeyritykset harjoittavat tulosta heikentävää tuloksenjärjestelyä yrityskauppaa edeltävänä tilikautena. Näin ollen tutkimuksessa odotetaan, että kohdeyritysten harkinnanvaraiset jaksotukset ovat tilastollisesti merkitsevästi negatiivisia. Taulukosta 8 ilmenevät kohde- ja verrokkiyritysten harkinnanvaraisten jaksotusten jakaumien keskeiset tunnusluvut.

Taulukko 8 Harkinnanvaraiset jaksotukset kohde- ja verrokkiyrityksissä

$HVJAK$ kuvaa suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä ja toimii harkinnanvaraisten jaksotusten mittarina. Luvut on winsoroitu 2 prosentilla.

$HVJAK$ (%)	Kohde-yritykset	Verrokki-yritykset
Keskiarvo	0,058	0,003
Keskihajonta	0,205	0,136
25 %	–0,050	–0,088
Mediaani	0,058	–0,002
75 %	0,151	0,072

Keskimääräiset harkinnanvaraiset jaksotukset olivat positiivisia sekä kohde- että verrokkiyrityksissä. Kohdeyritysten 2 prosentilla winsoroidut harkinnanvaraiset jaksotukset olivat

keskimäärin 5,8 prosenttia kokonaisvaroista (taseen loppusummasta), kun taas verrokkiyritysten vastaava oli 0,3 prosenttia. Kohdeyritysten mediaani oli keskiarvon tavoin 5,8 prosenttia ja verrokkiyritysten –0,2 prosenttia kokonaisvaroista. Sekä keskiarvo- että mediaanierot viittaavat siihen, että kohdeyritykset harjoittivat tulosta parantavaa suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä. Taulukossa 9 on esitetty sekä kohde- että verrokkiyritysten yhden otoksen t-testien tulokset sekä kahden riippumattoman otoksen t-testin ja ei-parametrisen Mannin–Whitneyn U-testin tulokset.

Taulukko 9 Harkinnanvaraisten jaksotusten keskiarvojen ja sijalukujen vertailu

$HVJAK$ kuvaa suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä ja toimii harkinnanvaraisten jaksotusten mittarina. Alaindeksi 0 viittaa verrokkiyrityksiin ja 1 kohdeyrityksiin. Yhden otoksen t-testillä testataan, poikkeaako ryhmän keskiarvo nollasta. t- ja Z-arvot kuvaavat kahden riippumattoman otoksen t-testin ja Mannin–Whitneyn U-testin testisuureita, joilla testataan nollahypoteesia, jonka mukaan kohde- ja verrokkiyritysten harkinnanvaraisten jaksotusten välillä ei ole eroa. Merkitsevyystasot: *** = 0,1 %; ** = 1 %; * = 5 %.

	Keskiarvo	Sijaluku	Testisuureet	p-arvo
Yhden otoksen t-testit				
Kohdeyritykset			$t = 3{,}067^{**}$	$p = 0{,}003$
Verrokkiyritykset			$t = 0{,}271$	$p = 0{,}787$
Kahden riippumattoman otoksen testit				
$HVJAK$	$\mu_0 = 0{,}003$	$R_0 = 137{,}42$	$t = -2{,}577^{*}$	$p = 0{,}011$
	$\mu_1 = 0{,}058$	$R_1 = 166{,}82$	$Z = -2{,}882^{**}$	$p = 0{,}004$

Taulukon 9 yhden otoksen t-testin tuloksista ilmenee, että kohdeyritysten harkinnanvaraisten jaksotusten keskiarvo poikkesi tilastollisesti merkitsevästi nollasta 1 prosentin merkitsevyystasolla ($t = 3{,}067, p = 0{,}003$). Verrokkiyrityksissä nollahypoteesia ei hylätty ($t = 0{,}271, p = 0{,}787$) eli keskiarvo ei poikennut nollasta.

Kahden riippumattoman otoksen t-testin tulokset osoittavat (taulukko 9), että kohde- ja verrokkiyritysten harkinnanvaraisten jaksotusten keskiarvoero oli tilastollisesti merkitsevä. T-testi hylkäsi nollahypoteesin 5 prosentin merkitsevyystasolla ($t = -2{,}577, p = 0{,}011$). Myös Mannin–Whitneyn U-testi osoitti ryhmien välisten jakaumien eron tilastollisesti merkitseväksi 1 prosentin merkitsevyystasolla ($Z = -2{,}882, p = 0{,}004$). Koska jakaumien tunnuslukujen (taulukko 6) ja graafisen tarkastelun perusteella kohde- ja verrokkiyritysten jakaumat poikkesivat winsoroinnista huolimatta toisistaan, Mannin–Whitneyn U-testiä ei tulkittu mediaanitestinä, vaan ryhmien havaintojen sija- eli järjestyslukujen vertailuna.

Kohdeyritysten harkinnanvaraisten jaksotusten keskiarvo oli positiivinen ja poikkesi tilastollisesti merkitsevästi nollasta, mikä viittaa tulosta parantavaan suoriteperusteiseen tuloksenjärjestelyyn kohdeyrityksissä. Myös kahden riippumattoman otoksen testit osoittivat, että kohdeyritysten

harkinnanvaraiset jaksotukset olivat tilastollisesti merkitsevästi suurempia kuin verrokkiyritysten vastaavat. Näin ollen kohdeyritykset harjoittivat verrokkiyrityksiä aggressiivisemmin tulosta parantavaa suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä.

Tulokset tukevat hypoteesia 1, jonka mukaan kohdeyritykset harjoittavat tuloksenjärjestelyä yrityskauppaa edeltävänä tilikautena, sekä hypoteesia 2.1, jonka mukaan kohdeyritykset harjoittavat suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä. Tulokset eivät kuitenkaan tue hypoteesia 3, jonka mukaan tuloksenjärjestely olisi tulosta heikentävää, sillä tuloksenjärjestely osoittautui tulosta parantavaksi suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn osalta.

6.3 Toiminnallisen tuloksenjärjestelyn tulokset

Suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn tapaan tutkimuksessa ennustetaan, että kohdeyritysten toiminnallinen tuloksenjärjestely on tulosta heikentävää yrityskauppaa edeltävänä tilikautena. Tutkimuksessa odotetaan, että kohdeyritysten epänormaalit tuotantokustannukset ovat tilastollisesti merkitsevästi negatiivisia. Taulukossa 10 on havainnollistettu kohde- ja verrokkiyritysten epänormaalien tuotantokustannusten jakaumien keskeiset tunnusluvut.

Taulukko 10 Epänormaalit tuotantokustannukset kohde- ja verrokkiyrityksissä

$EpänormTK$ kuvaa toiminnallista tuloksenjärjestelyä ja toimii tuotantotasojen manipuloinnin mittarina. Luvut on winsoroitu 5 prosentilla.

$\boldsymbol{Ep\ddot{a}normTK}$ **(%)**	**Kohde-yritykset**	**Verrokki-yritykset**
Keskiarvo	–0,199	–0,007
Keskihajonta	0,645	0,278
25 %	–0,450	–0,204
Mediaani	–0,061	0,015
75 %	0,268	0,191

Taulukon 10 mukaiset keskimääräiset 5 prosentilla winsoroidut epänormaalit tuotantokustannukset olivat negatiivisia sekä kohde- että verrokkiyrityksissä. Kohdeyritysten epänormaalit tuotantokustannukset olivat keskimäärin –19,9 prosenttia kokonaisvaroista, mikä viittaa normaalia alempiin tuotantotasoihin. Kohdeyritysten mediaani (–6,1 %) oli huomattavasti keskiarvoa vähemmän negatiivinen, mikä viittaa siihen, että muutamat negatiiviset ääriarvot painoivat keskiarvoa negatiivisemmaksi myös 5 prosentin winsoroinnin jälkeen. Verrokkiyritysten keskiarvo ja mediaani olivat puolestaan hyvin lähellä nollaa, keskimääräisten epänormaalien tuotantokustannusten ollessa –0,7 prosenttia ja mediaanin 1,5 prosenttia kokonaisvaroista.

