Aalto-yliopisto
Aalto-universitetet
Aalto University

Kauppatieteiden kandidaatti

Laskentatoimi

Euroopan kiinteistösijoitussektorin non-IFRS-raportointi

Oikeana suuntana standardointi?

Oskari Ahokanto

Kandidaatin tutkielma
2024

Aalto-yliopisto
Aalto-universitetet
Aalto University

Tekijä Otto Emil Oskari Ahokanto

Työn nimi Euroopan kiinteistösijoitussektorin non-IFRS-raportointi: Oikeana suuntana standardointi?

Koulutusohjelma Kauppatieteiden kandidaatti

Pääaine Laskentatoimi

Vastuuopettaja/valvoja Yliopistotutkija, Jari Melgin, KTT

Päivämäärä 15.5.2024 **Sivumäärä** 24 **Kieli** Suomi

Tiivistelmä

Tässä kandidaatintutkielmassa olen tutkinut lisäisikö kiinteistösijoitussektorin toimialakohtaisten non-IFRS-tunnuslukujen standardoiminen osaksi IFRS-standardistoa raportoinnin arvorelevanttiutta ja laatua. Tutkielma on toteutettu käyttäen tutkimusmetodina kirjallisuuskatsausta. Kiinteistösijoitussektorille ominaisten kertaluontoisten erien vuoksi yhtiöt suosivat non-IFRS-tunnuslukuja, joiden on todettu olevan arvorelevantimpi vaihtoehto IFRS-tunnusluvuille. Euroopan kiinteistösijoitussektorin yhdistys EPRA on julkaissut oman ohjeistuksensa non-IFRS-raportointiin liittyen, jota yhtiöt noudattavat suurissa määrin. EPRA:n ohjeistuksen on myös todettu vähentävän johdon opportunistista julkaisukäyttäytymistä, sekä parantamaan non-IFRS-raportoinnin laatua ja informatiivisuutta.

Tutkimuksessa selvisi, että täydet yhdenmukaistamisen hyödyt jäävät todennäköisesti kuitenkin saavuttamatta ohjeistuksen noudattamisen ollessa vapaaehtoista ja sääntelyn vähäistä. Velvoittavuuden lisääminen voisi kasvattaa edelleen kiinteistösijoitussektorin toimialakohtaisten non-IFRS-tunnuslukujen raportoinnin arvorelevanttiutta ja laatua kasvaneen vertailukelpoisuuden ja luottamuksen tuloksena. Tulevaisuudessa olisi arvokasta saada lisätietoa liittyen standarointikehitykseen, esimerkiksi etsimällä vastauksia kysymykseen: Mitkä luvut olisivat kaikille toimialan yhtiöille valideja raportoida?

Avainsanat Kiinteistösijoitusyhtiö, Eurooppa, Non-IFRS, Standardointi, EPRA

Author Otto Emil Oskari Ahokanto

Title of thesis Non-IFRS reporting in the European real estate investment sector: Is standardisation the right way forward?

Programme Bachelor of Science Economics and Business Administration

Major Accounting

Thesis supervisor Senior Fellow, Jari Melgin, PhD

Date 15.5.2024 **Number of pages** 24 **Language** Suomi

Abstract

In this thesis I have investigated whether standardising non-IFRS industry-specific measures for the real estate investment sector into IFRS would increase the value relevance and quality of reporting. The thesis has been conducted using a literature review as a research method. Due to the non-recurring items inherent in the real estate investment sector, companies prefer non-IFRS measures, which have been found to be a more value-relevant alternative to IFRS measures. EPRA, the European Real Estate Association, has published its own guidance on non-IFRS reporting, which is widely followed by companies. EPRA's guidance has also been found to reduce opportunistic disclosure behavior by management and to improve the quality and informativeness of non-IFRS reporting.

Research shows that the full benefits of harmonization are unlikely to be achieved given the voluntary nature of compliance and the limited regulatory burden. Increasing the mandatory nature could further increase the value relevance and quality of industry specific non-IFRS financial reporting in the real estate investment sector as a result of increased comparability and confidence. In the future, it would be valuable to gain further insight into the development of standardization, for example by seeking answers to the question: which figures would be valid for all companies in the industry to report?

Keywords Real estate company, Europe, Non-IFRS, Standardisation, EPRA

Sisällysluettelo

1. Johdanto **5**
1.1 Tutkielman aihe ja tutkimuskysymys 5
1.2 Tutkielman viitekehys ja olennaisuus 6
1.3 Tutkielman rajaus 7
2. Teoreettinen viitekehys ja metodologia **9**
2.1 IFRS:n merkitys kiinteistösijoitussektorille 9
2.2 EPRA ja non-IFRS-tunnusluvut 10
2.3 FFO:n liittyminen tutkielmaan 12
3. Kirjallisuuskatsaus **13**
3.1 Non-IFRS-tunnuslukujen arvorelevanttius 13
3.2 Non-IFRS-tunnuslukuja kohtaan nousseet huolet 14
3.3 Non-IFRS-tunnuslukuihin liittyvä sääntely 15
3.4 Toimialakohtaisen ohjeistuksen merkitys 16
4. Tulokset **19**
4.1 Johtopäätökset 20
4.2 Pohdinta 20
5. Lähteet **22**
6. Liitteet **24**