Kuten harkinnanvaraisten jaksotusten kohdalla, epänormaalien tuotantokustannusten jakaumien tunnusluvut (taulukko 6) ja graafinen tarkastelu viittaavat siihen, että kohde- ja verrokkiyritysten jakaumat poikkesivat muodoltaan toisistaan. Tämän vuoksi Mannin–Whitneyn U-testin tuloksia tulkitaan järjestyslukuihin perustuvana vertailuna kahden ryhmän välillä. Taulukosta 11 ilmenee sekä kohde- että verrokkiyritysten yhden otoksen t-testien tulokset sekä kahden riippumattoman otoksen t-testin ja ei-parametrisen Mannin–Whitneyn U-testin tulokset.

Taulukko 11 Epänormaalien tuotantokustannusten keskiarvojen ja sijalukujen vertailu

$EpänormTK$ kuvaa toiminnallista tuloksenjärjestelyä ja toimii tuotantotasojen manipuloinnin mittarina. Alaindeksi 0 viittaa verrokkiyrityksiin ja 1 kohdeyrityksiin. Yhden otoksen t-testillä testataan, poikkeaako ryhmän keskiarvo nollasta. t- ja Z-arvot kuvaavat kahden riippumattoman otoksen t-testin ja Mannin–Whitneyn U-testin testisuureita, joilla testataan nollahypoteesia, jonka mukaan kohde- ja verrokkiyritysten epänormaalien tuotantokustannusten välillä ei ole eroa. Merkitsevyystasot: *** = 0,1 %; ** = 1 %; * = 5 %.

	Keskiarvo	Sijaluku	Testisuureet	p-arvo
Yhden otoksen t-testit				
Kohdeyritykset			$t = -3{,}333^{***}$	$p < 0{,}001$
Verrokkiyritykset			$t = -0{,}321$	$p = 0{,}749$
Kahden riippumattoman otoksen testit				
$EpänormTK$	$\mu_0 = -0{,}007$	$R_0 = 154{,}25$	$t = -3{,}044^{**}$	$p = 0{,}003$
	$\mu_1 = -0{,}199$	$R_1 = 140{,}93$	$Z = -1{,}306$	$p = 0{,}192$

Taulukossa 11 esitetyt yhden otoksen t-testien tulokset osoittavat, että kohdeyritysten epänormaalien tuotantokustannusten keskiarvo poikkesi tilastollisesti merkitsevästi nollasta 0,1 prosentin merkitsevyystasolla ($t = -3{,}333, p < 0{,}001$), kun taas verrokkiyritysten keskiarvo ei poikennut tilastollisesti merkitsevästi nollasta ($t = -0{,}321, p = 0{,}749$). Kahden riippumattoman otoksen t-testi hylkäsi nollahypoteesin 1 prosentin merkitsevyystasolla ($t = -3{,}044, p = 0{,}003$) eli kohde- ja verrokkiyritysten keskiarvoero oli tilastollisesti merkitsevä. Sen sijaan Mannin–Whitneyn U-testi ei ollut tilastollisesti merkitsevä ($Z = -1{,}306, p = 0{,}192$) eli järjestyslukuihin perustuva vertailu ei havainnut eroa ryhmien välillä.

Tulokset viittaavat mahdolliseen kohdeyritysten tulosta heikentävään toiminnalliseen tuloksenjärjestelyyn tuotantotasoja manipuloimalla, mutta kohde- ja verrokkiyritysten välinen ero ei osoittautunut robustiksi eri testimenetelmillä. Havaittu ero perustui ainoastaan kahden riippumattoman otoksen t-testin osoittamaan keskiarvoeroon, eikä sitä voitu vahvistaa Mannin–Whitneyn U-testillä. Koska t-testi vertaa keskiarvoja, on se herkkä jakauman ääriarvoille, joita tässä otoksessa esiintyi winsoroinnista huolimatta. Tämä voi selittää, miksi keskiarvot erosivat tilastollisesti merkitsevästi toisistaan, vaikka järjestyslukuihin perustuva testi ei ollut tilastollisesti

merkitsevä. Näin ollen havainnot antavat vain rajallista tukea hypoteesille 2.2, jonka mukaan yritykset harjoittavat toiminnallista tuloksenjärjestelyä, sekä hypoteesille 3, jonka mukaan tuloksenjärjestely on tulosta heikentävää.

Tulokset osoittautuivat osittain ristiriitaisiksi sen suhteen, että suoriteperusteinen tuloksenjärjestely näyttäytyi tulosta parantavana, kun taas toiminnallisen tuloksenjärjestelyn osalta havaittiin viitteitä tulosta heikentävästä vaikutuksesta. Lisäanalyysina tutkimuksessa tarkasteltiin harkinnanvaraisten jaksotusten ja epänormaalien tuotantokustannusten välistä yhteyttä tulosten tarkemman tulkinnan mahdollistamiseksi.

Korrelaatioanalyysin avulla pyrittiin selvittämään, missä määrin, jos ollenkaan, nämä kaksi tuloksenjärjestelyn muotoa toimivat vaihtoehtoisina tai toisiaan täydentävinä keinoina. Aiemmat tutkimukset (esim. Cohen & Zarowin 2010; Zang 2012) ovat osoittaneet, että suoriteperusteisen ja toiminnallisen tuloksenjärjestelyn välillä voi esiintyä negatiivista riippuvuutta. Taulukossa 12 on esitetty sekä Pearsonin että ei-parametrisen Spearmanin korrelaatiotestien tulokset.

Taulukko 12 Suoriteperusteisen ja toiminnallisen tuloksenjärjestelyn välinen korrelaatio

r- ja ρ-arvot kuvaavat Pearsonin ja Spearmanin korrelaatiokertoimia, joilla testataan muuttujien välistä lineaarista riippuvuutta. Testien nollahypoteesina on, ettei harkinnanvaraisten jaksotusten ja epänormaalien tuotantokustannusten välillä ole korrelaatiota. N ilmaisee havaintojen määrän otoksessa. Merkitsevyystasot: *** = 0,1 %; ** = 1 %; * = 5 %; † = 10 %.

	Koko aineisto			**Kohdeyritykset**			**Verrokkiyritykset**		
	Korrelaatio	**p-arvo**	**N**	**Korrelaatio**	**p-arvo**	**N**	**Korrelaatio**	**p-arvo**	**N**
Pearson	$r = -0{,}095$	0,101	297	$r = -0{,}102$	0,274	117	$r = 0{,}015$	0,846	180
Spearman	$\rho = -0{,}053$	0,364	297	$\rho = -0{,}176^{\dagger}$	0,057	117	$\rho = 0{,}064$	0,396	180

Korrelaatiotestit (taulukko 12) eivät osoittaneet selvää tilastollisesti merkitsevää riippuvuutta harkinnanvaraisten jaksotusten ja epänormaalien tuotantokustannusten välillä. Koko aineistossa korrelaatiokertoimet olivat negatiivisia, mutta eivät tilastollisesti merkitseviä ($r = -0{,}095, p = 0{,}101$; $\rho = -0{,}053, p = 0{,}364$). Verrokkiyritysten korrelaatiokertoimet olivat positiivia ja lähellä nollaa, mutta testien perusteella ei havaittu tilastollisesti merkitsevää riippuvuutta ($r = 0{,}015, p = 0{,}846$; $\rho = 0{,}064, p = 0{,}396$).

Kohdeyritysten osalta Spearmanin testi osoitti tilastollisesti merkitsevän negatiivisen korrelaation 10 prosentin merkitsevyystasolla ($\rho = -0{,}176, p = 0{,}057$). Pearsonin korrelaatiokerroin ei ollut kuitenkaan tilastollisesti merkitsevä ($r = -0{,}102, p = 0{,}274$), mikä heikentää tulosten robustiutta.

Negatiivinen ja tilastollisesti merkitsevä korrelaatiokerroin viittaa mahdolliseen substituutioon. Toisin sanoen mitä enemmän yritys harjoittaa suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä harkinnanvaraisten jaksotusten avulla, sitä vähemmän se turvautuu toiminnalliseen tuloksenjärjestelyyn tuotantotasojen manipuloinnin avulla, ja päinvastoin. Kohdeyrityksissä havaittu korrelaatio oli kuitenkin heikko, eikä eri testien välillä saavutettu yhteneviä tuloksia.

7 Johtopäätökset

7.1 Tutkimustulosten pohdinta

Tutkimustulokset osoittivat, että suomalaisten listaamattomien kohdeyritysten tuloksenjärjestely poikkeaa osin aiemmista pörssiyrityksiin keskittyneiden tutkimusten tuloksista, erityisesti tuloksenjärjestelyn suunnan osalta. Empiirinen analyysi rakentui neljän hypoteesin ympärille, joista ensimmäinen tarkasteli tuloksenjärjestelyn olemassaoloa, kaksi seuraavaa tuloksenjärjestelyn keinoja ja viimeinen tuloksenjärjestelyn suuntaa.

H1: *Kohdeyritykset harjoittavat tuloksenjärjestelyä yrityskauppaa edeltävänä tilikautena.*

Tutkimuksessa havaittiin, että kohdeyritykset harjoittivat tuloksenjärjestelyä yrityskauppaa edeltävänä tilikautena. Kohdeyritysten tuloksenjärjestely poikkesi ensinnäkin tilastollisesti merkitsevästi nollasta ja toiseksi myös verrokkiyrityksistä. Näin ollen hypoteesi 1 hyväksyttiin.

Tulos on linjassa aiempien pörssilistattuihin kohdeyrityksiin keskittyneiden tutkimusten kanssa. Kohdeyritysten on havaittu harjoittavan tuloksenjärjestelyä yrityskauppaa edeltävänä tilikautena, Ericksonin and Wangin (1999) tutkimusta lukuun ottamatta. Tämä viittaa siihen, että yrityskauppatilanne toimii myös suomalaisille listaamattomille yrityksille kannustimena ja mahdollisuutena tuloksenjärjestelyyn, jota kohdeyritykset vaikuttavat hyödyntävän.

H2.1: *Kohdeyritykset järjestelevät tulostaan suoriteperusteisten keinojen avulla.*

Tulokset tukivat myös hypoteesia 2.1, sillä kohdeyritysten havaittiin harjoittaneen tuloksenjärjestelyä suoriteperusteisten keinojen avulla. Havainnot olivat yhdenmukaisia aiempien Manner-Eurooppaan sijoittuneiden tutkimusten kanssa, jossa tuloksenjärjestely on ollut tyypillisemmin suoriteperusteista.

Suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn etuna on sen vaivattomuus, sillä sitä voidaan toteuttaa jälkikäteen tilinpäätöksen laadinnan yhteydessä (ks. Zang 2012, 676). Kuten Erickson ja Wang (1999) toteavat, kohdeyritykset eivät useinkaan ole tietoisia mahdollisesta yrityskaupasta pitkään etukäteen, minkä vuoksi tuloksenjärjestely saattaa painottua jälkikäteen toteutettuihin toimenpiteisiin. Lisäksi suoriteperusteisella tuloksenjärjestelyllä ei yleensä ole pitkäaikaisia vaikutuksia yrityksen suorituskykyyn, sillä vaikutukset rajoittuvat useimmiten kuluvan ja sitä seuraavan tilikauden tulokseen (ks. Scott & O'Brien 2020, 449). Näistä syystä suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä voidaan pitää houkuttelevana vaihtoehtona yrityskauppatilanteissa.

Toisaalta suoriteperusteinen tuloksenjärjestely voi paljastua helpommin ulkoisten tarkastusten, kuten tilin- tai due diligence -tarkastusten, yhteydessä. Missonier-Piera ja Spadetti (2023, 314) kuvaavatkin suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä *viimeisenä keinona*, jos muita keinoja halutun tulosvaikutuksen saavuttamiseksi ei ole. Tämän tutkimuksen tulokset viittaavat kuitenkin siihen, ettei suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn mahdollinen paljastuminen ulkoisten tarkastusten yhteydessä näytä rajoittavan sen käyttöä suomalaisissa listaamattomissa kohdeyrityksissä.

H2.2: *Kohdeyritykset järjestelevät tulostaan toiminnallisten keinojen avulla.*

Aiemmista Manner-Eurooppaan sijoittuneista tutkimuksista poiketen tämä tutkimus antoi rajallisesti tukea myös toiminnalliselle tuloksenjärjestelylle, joka perustui tuotantotasojen manipulointiin. Havaittu tulos ei kuitenkaan ollut johdonmukainen eri testimenetelmien välillä, sillä ei-parametrinen Mannin–Whitneyn U-testi ei havainnut tilastollisesti merkitsevää eroa kohde- ja verrokkiyritysten välillä. Näin ollen ero perustui ainoastaan t-testin mukaiseen keskiarvoeroon. Tilastollisesti merkitsevä keskiarvoero, mutta merkitsemätön ero ei-parametrisessä testissä, voi viitata siihen, että aineiston ääriarvot vaikuttivat t-testin merkitsevyyteen.

Nguyen ym. (2023, 345) huomauttavat myös, että Roychowdhuryn (2006) malleja on kritisoitu siitä, etteivät ne kykene täysin erottamaan tuloksenjärjestelyä normaaleista liiketoimintakäytänteistä. Tutkijat havaitsivat, että tuotantotasojen manipulointiin perustuva malli on epätarkka ja yliarvioi tuloksenjärjestelyn määrää, havaiten sitä enemmän kuin mitä yrityksissä todellisuudessa esiintyy.

Tämän tutkimuksen tulokset antoivat kuitenkin viitteitä siitä, että ainakin osa suomalaisista listaamattomista kohdeyrityksistä on saattanut harjoittaa toiminnallista tuloksenjärjestelyä tuotantotasoja manipuloimalla, tai että ainakin joidenkin kohdeyritysten tuotantokustannukset ovat poikenneet normaalista suhteessa myyntiin, johtuipa se sitten normaaleista liiketoimintakäytänteistä tai tuloksenjärjestelystä.

H3: *Kohdeyritysten tuloksenjärjestely on tulosta heikentävää.*

Tulokset osoittivat, että kohdeyritysten suoriteperusteinen tuloksenjärjestely oli tulosta parantavaa, mikä johti hypoteesin 3 hylkäämiseen suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn osalta. Havainto poikkeaa aiemmista Manner-Euroopan pörssiyrityksiin kohdistuneista tutkimuksista, joiden mukaan kohdeyritykset harjoittavat pääosin suoriteperusteista tulosta heikentävää tuloksenjärjestelyä (esim. Anagnostopoulou & Tsekrekos 2013; Christopoulos ym. 2023; Missonier-Piera & Spadetti 2023).

Tulosta heikentävä tuloksenjärjestely on nähty aiemmissa tutkimuksissa esimerkiksi strategisena keinona helpottaa kaupan toteutumista tai luoda mahdollisuus raportoida parempia tuloksia yrityskaupan jälkeen (Ben-Amar & Missonier-Piera 2008, 235–236; Chen ym. 2016, 1082; Healy ym. 1997, 45). Tulosta parantava tuloksenjärjestely voi puolestaan viitata kohdeyrityksen pyrkimykseen vahvistaa taloudellista asemaansa ja nostaa sitä kautta yrityksestä tarjottavaa kauppahintaa (Davis & Khadivar 2024, 2; Erickson & Wang 1999, 173). Toisaalta vihamielisissä yrityskaupoissa tulosta parantava tuloksenjärjestely voi viitata johdon pyrkimykseen vakuuttaa osakkeenomistajat hylkäämään tarjouksen (Ben-Amar & Missonier-Piera 2008, 235–236). Koska tämän tutkimuksen yrityskauppojen arvioidaan olevan ystävällismielisiä (ks. kuvio 3), on todennäköisempää, että tulosta parantavan tuloksenjärjestelyn taustalla oli pyrkimys nostaa kauppahintaa taloudellista asemaa vahvistamalla.

Suomalaisten listaamattomien kohdeyritysten suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn osoittautuminen tulosta parantavaksi viittaa myös siihen, että listaamattomilla kohdeyrityksillä saattaa olla pörssilistatuista kohdeyrityksistä poikkeavat mahdollisuudet ja motiivit tuloksenjärjestelyyn yrityskauppojen yhteydessä. Näitä voivat selittää muun muassa listaamattomien yritysten keskittyneempi omistusrakenne, päämies–agentti-ongelman painottuminen ostaja- ja myyjäyrityksen välille sekä listaamattomille yrityksille tyypilliset yrityskaupan erityispiirteet.