1. Johdanto

1.1 Tutkielman aihe ja tutkimuskysymys

Eurooppalaiset julkisesti noteeratut kiinteistösijoitusyhtiöt noudattavat raportoinnissaan IFRS (International Financial Reporting Standards) -normistoa, joihin sisältyvä IAS 40-standardi on kyseisen sektorin yhtiöiden osalta relevantti. Sektorin liiketoiminnan ja tulonmuodostuksen ominaispiirteiden vuoksi yhtiöt raportoivat kuitenkin suurissa määrin vaihtoehtoisia tunnuslukuja (non-IFRS) käyttäen, joka on hyväksytty tapa toimia IFRS-standardiston puitteissa. Keskeinen erityispiirre kiinteistösijoitusyhtiöillä on niiden taseissa olevat suuret kiinteistöomistukset. Kiinteistöomistusten käypä arvo voi vaihdella johtuen niiden arvostusten suuresta arvionvaraisuudesta ja yhtiöiden tulee IFRS-standardien mukaan raportoida käyvän arvon muutoksista suoraan tuloslaskelmaan. Tämä voi olla harhaanjohtavaa, sillä käyvän arvon muutokset ovat usein väliaikaisia ja täten yritysten todenmukainen taloudellinen tilanne ja tuotot voivat näyttäytyä vääristyneinä. Non-IFRS-tunnuslukuihin ei kuitenkaan liity kovinkaan yksityiskohtaisia säännöksiä, eikä pakollista lakisääteistä tilintarkastusta. Näin yhtiöillä on hyvinkin vapaat kädet näiden lukujen valikointia suorittaessaan. Tästä herää kysymyksiä: Mitä vaikutuksia tällä on sidosryhmien luottamukseen yhtiön raportointia kohtaan? Vaikuttaako tämä yhtiöiden raportoinnin todenmukaisuuteen? Onko non-IFRS-tunnusluvut arvorelevantimpia kuin yleisesti hyväksytyt? Entä yhtiöiden vertailukelpoisuus?

Euroopan julkisesti noteeratun kiinteistöalan yhdistys EPRA (European Public Real Estate Association) on ajanut sektorin toimialakohtaisten tunnuslukujen standardoimista ja sitä kautta yhdenmukaistamista jo pitkään. Tätä tavoitetta edesauttaakseen EPRA on julkaissut BPR-ohjeistuksensa (Best Practices Recommendations), joka tarjoaa suosituksia ja parhaita käytäntöjä Euroopan kiinteistösijoitussektorille non-IFRS-raportointiin. EPRA:lla ei kuitenkaan ole oikeudellista mandaattia säätää standardeja ja

täten EPRA:n BPR-ohjeistus on nimensä mukaisesti ohjeistus, jonka noudattamiseen ei kiinteistösijoitussektorin yhtiöillä ole laillista velvoitetta. Tästä päästään tutkielman tutkimuskysymykseen: Lisäisikö kiinteistösijoitussektorin toimialakohtaisten non-IFRS-tunnuslukujen standardoiminen osaksi IFRS-standardistoa raportoinnin arvorelevanttiutta ja laatua?

1.2 Tutkielman viitekehys ja olennaisuus

Tulen käymään tutkielmassa läpi aihepiiriin sopivia kansainvälisiä tutkimuksia kirjallisuuskatsauksen muodossa ja lähestymään niitä esittämälläni kysymyksellä kriittisesti arvioiden eri näkökulmista. Tarkoituksena on löytää vastauksia aihepiirin kirjallisuudesta, joiden avulla kykenisin tekemään johopäätöksiä standardointikehitykseen liittyen. Tutkielman aihe on olennainen, sillä tutkimustiedon saatavuus on keskeinen osa standardien kehittämistä ja tukee sääntelyviranomaisten päätöksentekoa. Näin varmistetaan, että lopulliset päätökset perustuvat vahvaan tutkimustietoon ja ovat linjassa parhaiden käytäntöjen suositusten kanssa. Toisena olennaisena tekijänä, todenmukaisen kuvan saaminen yhtiön taloudellisen tilan ja suorituskyvyn osalta on hyvin tärkeää eri sidosryhmille analyysityön ja sitä kautta markkinoiden toimivuuden kannalta.

Tutkielma keskittyy Euroopan kiinteistösijoitusyhtiöihin, ja sitä kautta viitekehyksenä toimii tilinpäätöstandardisto IFRS. Koska tutkielma käsittelee eurooppalaista todellisuutta, käytän IFRS-standardiston ulkopuolisista tunnusluvuista termiä non-IFRS läpi tutkielman, vaikka aineistoa on paljon myös muun muassa Yhdysvaltojen maaperältä, jossa tilinpäätösnormistona toimii U.S. GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles), jonka ulkopuolisista tunnusluvuista käytetään kirjallisuudessa termiä non-GAAP. Viittaan non-GAAP:iin tilanteissa, joissa toteutan havainnollistavaa vertailua. Tutkimusaineistoa on valikoitunut Euroopan lisäksi paljon Yhdysvalloista, johtuen aiheeseen liittyvän eurooppalaisen tutkimuksen suhteellisen vähäisestä määrästä. Lisäksi eri standardien alaisuudessa olevien

alueiden vertaileminen on tutkimuksen kannalta hyödyllistä, kun kyseessä on sama ilmiö, jonka käyttäytyminen on hyvin samantapaista ympäristöstä huolimatta. Kiinteistösijoitussektorien liiketoimintamallit ovat hyvin samankaltaisia piirteiltään riippumatta paikasta ja lisäksi FASB (Financial Accounting Standards Board) ja IASB (International Accounting Standards Board) ovat pyrkineet standardiensa (U.S.GAAP ja IFRS) yhdenmukaistamiskehitykseen erilaisin yhdenmukaistamisprojektein. Todetaan myös, että ”Nämä kaksi kirjanpitostandardia ovat nyt paljon samankaltaisempia kuin kaksikymmentä vuotta sitten.” (Ortega, 2017). Tutkielmassa olen hyödyntänyt tutkimuksia, jotka käsittelevät yleisesti hyväksyttyjen tilinpäätösnormistojen ulkopuolisia tunnuslukuja itse aiheena. Tämän tarkoituksena on ollut lisätä ymmärrystäni non-IFRS-tunnusluvuista laajempana ilmiönä. Uskon, että näiden tutkimusten läpikäynti on auttanut minua kehittämään kohdennettua tutkimustani ja tuoneen siihen lisäarvoa.