Koska listaamattomissa yrityksissä omistajat ovat usein myös osa yrityksen johtoa, heidän intressinsä ovat yhteneväisemmät kuin pörssiyrityksissä. Tällöin päämies–agentti-ongelma omistajien ja johdon välillä on vähäisempi, eikä johto toimi yhtä todennäköisesti omistajien kustannuksella esimerkiksi oman asemansa säilyttämiseksi. Sen sijaan merkittävin päämies–agentti-ongelma voi syntyä ostajan ja myyjän välille, mikä luo myyjälle kannustimen vaikuttaa ostajan käsitykseen yrityksen arvosta.

Yrityskaupan maksutapa voi myös osaltaan selittää tutkimuksessa havaittua tulosta, vaikka sitä ei tässä tutkimuksessa tarkasteltu erikseen. Ensinnäkin käteismaksuja voidaan olettaa esiintyvän useammin kuin pörssiyritysten välisissä kaupoissa, sillä suuri osa ostajista on listaamattomia yrityksiä, jotka käyttävät maksuvälineenään ensisijaisesti käteistä. Toiseksi tarkastellut yrityskaupat olivat osakekauppoja, joissa kauppahinta maksetaan suoraan omistajille. Käteismaksujen ja osakekaupan yhdistelmä, yhdessä keskittyneen omistusrakenteen kanssa, voi lisätä kohdeyrityksen halukkuutta parantaa raportoitua tulosta ja siten nostaa yrityksestä tarjottavaa kauppahintaa, joka realisoituu omistajille henkilökohtaisena pääomatulona. Yrityskauppa voi monissa tapauksissa

merkitä yrittäjälle mahdollisuutta realisoida työnsä arvo, mikä voi toimia merkittävänä motiivina listaamattomille kohdeyrityksille parantaa raportoitua tulostaan ennen yrityskauppaa.

Toisaalta on myös mahdollista, että osa kohdeyritysten tulosta parantavasta suoriteperusteisesta tuloksenjärjestelystä ei ollut opportunistista, vaan pikemminkin reaktiivista. Tutkimuksen tarkastelujakso ajoittui taloudellisesti epävarmaan aikaan, mikä on saattanut heikentää yritysten kannattavuutta ja lisätä tarvetta korjata tulosta takaisin normaalimmalle tasolle suoriteperusteisten keinoin. Riippumatta siitä, perustuiko tuloksenjärjestely opportunistiseen vai reaktiiviseen motiiviin, voidaan sen kuitenkin katsoa heijastavan pyrkimystä vahvistaa yrityksen taloudellista asemaa.

Toiminnallisen tuloksenjärjestelyn osalta tutkimuksessa saatiin vain rajallisesti tukea hypoteesille 3, sillä toiminnallinen tuloksenjärjestely näyttäytyi tulosta heikentävänä tuotantotasojen manipuloinnin osalta. Tulos ei kuitenkaan ollut robusti eri testimenetelmien välillä, joten sen perusteella ei voida tehdä luotettavia johtopäätöksiä. Havainto saattaa viitata siihen, että pieni osa kohdeyrityksistä harjoitti suhteellisen aggressiivista alituotantoa tai että niiden tuotantokustannukset olivat yrityskauppaa edeltävänä tilikautena tavanomaista alhaisemmat johtuen normaaleista liiketoimintasyistä.

Siitä, oliko kohdeyritysten tuloksenjärjestely kokonaisuudessaan tulosta parantavaa vai heikentävää, ei voida kuitenkaan tämän tutkimuksen perusteella tehdä varmoja johtopäätöksiä. Toiminnallisen tuloksenjärjestelyn tutkiminen rajautui ainoastaan tuotantotasojen manipulointiin, mikä jätti myynnin ja harkinnanvaraisten menojen manipuloinnin tarkastelun kokonaan tutkimuksen ulkopuolelle. Todellisen tuloksenjärjestelyn suunnan tutkiminen edellyttäisi kaikkien keskeisten tuloksenjärjestelyn keinojen tarkastelua.

Tästä huolimatta tutkimus antoi selkeää näyttöä suomalaisten listaamattomien kohdeyritysten tulosta parantavasta suoriteperusteisesta tuloksenjärjestelystä. Tulokset viittaavat siihen, että kohdeyrityksillä on kannustin parantaa tilikauden tulostaan yrityskauppaa edeltävänä tilikautena harkinnanvaraisten jaksotusten avulla. Samankaltaista opportunistista käyttäytymistä havaitsivat myös Karjalainen ym. (2023) suomalaisissa listaamattomissa pk-yrityksissä, jotka järjestelivät tulostaan suoriteperusteisten keinoin maksimoidakseen osingot tai vaihtoehtoisesti minimoidakseen verot. Näin ollen sekä tässä että esimerkiksi Karjalaisen ym. (2023) tutkimuksessa vaikuttaa korostuvan omistajien taloudellisen hyödyn maksimointi. Tätä osaltaan mahdollistaa myös suomalaisen tilinpäätöskäytännön tarjoama johdon suhteellisen laaja harkintavalta (ks. Kallunki & Martikainen 2003, 313).

Vaikka suomalainen tilinpäätöskäytäntö antaakin johdolle huomattavaa harkintavaltaa tilinpäätöksen laadinnan yhteydessä, ei lainsäädännön tiukentaminen olisi välttämättä tehokas keino tuloksenjärjestelyn vähentämiseksi ainakaan yrityskauppojen yhteydessä. Esimerkiksi Yhdysvalloissa havaittiin, että Sarbanes–Oxley-lainsäädännön voimaantulon jälkeen suoriteperusteinen tuloksenjärjestely väheni, mutta yrityskauppojen kohdeyritykset siirtyivät sen sijaan hyödyntämään enemmän toiminnallista tuloksenjärjestelyä (Mughal ym. 2021). Tämä tukee tuloksenjärjestelykeinojen substituuttiefektiä: jos esimerkiksi suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä rajoittaa tiukentunut sääntely, saattavat yritykset turvautua vaihtoehtoisesti toiminnalliseen tuloksenjärjestelyyn (Zang 2012, 699).

Tulokset korostavat näin ollen due diligence -tarkastusten merkitystä, sillä ostajayrityksen on tärkeää tunnistaa ja huomioida mahdollinen kohdeyrityksen tuloksenjärjestely. Tulosta parantava tuloksenjärjestely on ostajayrityksen kannalta haitallista, koska se voi johtaa liian korkeaan kauppahintaan, mikäli kohdeyritys onnistuu esittämään todellisuutta paremman kuvan taloudellisesta tilanteestaan. Lisäksi tulosta parantavalla tuloksenjärjestelyllä voi olla negatiivisia vaikutuksia esimerkiksi ostajayrityksen kaupanjälkeiseen suorituskykyyn (ks. Campa & Hajbaba 2016; Mughal ym. 2021). Toisaalta kauppa saattaa myös toteutua virheellisin perustein, jos ostajayrityksen päätöksenteko perustuu harhaanjohtavaan informaatioon kohdeyrityksen taloudellisesta tilanteesta. Näin ollen kohdeyrityksen tuloksenjärjestely voi osaltaan vaikuttaa siihen, onnistuuko ostajayritys saavuttamaan yrityskaupasta tavoitellun lisäarvon, minkä vuoksi due diligence -tarkastusten merkitys korostuu yrityskauppaprosessissa.

7.2 Tutkielman arviointi ja jatkotutkimusehdotukset

Tässä tutkielmassa esitettiin tiettävästi ensimmäistä kertaa empiiristä näyttöä listaamattomien kohdeyritysten tuloksenjärjestelystä yrityskauppojen yhteydessä. Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, esiintyykö suomalaisissa listaamattomissa kohdeyrityksissä tuloksenjärjestelyä ennen yrityskauppaa, millä keinoilla sitä toteutetaan sekä minkä suuntaista se on.

Tutkimuksessa tarkasteltiin tuloksenjärjestelyn kahta keinoa eli suoriteperusteista ja toiminnallista tuloksenjärjestelyä. Suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä analysoitiin harkinnanvaraisiin jaksotuksiin perustuvan muunnellun Jonesin mallin avulla (Dechow ym. 1995), ja toiminnallista tuloksenjärjestelyä tutkittiin Dechowin ym. (1998) kehittämällä ja Roychowdhuryn (2006) soveltamalla tuotantotasojen manipulointimallilla. Molempia malleja hyödynnettiin poikkileikkausaineistoon perustuvina lineaarisina regressiomalleina, jotka estimoitiin ensin verrokkiyritysaineistolle. Verrokkien perusteella saatuja normaalitasoa kuvaavia toimiala- ja

vuosikohtaisia parametriestimaatteja käytettiin kohdeyritysten tuloksenjärjestelyn estimoinnissa. Tutkimusaineisto koostui 117 suomalaisesta listaamattomasta kohdeyrityksestä, jotka olivat olleet osakekaupan kohteena vuosina 2022–2024.

Tutkimustulokset osoittivat, että kohdeyritykset harjoittivat tulosta parantavaa suoriteperusteista tuloksenjärjestelyä yrityskauppaa edeltävänä tilikautena. Tulos oli asetetun hypoteesin vastainen tuloksenjärjestelyn suunnan osalta, koska aiemmissa tutkimuksissa, jotka ovat keskittyneet mannereurooppalaisiin pörssilistattuihin kohdeyrityksiin, suoriteperusteinen tuloksenjärjestely on ollut tulosta heikentävää. Tämän tutkimuksen mukainen listaamattomien suomalaisten kohdeyritysten tulosta parantava tuloksenjärjestely voi viitata kohdeyritysten pyrkimykseen vahvistaa taloudellista asemaansa ja sitä kautta nostaa tarjottavaa kauppahintaa. Tuotantotasojen manipuloinnin osalta saatiin vain rajallisesti tukea tulosta heikentävästä toiminnallisesta tuloksenjärjestelystä. Tulos ei kuitenkaan ollut johdonmukainen eri testimenetelmien välillä, mikä heikentää toiminnallisen tuloksenjärjestelyn tulosten luotettavuutta.

Tutkimuksen arviointi perustuu luotettavuuden ja pätevyyden tarkasteluun. Tutkimuksen reliaabelius eli luotettavuus tarkoittaa, että tutkimustulokset ovat toistettavissa eikä tutkimus anna sattumanvaraisia tuloksia. Toisin sanoen luotettavuudella viitataan tulosten tarkkuuteen. (Hirsjärvi ym. 2015, 231.) Tämän tutkimuksen luotettavuuteen vaikuttavat erityisesti käytetyn aineiston saatavuus, otoskoko ja menetelmälliset ratkaisut. Ensinnäkin manuaaliseen aineistonkeruuseen liittyy aina virhemahdollisuuksia, mutta aineistonkeruu toteutettiin systemaattisesti ja huolellisesti. Lisäksi aineistonkeruun yhteydessä varmistettiin lukujen johdonmukaisuus ja tarkistettiin säännöllisesti mahdolliset numerovirheet. Toiseksi kohdeyritysten otoskoko oli tehtyjen rajausten vuoksi suhteellisen pieni, mutta sitä voidaan kuitenkin pitää riittävän kattavana kuvaamaan tuloksenjärjestelyä suomalaisissa listaamattomissa kohdeyrityksissä ainakin tarkastelujakson aikana.

Myös muuttujien muodostamisessa jouduttiin tekemään joitakin rajauksia ja oletuksia, koska listaamattomien yritysten tilinpäätöstiedot ovat pörssiyritysten vastaavia suppeampia. Esimerkiksi suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn kokonaisjaksotusten laskennassa mahdolliset konsernin sisäiset erät jätettiin muuttujien ulkopuolelle, vaikka ne saattoivat sisältää myös operatiivisia eriä, jotka olisivat olleet tarkoituksenmukaisia huomioida kokonaisjaksotuksia laskettaessa. Suurimman osan konsernin sisäisistä eristä oletettiin kuitenkin sisältävän ei-operatiivisia eriä, minkä vuoksi niiden poisjättäminen katsottiin perustelluksi.

Tutkimuksen luotettavuutta pyrittiin vahvistamaan menetelmällisillä ratkaisuilla. Tulosten robustiuden varmistamiseksi parametristen testien rinnalla hyödynnettiin ei-parametrisiä testejä, jotka eivät ole yhtä herkkiä aineiston poikkeaville havainnoille (ks. Marques De Sá 2007, 171). Lisäksi aineistoa winsoroitiin, jotta yksittäiset poikkeavat ääriarvot eivät vaikuttaisi liikaa tutkimustuloksiin. Näiden menetelmällisten ratkaisujen tavoitteena oli vahvistaa tulosten luotettavuutta ja rajoittaa poikkeavien havaintojen vaikutusta tutkimustuloksiin.

Tutkimuksen validius eli pätevyys viittaa puolestaan valitun tutkimusmenetelmän tai mittareiden kykyyn mitata tarkasteltavaa ilmiötä oikein (Hirsjärvi ym. 2015, 231). Tämän tutkimuksen pätevyyteen vaikuttavat käytetyt menetelmät ja tehdyt rajaukset. Tutkimuksessa hyödynnetyt mallit sekä suoriteperusteisen että toiminnallisen tuloksenjärjestelyn tarkasteluun ovat vakiintuneita ja laajasti käytettyjä tuloksenjärjestelyn tutkimuksissa. Toiminnallisen tuloksenjärjestelyn tuotantotasojen manipulointimallia on kuitenkin kritisoitu sen mahdollisesta epätarkkuudesta (ks. Nguyen ym. 2023), ja samansuuntaista epävarmuutta havaittiin myös tässä tutkimuksessa, sillä mallin tuottamat tulokset eivät osoittautuneet robustiksi eri testimenetelmillä. Tästä syystä toiminnallisen tuloksenjärjestelyn johtopäätökset on tehty varovaisemmin. Lisäksi listaamattomien yritysten tilinpäätöstietojen suppeus rajoitti toiminnallisen tuloksenjärjestelyn tarkastelua. Tämän vuoksi tutkimuksen perusteella ei voida arvioida, oliko kohdeyritysten tuloksenjärjestely kokonaisuudessaan tulosta parantavaa vai heikentävää, eikä sitä, hyödynsivätkö kohdeyritykset mahdollisesti myös muita toiminnallisen tuloksenjärjestelyn keinoja.

Harkinnanvaraisiin jaksotuksiin perustuva muunneltu Jonesin malli on puolestaan osoittautunut luotettavaksi ja laajasti hyödynnetyksi menetelmäksi suoriteperusteisen tuloksenjärjestelyn tunnistamisessa. Erityisesti poikkileikkausaineistoissa hyödynnetty malli on tuottanut johdonmukaisia ja toistettavia tuloksia eri konteksteissa, ja sen testivoiman on havaittu olevan korkea myös silloin, kun tuloksenjärjestelyn määrä on ollut vähäinen. (Nguyen ym. 2023.)

Tutkimustulosten yleistettävyyteen vaikuttavat useat tekijät. Ensinnäkin tässä tutkimuksessa havaitut, aiemmista pörssiyrityksiä koskevista tutkimuksista poikkeavat tulokset korostavat institutionaalisten ja toimintaympäristötekijöiden merkitystä tuloksenjärjestelyyn ja rajoittavat siten tulosten yleistettävyyttä pörssiyrityksiin. Lisäksi, kuten Anagnostopoulou ja Tsekrekos (2013, 67) huomauttavat, tuloksenjärjestelytutkimukset ovat yleensä yleistettävissä vain kyseisen maan kontekstiin. Näin ollen tämän tutkimuksen tulokset ovat yleistettävissä vain suomalaisiin listaamattomiin kohdeyrityksiin.

Yleistettävyyteen vaikuttavat kuitenkin myös tutkimuksen tarkastelujakson pituus sekä sen aikana vallinneet markkinaolosuhteet. Koska tarkastelujakso oli suhteellisen lyhyt, ei voida varmuudella arvioida, kuinka yleistettävissä tulokset ovat muihin ajanjaksoihin. Tarkastelujakso ajoittui mahdollisesti seitsemännen yrityskauppa-aallon jälkeiseen vaiheeseen, sillä toisaalta vuonna 2021 yrityskauppojen arvo nousi ennätyslukemiin ja vuonna 2023 se laski alimmalle tasolle kymmeneen vuoteen. Vuoden 2024 yrityskauppakehitys noudatti puolestaan pitkälti samaa kaavaa kuin monet aiemmat makrotaloudellisia sokkeja seuranneet elpymisjaksot. (ks. Bain & Company 2024; McKinsey & Company 2025.) Näin ollen on mahdollista, että markkinaolosuhteet vaikuttivat osittain tutkimustuloksiin.