1.3 Tutkielman rajaus

Tutkielma on rajattu Euroopan listattuun kiinteistösijoitussektoriin ja sitä kautta IFRS-standardien ja non-IFRS-tunnuslukujen suhteeseen. Kyseisen rajauksen valintaan on monia eri syitä. Kiinteistösijoitussektori on merkittävä osa taloutta ja sen erityispiirteiden ymmärtäminen raportoinnin parantamiseksi on tärkeää. Eri aloilla on omia erityispiirteitä ja täten tutkielmaan valittu rajaus kiinteistösijoitussektoriin lisää sen johdonmukaisuutta ja sitä kautta tutkimustulosten luotettavuutta. On myös hyödyllistä, että tutkimusta tehdään nimenomaan IFRS-standardien ja non-IFRS-tunnuslukujen suhteesta kiinteistösijoitussektorin näkökulmasta, sillä tutkimusta kyseisestä aluerajauksesta on suhteellisen niukasti ja täten lisätiedon saaminen on arvokasta. Henkilökohtaisella kiinnostuksella aihetta kohtaan on ollut myös oma roolinsa rajausta tehdessä.

Tutkielmani koskee listattuja kiinteistösijoitusyhtiöitä Euroopassa. Monet viittaamani tutkimukset ovat käyttäneet aineistoinaan REIT-yhtiöitä (Real

Estate Investment Trust). REIT:iksi profiloituminen edellyttää tiettyjen ehtojen täyttymistä. Kuten NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts, 2022) kertoo, ollakseen REIT-yhtiö, tulee yhtiön: sijoittaa vähintään 75 prosenttia kokonaisvarallisuudestaan kiinteistöihin, saada vähintään 75 prosenttia bruttotuloistaan vuokratuista kiinteistöistä, kiinteistöjen rahoituslainojen koroista tai kiinteistöjen myynnistä, maksaa vähintään 90 prosenttia verotettavasta tuloksestaan osinkoina osakkeenomistajille vuosittain, olla sellainen yksikkö, joka on verotettavissa yhtiönä, yhtiöllä tulee olla vähintään 100 omistajaa ja enintään 50 prosenttia sen osakkeista saa olla viiden tai harvemman yksityishenkilön hallussa. REIT-yhtiöitä koskee myös tietyt helpotukset verotuksellisesti, mutta niiden ollessa tutkielman kannalta epäolennaisia, on parempi jättää menemättä niihin sen syvemmin. REIT-yhtiö toimii operatiivisesti pitkälti samalla tavalla kuin perinteinen kiinteistösijoitusyhtiö, joten tutkimuksen kannalta ei ole suurta merkitystä sillä, ovatko viitatut tutkimukset keskittyneet REIT-yhtiöihin vai perinteisiin kiinteistösijoitusyhtiöihin.

2. Teoreettinen viitekehys ja metodologia

Tutkielma suoritetaan kirjallisuuskatsauksena, jossa tulen käymään läpi tutkimuksia aihealueen ympäriltä mahdollisimman laajasti ja monipuolisesti. Lähestyn artikkeleita tutkimuskysymykseni antamalla kulmalla arvioiden niitä kriittisesti eri näkökulmista. Analyysissani keskityn tutkimustuloksiin ja tuon esiin niissä mahdollisesti esiintyviä toisiaan tukevia johtopäätöksiä sekä ristiriitoja. Näin pystyn muodostamaan kokonaiskuvan tutkimuskysymykseni ympärille ja tekemään omia johtopäätöksiä niiden osalta.

2.1 IFRS:n merkitys kiinteistösijoitussektorille

IFRS-standardit asettavat yrityksille tietyt vaatimukset raportoinnin toteuttamiseen. Tällä hetkellä kiinteistösijoitusyhtiöiden kannalta relevantti IAS 40-standardi vaatii, että sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutokset kirjataan tulosvaikutteisesti (Janin & Disle, 2020). Itse IAS 40-standardin (§35) mukaan, sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutoksista johtuvat voitot tai tappiot on sisällytettävä sen kauden voittoon tai tappioon, jonka aikana ne syntyvät. Kiinteistösijoitusyhtiöiden liiketoimintamalli sisältää erityispiirteitä, joiden ansiosta kyseinen raportointitapa voi sumentaa yhtiöiden todellista taloudellista kykyä tehdä voittoa. Yhtiöillä on taseissaan suuret määrät kiinteistöomistuksia, joiden käyvät arvot vaihtelevat. (Janin & Disle, 2020) tutkimuksessa todetaan: ”Koska uudelleenarvostukset eivät aina johda realisoituneisiin voittoihin tai tappioihin, käypään arvoon arvostamisen mukaiset voitot tai tappiot ovat todennäköisesti ohimeneviä” (Penman, 2007; Allen & Carletti, 2008). (Janin & Disle, 2020) huomauttaa myös, että valtaosa eurooppalaisista REIT-yhtiöistä arvostaa sijoituskiinteistönsä käyvän arvon perusteella. Kun tarkastellaan REIT-yhtiöiden julkistamiskäytäntöjä, tilintarkastusyhtiöt osoittavat, että käyvän arvon malli on laajalti käytetty: KPMG:n tilikautta 2017 koskevan tutkimuksen mukaan 75 prosenttia ja Mazarsin tilikautta 2016 koskevan tutkimuksen mukaan 92 prosenttia. Käypien arvojen

muutosten sisältäminen tulokseen voi aiheuttaa hyvin volatileja IFRS-tuloksia raportoinnissa ja jättää varjoonsa yhtiöiden toisen erityispiirteen, sektorillle ominaisesti vuokratuottojen muodossa tuloutuvan toistuvan tuloksen.