Tutkimus tarjoaa useita jatkotutkimusmahdollisuuksia. Koska kyseessä oli mahdollisesti yksi ensimmäisistä suomalaisiin listaamattomiin yrityskauppojen kohdeyrityksiin kohdistuneista tuloksenjärjestelyn tutkimuksista, jatkotutkimukset voisivat syventää aihepiirin ymmärrystä ja vahvistaa tulosten yleistettävyyttä.

Yhtenä jatkotutkimusehdotuksena on laajentaa tarkastelujaksoa, mikä ei tässä tutkimuksessa tutkimusekonomisista syistä ollut mahdollista. Vaihtoehtoisesti tuloksenjärjestelyä voisi tutkia toisella ajanjaksolla, jolloin markkinaolosuhteet olisivat erilaiset. Toisena jatkotutkimusehdotuksena on tarkastella tuloksenjärjestelyn taustalla vaikuttavia tekijöitä listaamattomien yritysten kontekstissa. Vaikuttavatko esimerkiksi yrityskaupan maksutapa, kohde- ja ostajayrityksen sama toimiala, kansainvälisyys tai omistusrakenne tuloksenjärjestelyyn? Lisäksi kohdeyritysten taloudellisen tilanteen yhteyttä tuloksenjärjestelyyn olisi perusteltua tutkia tulevissa tutkimuksissa.

Kolmanneksi olisi perusteltua tarkastella laadullisin menetelmin, esimerkiksi tapaustutkimuksen muodossa, miten tuloksenjärjestely ilmenee käytännössä yrityskauppojen yhteydessä ja erityisesti due diligence -tarkastuksia tekevien asiantuntijoiden työssä. Tämä näkökulma syventäisi ymmärrystä listaamattomien yritysten tuloksenjärjestelykeinoista, niiden havaitsemisesta sekä vaikutuksista esimerkiksi neuvotteluprosessiin tai yrityksen arvonmääritykseen.

Lähteet

Akerlof, G. A. (1970) The market for ”lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84 (3), 488–500.

Alqatan, A. – Hichri, A. (2025) CSR practices and earnings management: The mediating effect of accounting conservatism and the moderating effect of corporate governance: evidence from Finnish companies. *Competitiveness Review*, Vol. 35 (1), 32–52.

Anagnostopoulou, S. C. – Tsekrekos, A. E. (2013) Do firms that wish to be acquired manage their earnings? Evidence from major European countries. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 30, 57–68.

Anagnostopoulou, S. C. – Tsekrekos, A. E. (2015) Earnings management in firms seeking to be acquired. *The British Accounting Review*, Vol. 47 (4), 351–375.

Angwin, D. (2012) Merger and acquisition typologies: A review. Teoksessa: *The handbook of mergers and acquisitions*, toim. D. Faulkner – S. Teerikangas – R. J. Joseph, 40–70. Oxford University Press, Oxford.

Bain & Company (2024) Global M&A Report 2024. <https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global_m_and_a_report_2024.pdf>, haettu 5.10.2025.

Ball, R. – Shivakumar, L. (2005) Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39 (1), 83–128.

Baralis, V. – Dokas, I. – Leontidis, C. – Spyromitros, E. (2025) Decoding due diligence delays: The role of earnings management in European mergers and acquisitions outcomes. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 1–19.

Beatty, A. – Harris, D. G. (1999) The effects of taxes, agency costs and information asymmetry on earnings management: A comparison of public and private firms. *Review of Accounting Studies*, Vol. 4 (3–4), 299–326.

Beatty, A. L. – Ke, B. – Petroni, K. R. (2002) Earnings management to avoid earnings declines across publicly and privately held banks. *The Accounting Review*, Vol. 77 (3), 547–570.

Ben-Amar, W. – Missonier-Piera, F. (2008) Earnings management by friendly takeover targets. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4 (3), 232–243.

Beneish, M. D. (2001) Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, Vol. 27 (12), 3–17.

Berkovitch, E. – Narayanan, M. P. (1993) Motives for takeovers: An empirical investigation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28 (3), 347–362.

Boone, A. L. – Lie, E. – Liu, Y. (2014) Time trends and determinants of the method of payment in M&As. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 27, 296–304.

Brown, D. T. – Ryngaert, M. D. (1991) The mode of acquisition in takeovers: Taxes and asymmetric information. *The Journal of Finance*, Vol. 46 (2), 653–669.

Buono, A. F. – Bowditch, J. L. (1989) *The human side of mergers and acquisitions: Managing collisions between people, cultures, and organizations*. 1. p. Jossey-Bass, San Francisco.

Burgstahler, D. C. – Hail, L. – Leuz, C. (2006) The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review*, Vol. 81 (5), 983–1016.

Campa, D. (2019) Earnings management strategies during financial difficulties: A comparison between listed and unlisted French companies. *Research in International Business and Finance*, Vol. 50, 457–471.

Campa, D. – Hajbaba, A. (2016) Do targets grab the cash in takeovers: The role of earnings management. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 44, 56–64.

Chen, S. – Thomas, J. – Zhang, F. (2016) Spring-loading future performance when no one is looking? Earnings and cash flow management around acquisitions. *Review of Accounting Studies*, Vol. 21 (4), 1081–1115.

Christensen, C. M. – Alton, R. – Rising, C. – Waldeck, A. (2011) The big idea: The new M&A playbook. *Harvard Business Review*, Vol. 89 (3), 48–57.

Christensen, T. E. – Huffman, A. – Lewis-Western, M. F. – Scott, R. (2022) Accruals earnings management proxies: Prudent business decisions or earnings manipulation? *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 49 (3–4), 536–587.

Christie, A. A. – Zimmerman, J. L. (1994) Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: Corporate control contests. *The Accounting Review*, Vol. 69 (4), 539–566.

Christopoulos, A. – Dokas, I. – Leontidis, C. – Spyromitros, E. (2023) The effect of corruption on the level of real and accrual earnings management in cases of target firms. *EuroMed Journal of Business*, Vol. 18 (4), 575–603.

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*, Vol. 83 (3), 757–787.

Cohen, D. A. – Zarowin, P. (2010) Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50 (1), 2–19.

Commerford, B. P. – Hermanson, D. R. – Houston, R. W. – Peters, M. F. (2016) Real earnings management: A threat to auditor comfort? *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol. 35 (4), 39–56.

Cook, K. A. – Huston, G. R. – Kinney, M. R. – Smith, J. S. (2021) Just how much does the tail wag the dog? Altering inventory to manage earnings. *Decision Sciences*, Vol. 52 (1), 216–261.

Coppens, L. – Peek, E. (2005) An analysis of earnings management by European private firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 14 (1), 1–17.

Davis, F. – Khadivar, H. (2024) Accrual and real earnings management by rumored takeover targets. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 92, 1–21.

Dechow, P. M. – Kothari, S. P. – Watts, R. L. (1998) The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25 (2), 133–168.

Dechow, P. M. – Skinner, D. J. (2000) Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, Vol. 14 (2), 235–250.

Dechow, P. M. – Sloan, R. G. – Sweeney, A. P. (1995) Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, Vol. 70 (2), 193–225.

DePamphilis, D. M. (2018) *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. 9. p. Academic Press, London.

Dye, R. A. (1988) Earnings management in an overlapping generations model. *Journal of Accounting Research*, Vol. 26 (2), 195–235.

Easterwood, C. M. (1998) Takeovers and incentives for earnings management: An empirical analysis. *Journal of Applied Business Research*, Vol. 14 (1), 29–47.

Eisenhardt, K. M. (1989) Agency theory: An assessment and review. *The Academy of Management Review*, Vol. 14 (1), 57–74.

Elrazaz, T. Z. – Elmassri, M. – Ahmed, Y. (2021) Real earnings manipulation surrounding mergers and acquisitions: The targets' perspective. *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 29 (3), 429–451.