2.2 EPRA ja non-IFRS-tunnusluvut

Suuri osa Euroopan kiinteistösijoitussektorin yhtiöistä raportoi IFRS-standardiston mukaisen raportoinnin lisäksi oikeisevan non-IFRS-tunnusluvuston, yleensä EPRA:n BPR ohjeistuksen mukaisesti. BPR sisältää monia eri EPRA:n suosittelemia kiinteistösijoitussektorin toimialakohtaisia non-IFRS-tunnuslukuja. Merkittävimmäksi tunnusluvuksi voidaan kutsua EPRA-tulosta, sen mitatessa yhtiön operatiivista suorituskykyä, joka on kiistatta valuaation kannalta vitaali. ”EPRA-tulos on kiinteistösijoitusyhtiön perustana olevan liiketoiminnan tuloksen mittari, jossa ei oteta huomioon käyvän arvon voittoja, sijoituskiinteistöjen myyntejä ja rajoitetusti muita eriä, joiden ei katsota kuuluvan sijoituskiinteistöyhtiön ydintoimintaan” (*Best practices recommendations - EPRA* 2017). Tutkielmassa on selvä painotus kyseistä tunnuslukua kohtaan kirjallisuuden painottuessa vahvasti sen tai yhdysvaltalaisen verrokkin NAREIT FFO:n (Funds From Operations) tutkimiseen. Kun katsotaan EPRA-tuloksen julkistamisstatistiikkaa, KPMG:n ja Kiinteistö- ja kiinteistöyhtiöiden liiton (FSIF) eurooppalaisista REIT-yhtiöistä tehdyssä tutkimuksessa todetaan, että 80 prosenttia yhtiöistä raportoi EPRA-tuloksen vuonna 2018. Vastaavasti Deloitten tutkimuksen mukaan 81 prosenttia FTSE EPRA -indeksin jäsenten tilikauden 2017 talousviestinnästä on tunnustettu EPRA:n suositusten mukaiseksi (Janin & Disle, 2020). EPRA-tuloksen voidaan sanoa tarjoavan hyödyllistä tietoa sidosryhmille kiinteistösijoitusyhtiön taloudellisesta asemasta, jota ei ole suoraan saatavilla yksinomaan IFRS-standardien mukaisesta raportoinnista. IFRS-standardien edellyttämä tuloslaskelmassa raportoitu tulos ei anna sidosryhmille olennaisinta tietoa kiinteistöyhtiöiden liiketoiminnan tuloksesta (*EPRA,* 2022).

Muita tärkeitä EPRA:n julkistamia mittareita ovat nettovarallisuutta kuvaavat EPRA NAV:ista (Net Asset Value) polveutuneet kolme eri tunnuslukua, jotka EPRA julkisti NAV:in uudelleenarvioinnin tuloksena korvaamaan NAV-tunnusluvut. Nämä tunnusluvut ovat EPRA NRV (Net Reinstatement Value), EPRA NTA (Net Tangible Assets), ja EPRA NDV (Net Disposal Value). EPRA NRV -tunnusluvun tarkoituksena on edustaa yhteisön uudelleenrakentamiseen tarvittavaa arvoa, ja siinä oletetaan, että omaisuuseriä ei myydä. EPRA NTA -tunnusluvussa keskitytään yrityksen aineellisen omaisuuden huomioon ottamiseen, ja siinä oletetaan, että yritykset ostavat ja myyvät omaisuutta, jolloin syntyy tietty määrä väistämättömiä laskennallisia verovelkoja. EPRA NDV:n tarkoituksena on edustaa osakkeenomistajien arvoa, jos liiketoiminta myytäisiin hallitusti ja laskennalliset verot, rahoitusinstrumentit ja tietyt muut oikaisut laskettaisiin täysimääräisinä, vähennettynä mahdollisilla veroilla (*EPRA,* 2019).

EPRA:n tehtävänä on parantaa kiinteistöalan taloudellisen raportoinnin avoimuutta, vertailukelpoisuutta ja asianmukaisuutta (EPRA, 2022). EPRA on onnistunut lunastamaan legitimiteetin Euroopan kiinteistösijoitussektorin edustajana. Valtaosa kiinteistösijoitussektorin yhtiöistä käyttää EPRA:n suosittelemia Non-IFRS-tunnuslukuja. Vuonna 2019 EPRA:n jäsenistä 84 prosenttia julkisti EPRA-tuloksen ja 79 prosenttia esitti täydellisen täsmäytyksen IFRS-lukujen kanssa (Janin & Disle, 2020). EPRA nauttii myös institutionaalista tunnustusta; esimerkiksi ESMA (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) arvioi REIT:ien taloudellista raportointia sen suositusten perusteella (Janin & Disle, 2020).

2.3 FFO:n liittyminen tutkielmaan

Yhdysvalloissa oikaistua tulosta kuvaava non-GAAP-tunnusluku on yhdysvaltalaisen EPRA:n verrokin NAREIT:n FFO. Monet tämän tutkielman tekemiseen käytetyt artikkelit tutkivat tätä tunnuslukua verraten sitä U.S GAAP-standardistoon lähestyen aihetta eri kulmin. FFO on hyvä verrokki EPRA-tulokselle ja sitä koskevien tutkimusten analysointi on verrannollinen tilanteeseen Euroopan kontekstissa. Monet Euroopan kiinteistösijoitussektorin yhtiöt ovat käyttäneet FFO:ta keskeisten tulostensa raportoinnissa ennen EPRA:n yleistymistä (Janin & Disle, 2020). EPRA-tuloksen ja FFO:n välillä ei ole suuria eroavaisuuksia, mutta tutkielman kannalta on hyvä avata niitä selkeyden vuoksi.

FFO on GAAP:n mukaisesti laskettu nettotulos, pois lukien: kiinteistöihin liittyvät poistot, tiettyjen kiinteistöomaisuuserien myyntivoitot ja -tappiot, määräysvallan muutoksesta johtuvat voitot ja tappiot, tiettyjen kiinteistöomaisuuserien ja yhteisöihin tehtyjen sijoitusten arvonalentumiset silloin, kun arvonalentuminen johtuu suoraan yhteisön hallussa olevien poistokelpoisten kiinteistöjen arvon alenemisesta (NAREIT, *Glossary of REIT terms*). Suurin eroavaisuus EPRA:an ja FFO:n välillä on niiden linkittymiset eri tilinpäätösnormistoihin. EPRA on luotu IFRS-standardiston ympärille, kun taas FFO U.S GAAP:n. Useimmat eurooppalaiset REIT-yhtiöt valitsevat IAS 40:n mukaisesti kiinteistöomaisuuden käypään arvoon arvostamisen, toisin kuin yhtiöt Yhdysvalloissa, jonka tilinpäätösnormistossa sijoituskiinteistöille sallitaan vain hankintamenomenetelmä (Janin & Disle, 2020). Erot eivät ole niin merkittäviä, että niillä olisi suurempaa vaikutusta tutkielmassa tutkittavan ilmiön vertailukelpoisuuteen kyseisten tilinpäätösnormistojen välillä. Tämä on mahdollistanut suuremman aineiston ja uskon tällä olleen osaltaan positiivinen vaikutus tutkimustulosten luotettavuuteen.

3. Kirjallisuuskatsaus

3.1 Non-IFRS-tunnuslukujen arvorelevanttius

Julkaistuja artikkeleita liittyen non-IFRS-tunnuslukujen käyttöön yleisesti hyväksytyn tilinpäätösnormiston rinnalla löytyy suhteellisen hyvin ja pitkältä aikaväliltä. Tutkimusta on paljon Yhdysvaltojen kontekstista ja tämä näkyy niiden hyödyntämisenä tutkielman tekemisessä. Kirjallisuus toteaa non-IFRS-tunnuslukujen olevan hyödyllisiä ja monessa tapauksessa arvorelevantimpia kuin perinteisen tilinpäätösnormiston antama kehikko. (Albring et al., 2010), monialatutkimuksen tulosten johdosta voidaan todeta, että non-IFRS-tunnusluvun mukaiset tunnusluvut ovat hyödyllisempiä valuaatiossa kuin IFRS-tunnusluvun mukaiset tulokset. Myös (Venter et al., 2014) tutkimuksesta käy ilmi, että non-IFRS-tuotot ovat yleisesti hyväksytyn tilinpäätösnormiston mukaisia tuottoja arvorelevantimpi mittari, joka on myös yleisesti hyväksytyn tilinpäätösnormiston ulkopuolista tulosmittaria tutkineiden tutkimusten yleinen tulos (Bhattacharya et al., 2003; Bradshaw & Sloan, 2002; Brown & Sivakumar, 2003; Entwistle et al., 2010; Wieland et al., 2012).

Ei voida kuitenkaan tehdä yleistystä, että non-IFRS-tunnusluvut olisivat aina arvorelevantimpia kuin perinteiset mittarit. Kirjallisuus osoittaa, että tiettyjen asioiden tulee olla “kunnossa”, jotta non-IFRS-tunnusluku toimisi arvoa lisäävänä. Toisin sanoen, täytyy miettiä niitä tekijöitä, jotka mahdollistavat non-IFRS-tunnuslukujen olevan parempi vaihtoehto, kuin hyväksytty standardisto ja niitä tekijöitä, jotka toimivat heikentävänä voimana. Esimerkiksi (Janin & Disle, 2020) toteavat, että EPRA-tulos antaa sijoittajille hyödyllisempää tietoa kuin IFRS-tulos, koska se kertoo sijoittajille REIT-yhtiöiden toistuvasta tuloksesta. Non-IFRS-tulos vastaa tässä tarpeeseen raportoida sellaisesta asiasta, joka voi jäädä sijoittajalta huomaamatta ilman, että kyseistä non-IFRS-tunnuslukua olisi raportoitu. Tästä ylimääräisestä, mutta

relevantista raportoinnista johtuen voidaan tehdä oletus, että yrityksen valuaatio markkinoilla on entistä tehokkaampaa saadun lisäinformaation ansiosta. Toinen mahdollistava tekijä on läpinäkyvyys. On tärkeää tietää miksi kyseinen non-IFRS on valittu ja kuinka se on laskettu. Julkistamisen avoimuuden parantamiseen tähtäävät säännökset vähentävät yhtiöiden virheellistä hinnoittelua (Young, 2014). Kolmantena vertailukelpoisuus, joka on hyvin tärkeää sidosryhmien tehdessä yhtiöiden keskinäistä vertailua. Tätä kautta sillä on myös merkittävä rooli valuaatiossa. Non-IFRS-tunnuslukujen vertailukelpoisuuden toteutuminen vaatii sen, että saman toimialan yhtiöt käyttävät mahdollisimman laajalti samoja non-IFRS-tunnuslukuja samoin laskutavoin. Näihin asioihin voidaan vaikuttaa sääntelyn ja ohjauksen keinoin.