Emiru, T. – Weisblatt, S. (2025) Economic tides and merger waves: Insights from a long-run perspective. *Studies in Economics and Finance*, Vol. 42 (1), 75–88.

Erickson, M. – Wang, S. (1999) Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27 (2), 149–176.

ESMA (2015) Guidelines on Alternative Performance Measures 2015/1415. The European Securities and Markets Authority. <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/10/2015-esma-1415fi.pdf>, haettu 4.11.2025.

Faccio, M. – Masulis, R. W. (2005) The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, Vol. 60 (3), 1345–1388.

Faulkner, D. – Teerikangas, S. – Joseph, R. J. (2012) *The handbook of mergers and acquisitions*. Oxford University Press, Oxford.

Francis, B. – Hasan, I. – Li, L. (2016) A cross-country study of legal-system strength and real earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 35 (5), 477–512.

Gadiesh, O. – Ormiston, C. (2002) Six rationales to guide merger success. *Strategy & Leadership*, Vol. 30 (4), 27–32.

Gomes, E. – Angwin, D. N. – Weber, Y. – Yedidia Tarba, S. (2013) Critical success factors through the mergers and acquisitions process: Revealing pre- and post-M&A connections for improved performance. *Thunderbird International Business Review*, Vol. 55 (1), 13–35.

Graham, J. R. – Harvey, C. R. – Rajgopal, S. (2005) The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 40 (1–3), 3–73.

Gunny, K. A. (2010) The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 27 (3), 855–888.

Halonen, J. – Jalkanen-Steiner, J. – Pihlgren, K. – Sundvik, P. – Suomela, M. – Tolvanen, M., Torkkel, T. – Torniainen, T. – Tuomala, M. (2021) *IFRS : käytännön käsikirja*. 5. uud. p. Edita, Helsinki.

Hansen, R. G. (1987) A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. *The Journal of Business*, Vol. 60 (1), 75–95.

Haspeslagh, P. C. – Jemison, D. B. (1991) *Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal*. The Free Press, New York.

Healy, P. M. (1985) The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7 (1–3), 85–107.

Healy, P. M. – Palepu, K. G. – Ruback, R. S. (1997) Which takeovers are profitable? Strategic or financial? *Sloan Management Review*, Vol. 38 (4), 45–57.

Healy, P. M. – Wahlen, J. M. (1999) A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, Vol. 13 (4), 365–383.

Hirsjärvi, S. – Remes, P. – Sajavaara, P. (2015) *Tutki ja kirjoita*. 20. p. Kustannusosakeyhtiö Tammi, Helsinki.

Hitt, M. A. – King, D. – Krishnan, H. – Makri, M. – Schijven, M. – Shimizu, K. – Zhu, H. (2012) Creating value through mergers and acquisitions: Challenges and opportunities. Teoksessa: *The handbook of mergers and acquisitions*, toim. D. Faulkner – S. Teerikangas – R. J. Joseph, 71–113. Oxford University Press, Oxford.

Hope, O. K. – Thomas, W. B. – Vyas, D. (2013) Financial reporting quality of U.S. private and public firms. *The Accounting Review*, Vol. 88 (5), 1715–1742.

Howson, P. (2003) *Due diligence: The critical stage in mergers and acquisitions*. 1. p. Gower, Aldershot.

Immonen, R. (2022) *Yritysjärjestelyt.* 8. uud. p. Alma Talent, Helsinki.

Ismail, A. – Krause, A. (2010) Determinants of the method of payment in mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 50 (4), 471–484.

Ittonen, K. – Vähämaa, E. – Vähämaa, S. (2013) Female auditors and accruals quality. *Accounting Horizons*, Vol. 27 (2), 205–228.

Jensen, M. C. – Meckling, W. H. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (4), 305–360.

Jiraporn, P. – Miller, G. A. – Yoon, S. S. – Kim, Y. S. (2008) Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 17 (3), 622–634.

Jones, J. J. (1991) Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, Vol. 29 (2), 193–228.

Jorissen, A. – Otley, D. (2010) The management of accounting numbers: Case study evidence from the 'crash' of an airline. *Accounting and Business Research*, Vol. 40 (1), 3–38.

Jory, S. R. – Madura, J. – Ngo, T. N. (2012) Deal structure decision in the global market for divested assets. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 24, 104–116.

Joseph, R. J. – Ryan, B. (2012) Structuring the transaction. Teoksessa: *The handbook of mergers and acquisitions*, toim. D. Faulkner – S. Teerikangas – R. J. Joseph, 254–271. Oxford University Press, Oxford.

Kallunki, J. P. (2022) *Tilinpäätösanalyysi*. 2. uud. p. Alma Talent, Helsinki.

Kallunki, J. P. – Martikainen, M. (2003) Earnings management as a predictor of future profitability of Finnish firms. *European Accounting Review*, Vol. 12 (2), 311–325.

Karjalainen, J. – Kasanen, E. – Kinnunen, J. – Niskanen, J. (2023) Dividends and tax avoidance as drivers of earnings management: Evidence from dividend-paying private SMEs in Finland. *Journal of Small Business Management*, Vol. 61 (2), 906–937.

Katramo, M. – Lauriala, J. – Matinlauri, I. – Niemelä, J. – Svennas, K. – Wilkman, N. (2013) *Yrityskauppa*. 2. p. Talentum Media, Helsinki.

Kepsu, M. (2012) *Earnings management in the process of preparing corporate financial reports*. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja, Sarja A, 3:2012. Väitöskirja. Turun yliopisto, Turku.

King, D. R. – Dalton, D. R. – Daily, C. M. – Covin, J. G. (2004) Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, Vol. 25 (2), 187–200.

Kirjanpitoasetus 30.12.1997/1339.

Kolev, K. – Haleblian, J. – McNamara, G. (2012) A review of the merger and acquisition wave literature: History, antecedents, consequences, and future directions. Teoksessa: *The handbook of mergers and acquisitions*, toim. D. Faulkner – S. Teerikangas – R. J. Joseph, 19–39. Oxford University Press, Oxford.

Kothari, S. P. – Leone, A. J. – Wasley, C. E. (2005) Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39 (1), 163–197.

Kothari, S. P. – Mizik, N. – Roychowdhury, S. (2016) Managing for the moment: The role of earnings management via real activities versus accruals in SEO valuation. *The Accounting Review*, Vol. 91 (2), 559–586.

Leuz, C. – Nanda, D. – Wysocki, P. D. (2003) Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, Vol. 69 (3), 505–527.

Lindahl, F. – Kantola, S.-P. – Schadewitz, H. (2024) Impact of country-specific business integrity and firm-specific ESG on earnings quality: evidence from EU civil law jurisdictions. *Journal of Financial Reporting & Accounting*.

Lo, K. (2008) Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45 (2–3), 350–357.

Malikov, K. T. – Zalata, A. M. (2025) Earnings management by acquiring firms in cash mergers. *Accounting and Business Research*, Vol. 55 (1), 39–68.

Marques De Sá, J. P. (2007) *Applied Statistics Using SPSS, STATISTICA, MATLAB and R*. 2. p. Springer, Berlin.

Martynova, M. – Renneboog, L. (2008) A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32 (10), 2148–2177.

McGrath, M. (2011) *Practical M&A execution and integration: A step by step guide to successful strategy, risk and integration management.* 1. p. Wiley, Hoboken, New Jersey.

McKinsey & Company (2025) M&A Annual Report: Is the wave finally arriving. <https://www.mckinsey.com/capabilities/m-and-a/our-insights/top-m-and-a-trends#/>, haettu 25.8.2025.

McSweeney, B. – Happonen, E. (2012) Pre-deal management. Teoksessa: *The handbook of mergers and acquisitions*, toim. D. Faulkner – S. Teerikangas – R. J. Joseph, 171–194. Oxford University Press, Oxford.

McVay, S. E. (2006) Earnings management using classification shifting: An examination of core earnings and special Items. *The Accounting Review*, Vol. 81 (3), 501–531.

Mellen, C. M. – Evans, F. C. (2010) *Valuation for M&A: Building value in private companies.* 2. p. Wiley, Hoboken, New Jersey.

Missonier-Piera, F. – Spadetti, C. (2023) The consequences of earnings management for the acquisition premium in friendly takeovers. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 50 (1–2), 308–334.