3.2 Non-IFRS-tunnuslukuja kohtaan nousseet huolet

Non-IFRS-tulosten heikko laatu on yksi monien pääomamarkkinoiden ja kirjanpidon sääntelyviranomaisten huolenaiheista (Jeanjean et al., 2018). Heikko laatu on yhteydessä aiemmin mainittuihin relevanttiuteen, läpinäkyvyyteen, vertailukelpoisuuteen ja sitä kautta yleisesti tunnuslukujen luotettavuuteen. (Young, 2014), toteaa tutkimuksessaan, että näihin liittyvillä epäselvyyksillä voi olla negatiivisia vaikutuksia yleisesti hyväksytyn tilinpäätösnormiston ”uskottavuuteen ja eheyteen”. Suuresti luottamusta heikentävä tekijä on mahdollinen opportunistinen käyttäytyminen. Kirjallisuus toteaa, että yrityksillä, jotka päättävät julkistaa non-IFRS-tuloksen, voi olla opportunistisia motiiveja (Baik et al., 2008; Albring et al., 2010; Young, 2014; Janin & Disle, 2020). Vaikka näyttö tukee vankasti IFRS-tietojen julkaisemisen opportunismiaspektia, tukee se myös halua antaa lisätietoa pysyvistä tuloksista. Täten lopullisten päätelmien tekeminen vallitsevasta raportointimotiivista on vaikeaa (Young, 2014). Syitä opportunistiseen käytökseen on saada luvut näyttämään todellisuutta paremmilta ja tätä kautta johtaa sijoittajia harhaan osakekurssin nousun toivossa (Albring et al., 2010). Pyrkimys

analyytikoiden odotusten täyttämiseen ja sen seurauksena negatiivisten shokkien lieventäminen non-IFRS-tunnuslukujen avulla on toinen havaittu tapa toimia (Bhattacharya et al., 2004). Johdon oikaisut voivat myös heijastaa erilaisia taustalla olevia motiiveja, joita ulkopuolisten osapuolten on vaikea erottaa toisistaan (Young, 2014). Tämä läpinäkyvyyden puute on omalta osalta aiheuttamassa päänvaivaa tilinpäätöksen käyttäjille ja sääntelyviranomaisille. Yhtiöiden esittäessä epäyhdenmukaisia tunnuslukuja toimialan sisällä, vertailukelpoisuuden puute kasvaa. Vertailukelpoisuuden puute on taas omiaan vaikeuttamaan sidosryhmien harjoittamaa vertailua eri yhtiöiden välillä. Syynä tähän on non-IFRS-lukujen sääntelyn puute, jonka tuoman vapauden myötä yhtiöillä on hyvin vapaat kädet raportoitujen lukujen suhteen (Henry et al., 2020). Sääntelyllä on mahdollisuus vaikuttaa näihin epäkohtiin ja jotakin sääntelyä on myös toteutettu.

3.3 Non-IFRS-tunnuslukuihin liittyvä sääntely

Tilinpäätösnormiston säännöistä vapaassa maailmassa yritysten raportointiin liittyvät vapaudet ovat täynnä johdonmukaisuuden ja vertailukelpoisuuden puutetta (Henry et al., 2020). Non-IFRS-tunnuslukuihin liittyvät huolet ovat nousseet sääntelyviranomaisten tietoisuuteen ja täten niitä on pyritty sääntelemään yleisellä tasolla. Toteutus ei kuitenkaan ole ollut kovin yksityiskohtaista, mikä johtuu yrityksissä käytettyjen non-IFRS-tunnuslukujen toimialakohtaisesta luonteesta, joka aiheuttaa vaikeuksia niiden kohdentamisessa. Sääntelyn tie oikeana suuntana läpinäkyvyyden, vertailukelpoisuuden ja laadun parantamiseksi on aistittavissa kirjallisuudesta.

EAMV-asetus (2015) edellyttää, että yritykset julkaisevat sijoittajille määritelmän ja lisätietoja non-IFRS-tunnusluvuista. Lisäksi ESMA ja IASB (2019) edellyttävät myös täsmäytystaulukkoa IFRS- ja non-IFRS-tunnuslukujen välillä (Janin & Disle, 2020). Voidaan kuitenkin todeta, ettei IASB juurikaan sääntele non-IFRS-tunnuslukujen julkaisemista edellä mainittuja aspekteja lukuun ottamatta. IASB on määritellyt tuloslaskelmassa tuotot ja

nettotuloksen, mutta näiden kahden kokonaisuuden väliset erät ovat määrittelemättä (Janin & Disle, 2020). Koska non-IFRS-raportointiin ei sovelleta mitään virallista standardia, sitä on kritisoitu siitä, että se ei ole riittävän ”täsmällistä, läpinäkyvää, johdonmukaista ja vertailukelpoista eri yritysten välillä ja eri aikoina” (Jeanjean et al., 2018).

3.4 Toimialakohtaisen ohjeistuksen merkitys

Tuloslaskelman määrittelemättä jätettyä aukkoa on pyritty täyttämään EPRA:n toimesta toimialakohtaisella non-IFRS-ohjeistuksella. EPRA on antanut omat ohjeistuksensa kiinteistösijoitussektorille aiemmin mainitun BPR:n julkaisemisella. Toimialakohtaisella ohjeistuksellaan EPRA pyrkii edistämään pitkäaikaista tavoitettaan, sektorin toimialakohtaisten tunnuslukujen standardoimista ja sitä kautta yhdenmukaistamista. EPRA:lla on vahva asema Euroopan kiinteistösijoitusyhtiöiden keskuudessa. Niin kuin (Janin & Disle, 2020) kertovat tutkimuksessaan: ”EPRA BPR:t näyttävät nyt olevan eurooppalaisten REIT:ien perustavanlaatuinen kehys.” Samassa tutkimuksessa todetaan Euroopan maiden välillä olevan kuitenkin suuria eroja siinä, kuinka moni yhtiöistä julkistaa EPRA:n mukaisen tuloksen ja kuinka moni yhtiöistä on EPRA:n jäsen. Lisäksi, jos yhtiö on EPRA:n jäsen, raportoi se todennäköisemmin tuloksensa EPRA:n ohjeistuksen mukaisesti. Ohessa liitteenä tutkimuksesta poimittu taulukko, joka illustroi havaittuja eroja.

Liite 1: Maakohtainen EPRA:n jäsenyys ja lukujen käyttötilastointi

Table 2. Statistics on observations by country

Country	Companies	Observations	Average total assets (Millions €)	Investment properties[a]	% EPRA earnings[b]	% EPRA member[b]
UK	37	246	2881.91	79.56%	84.15%	66.26%
France	20	120	5944.69	82.44%	46.67%	41.67%
Sweden	11	73	2770.77	94.06%	28.77%	27.40%
Belgium	10	70	1271.94	94.44%	74.29%	64.29%
Germany	9	55	6244.64	88.49%	61.82%	96.36%
Netherlands	5	34	2664.08	92.34%	94.12%	100.00%
Austria	4	26	5156.53	75.35%	38.46%	80.77%
Spain	5	20	4563.50	78.66%	80.00%	65.00%
Italy	2	12	3273.51	86.14%	75.00%	50.00%
Irland	2	9	1147.89	86.10%	100.00%	44.44%
Finland	1	6	1451.94	89.36%	83.33%	0.00%
Greece	1	6	894.77	82.55%	0.00%	0.00%
Luxemburg	1	3	2583.60	89.71%	0.00%	0.00%
Total	108	680	3142.29	84.69%	66.32%	60.15%

Notes :
[a] calculated as a percentage of total assets
[b] calculated as a percentage of total observations

Lähde: (Janin & Disle, 2020)

Kiinteistösektorin toimialakohtaisen ohjeistuksen merkitys non-IFRS-tunnuslukujen julkaisemiseen rajallisen sääntelyn lisänä on suuri. Selkeämmin määritelty non-IFRS-tunnusluku on ”positiivisesti ja merkittävästi yhteydessä osakekursseihin ja tuottoihin” (Albring et al., 2010). Toimialakohtaisella ohjeistuksella on kirjallisuudessa todettu olevan vähentävä vaikutus opportunistiseen julkaisukäyttäytymiseen ja auttamaan parantamaan non-IFRS-tunnuslukujen luotettavuutta ja informatiivisuutta (Baik et al., 2008; Janin & Disle, 2020). Raportoinnissa käytettävissä olevan harkintavallan vähentämisellä on tässä iso rooli (Baik et al., 2008; Albring et al., 2010).

Väittäisin, että vaikka EPRA on pyrkinyt saamaan BPR:ssä ehdottamansa suorituskykymittarit tunnustetuksi ja siten sijoittajien kannalta merkityksellisimmiksi, niiden käyttämisen vapaaehtoisuus rajoittaa täyden potentiaalin saavuttamista. Kuten liite 1 osoittaa, vapaaehtoisuuden tuloksena raportointi ei ole niin yhdenmukaista, kuin se voisi parhaimmassa tapauksessa

olla. Yhdenmukaisuuden kasvattamiseksi tulisi olla tiukemmat velvoitteet sääntelyviranomaisten suunnalta ja täten jatkaa edelleen harkintavallan vähentämistä. Tilinpäätöksen käyttäjien toistuvasti esiin nostamat tarpeet ja standardoinnin tavoitteiden lisääntynyt selkeyttäminen saattavat vaatia erilaista lähestymistapaa kuin aiemmin. Tämä voisi sisältää vähimmäistietoja koskevat julkistamiskäytännöt, jotka puuttuvat standardoimattomien mittareiden epäjohdonmukaiseen käyttöön eri yrityksissä (Gee & Park, 2023). Kirjallisuudessa todetaan myös, että non-IFRS-tunnuslukujen tuominen vahvemmin tilintarkastuksen alaiseksi voisi parantaa raportoinnin avoimuutta ja luotettavuutta (Young 2014; Henry et al., 2020).