Morck, R. – Shleifer, A. – Vishny, R. W. (1990) Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, Vol. 45 (1), 31–48.

Moschieri, C. – Campa, J. M. (2014) New trends in mergers and acquisitions: Idiosyncrasies of the European market. *Journal of Business Research*, Vol. 67 (7), 1478–1485.

Mughal, A. – Tao, Q. – Sun, Y. – Xiang, X. (2021) Earnings management at target firms and the acquirers' performance. *International Review of Economics & Finance*, Vol. 72, 384–404.

Myers, S. C. – Majluf, N. S. (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 (2), 187–221.

Nguyen, T. T. H. – Ibrahim, S. – Giannopoulos, G. (2023) Detecting earnings management: A comparison of accrual and real earnings manipulation models. *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 24 (2), 344–379.

Niskanen, J. – Karjalainen, J. – Niskanen, M. – Karjalainen, J. (2011) Auditor gender and corporate earnings management behavior in private Finnish firms. *Managerial Auditing Journal*, Vol. 26 (9), 778–793.

Palepu, K. G. – Healy, P. M. – Peek, E. (2022) *Business analysis and valuation: IFRS Edition*. 6. p. Cengage Learning EMEA, Andover.

Perafán-Peña, H. F. – Gill-de-Albornoz, B. – Giner, B. (2022) Earnings management of target firms and deal premiums: The role of industry relatedness. *The British Accounting Review*, Vol. 54 (2), 1–22.

Perafán-Peña, H. F. – Gill-de-Albornoz Noguer, B. – Giner, B. (2024) Targets' earnings management and ownership decisions in M&A: Can less be more? *Finance Research Letters*, Vol. 62, 1–8.

Rabier, M. R. (2017) Acquisition motives and the distribution of acquisition performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 38 (13), 2666–2681.

Reuters 31.12.2021 Global M&A volumes hit record high in 2021, breach $5 trillion for first time. <https://www.reuters.com/markets/us/global-ma-volumes-hit-record-high-2021-breach-5-trillion-first-time-2021-12-31/>, haettu 7.8.2025.

Richardson, V. J. (2000) Information asymmetry and earnings management: Some evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 15 (4), 325–347.

Roll, R. (1986) The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, Vol. 59 (2), 197–216.

Roychowdhury, S. (2006) Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42 (3), 335–370.

Saona, P. – Muro, L. – San Martín, P. – Baier-Fuentes, H. (2019) Board of director's gender diversity and its impact on earnings management: An empirical analysis for select European firms. *Technological and Economic Development of Economy*, Vol. 25 (4), 634–663.

Schindler, F. (2022) Do Diligence [MicroBusiness]. *IEEE Microwave Magazine*, Vol. 23 (6), 16–18.

Schipper, K. (1989) Earnings management. *Accounting Horizons*, Vol. 3 (4), 91–102.

Scott, W. R. – O'Brien, P. C. (2020) *Financial Accounting Theory*. 8. p. Pearson, North York, Ontario.

Seth, A. (1990) Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, Vol. 11 (2), 99–115.

Shen, J.-C. – Reuer, J. J. (2005) Adverse selection in acquisitions of small manufacturing firms: A comparison of private and public targets. *Small Business Economics*, Vol. 24 (4), 393–407.

Sherman, A. J. (2010) *Mergers & acquisitions from A to Z*. 3. p. American Management Association, New York.

Shleifer, A. – Vishny, R. W. (1991) Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and implications. *Strategic Management Journal*, Vol. 12, 51–59.

Skaife, H. A. – Wangerin, D. D. (2013) Target financial reporting quality and M&A deals that go bust. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 30 (2), 719–749.

Standard Industrial Classification (SIC) Code List. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/search-filings/standard-industrial-classification-sic-code-list>, haettu 5.10.2025.

Standard Industrial Classification (SIC) Manual. U.S. Department of Labor, Occupational Safety and Health Administration (OSHA). <https://www.osha.gov/data/sic-manual>, haettu 5.10.2025.

Stigler, G. J. (1950) Monopoly and oligopoly by merger. *The American Economic Review*, Vol. 40 (2), 23–34.

Subramanyam, K. R. (1996) The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22 (1–3), 249–281.

Sudarsanam, S. (2010) *Creating value from mergers and acquisitions*. 2. p. Financial Times Prentice Hall, Harlow.

Tahinakis, P. D. (2014) R&D expenditures and earnings management: Evidence from Eurozone countries in crisis. *The Journal of Economic Asymmetries*, Vol. 11, 104–119.

TENK (2023) Hyvä tieteellinen käytäntö ja sen loukkausepäilyjen käsitteleminen Suomessa. Tutkimuseettisen neuvottelukunnan julkaisuja 2/2023. <https://tenk.fi/sites/default/files/2023-03/HTK-ohje_2023.pdf >, haettu 17.10.2025.

Thomas, J. K. – Zhang, H. (2002) Inventory changes and future returns. *Review of Accounting Studies*, Vol. 7 (2/3), 163–187.

Travlos, N. G. (1987) Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. *The Journal of Finance*, Vol. 42 (4), 943–963.

Trueman, B. – Titman, S. (1988) An explanation for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research*, Vol. 26 (2), 127–139.

Tutuncu, L. (2019) Earnings management and performance of management buyouts. *Managerial Finance*, Vol. 45 (10/11), 1363–1381.

Walker, M. (2013) How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*, Vol. 43 (4), 445–481.

Wangerin, D. (2019) M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 36 (4), 2344–2378.

Zang, A. Y. (2012) Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, Vol. 87 (2), 675–703.

Zhang, W. (2008) Real activities manipulation to meet analysts' cash flow forecasts. *SSRN Työpaperi 1013228*, 1–39.

Liitteet

Liite 1. Ilmoitus tekoälyn (AI) käytöstä

Olen käyttänyt generatiivista tekoälyä opinnäyteprosessini tukena sen eri vaiheissa ja eri tarkoituksiin. Käyttämäni työkalut, niiden käytön tarkoitus sekä tekoälyn tulosten verifioimiseksi tekemäni toimet on kuvattu alla. Samalla vakuutan, että olen käyttänyt tekoälytyökaluja asianmukaisella huolellisuudella, olen ilmoittanut niiden käytön voimassa olevan ohjeistuksen mukaisesti ja otan täyden vastuun työni sisällöstä kokonaisuudessaan.

1. käytetty työkalu: OpenAI:n ChatGPT (GPT-4 ja -5-versiot)

- Käytön vaihe: artikkelien tiivistäminen, tekstin uudelleenmuotoilu
- Käyttötarkoitus: Hyödynsin ChatGPT:tä artikkelien alustavaan tarkasteluun. Lisäksi käytin sitä kirjoitusprosessin aikana tekstin luettavuuden parantamiseen sekä kirjoittamieni lyhyiden tekstiosuuksien arvioimiseen.
    - 1. esimerkki syöttötiedosta: *Laadi tiivistelmä artikkelista.*
    - 2. esimerkki syöttötiedosta: *Sujuvoita/parantele kirjoittamaani tekstiä. Säilytä akateeminen opinnäytetyöhön soveltuva kieli. Korosta kohdat tekstiin, joita on muokattu. [Kirjoittamani teksti]*
    - 3. esimerkki syöttötiedosta: *Miltä kirjoittamani teksti vaikuttaa? Miten voisin parannella tekstiäni? [Kirjoittamani teksti]*
- Todentaminen: ChatGPT:n laatimien artikkelitiivistelmien jälkeen luin artikkelit itse ja vertasin tiivistelmiä lukemaani. Tekstin uudelleenmuotoilun osalta varmistin, että kirjoittamani tekstin alkuperäinen merkitys säilyi, ja suhtauduin ChatGPT:n antamiin parannusehdotuksiin kriittisesti. Vastaan täysin tuottamastani tekstistä.

2. käytetty työkalu: DeepL

- Käytön vaihe: lähdeaineistojen lukeminen
- Käyttötarkoitus: Käytin tekoälypohjaista kääntäjää suomentamaan sanoja tai yksittäisiä virkkeitä.
- Todentaminen: Varmistin sanan tai virkkeen sopivuuden muuhun tekstiin.