Etelä-Afrikasta löytyy esimerkki velvoitetusta non-IFRS-tunnuslukujen julkaisemisesta, jossa velvoitetaan tutkimuksen mukaan ainoana maana maailmassa julkaistavaksi ns. ”Otsikkotulos” tilinpäätösnormiston mukaisen tuloksen lisäksi (Venter et al., 2014). Otsikkotulos on samankaltainen kuin esimerkiksi EPRA-tulos, eli tilinpäätösnormiston mukaisesta tuloksesta on poistettu tietyt kertaluontoiset erät. Tutkimuksessa laajennetaan non-IFRS-tulosten raportoinnin arvorelevanssin tutkimista erilaisen järjestelmän alaisuudessa. (Venter et al., 2014) havaitsivat, että non-IFRS-mukaiset tulokset ovat arvoltaan merkittävämpiä kuin tilinpäätösnormiston mukaiset tulokset, mikä korostaa non-IFRS-tietojen tärkeyttä sijoittajille. Lisäksi otsikkotulosten suhteellinen arvorelevanssi ylittää IFRS-tuottojen, mikä tekee otsikkotuloksesta tehokkaamman yrityksen tuloksen mittarin. He toteavat tutkimuksessaan myös, että heidän aineistonsa on ensimmäinen, joka osoittaa, että ”pakollinen raportointi toistuvasta tuloksentekomittarista (otsikkotulos), joka lasketaan ja julkistetaan johdonmukaisesti kaikissa yrityksissä, pystyy myös parantamaan pakollisen IFRS-tuloksen puutteita”. Tutkimus vahvistaa osaltaan näkemystä siitä, että kiinteistösijoitussektorin toimialakohtaisten non-IFRS-tunnuslukujen standardointi olisi järkevä kehityssuunta EPRA:n julkilausuttujen tavoitteiden: avoimuuden, vertailukelpoisuuden ja asianmukaisuuden lisäämiseksi.

4. Tulokset

Johdannossa esitin tutkimuskysymyksen: Lisäisikö kiinteistösijoitussektorin toimialakohtaisten non-IFRS-tunnuslukujen standardoiminen osaksi IFRS-standardistoa raportoinnin arvorelevanttiutta ja laatua? Tähän olen etsinyt vastauksia tutkielmassa käyttäen tutkimusmetodina kirjallisuuskatsausta aihealueen tutkimusartikkeleita kriittisesti analysoiden. Koen löytäneeni vastauksia tutkimuskysymykseeni aiheen kirjallisuudesta ja lisäksi tietoa vapaan non-IFRS-raportoinnin vaikutuksista luottamukseen ja vertailukelpoisuuteen. Aiemmista tutkimustuloksista on myös tehtävissä johtopäätöksiä keinoista, joilla tilannetta voisi parantaa tulevaisuutta ajatellen. Ennen tutkimuksen toteuttamista oletukseni olivat, että vaatimukset ja velvoitteet non-IFRS-raportoinnille olisivat kiinteistösijoitussektorilla tiukempia ja täten yhtiöiden vertailukelpoisuus suoraviivaisempaa. Koin myös yllättäväksi sen, kuinka vähäiseksi sääntelyn määrä on jäänyt ja täten aukko opportunistiselle käyttäytymiselle on pysynyt auki huolimatta kiinteistösijoitussektorin toimialakohtaisista ohjeistusponnisteluista.

Kirjallisuudesta on todettavissa, että standardointisuuntainen kehitys lisäisi sektorin raportoinnin arvorelevanttiutta ja laatua. Kirjallisuus antaa yleisesti sellaisen kuvan, että on olemassa tarve lisätä toimialakohtaisten non-IFRS-tunnuslukujen raportoinnin vertailukelpoisuutta ja luotettavuutta. Luotettavuuteen vaikuttaa osaltaan läpinäkyvyys ja johdonmukaisuus, sekä todelliseksi ilmiöksi todistettu johdon opportunistinen julkaisukäyttäytyminen. Toimialakohtaisen ohjeistuksen on todettu vähentävän mainittua johdon opportunistista julkaisukäyttäytymistä, sekä parantamaan non-IFRS-raportoinnin laatua ja informatiivisuutta. Raportoinnin yhdenmukaisuus kuitenkin kärsii, kun ohjeistuksen noudattaminen ei ole velvoitettua. Tämä pienentää toimialan sisäistä yhtiöiden vertailukelpoisuutta ja non-IFRS-tunnuslukujen luotettavuutta ja täten täydet yhdenmukaistamisen hyödyt jäävät todennäköisesti saavuttamatta. EPRA:n toimialakohtainen ohjeistus on siis ollut hyödyllinen, mutta ei vielä riittävä.

4.1 Johtopäätökset

Tutkimustulosten pohjalta voisi vetää johtopäätöksen, että standardointi suuntana on oikea ja velvoittavuuden lisääminen kasvattaisi edelleen kiinteistösijoitussektorin toimialakohtaisten non-IFRS-tunnuslukujen raportoinnin arvorelevanttiutta ja laatua. Sidosryhmien harjoittaman non-IFRS-tunnuslukujen arvioimisen mielekkyys todennäköisesti lisääntyisi kasvaneen vertailukelpoisuuden ja luottamuksen tuloksena. Täten yhtiöiden valuaation toteutuminen markkinoilla voisi olettaa olevan entistä tehokkaampaa ja todenmukaisempaa. Tämän aikaansaamiseksi, ottamatta tarkemmin kantaa toteutustapoihin, tulisi standardien laatijoiden luoda toimiva sääntelykehikko kiinteistösijoitussektorin toimialakohtaisten non-IFRS-tunnuslukujen raportoinnin ympärille. Tällä olisi oletettavasti positiivinen vaikutus myös IFRS:n uskottavuuteen ja eheyteen kirjallisuudessa todettujen mainehaittahuolien laskiessa.

4.2 Pohdinta

Sääntelykehikon luomisessa nousee esiin monia kysymyksiä: Mitkä non-IFRS-tunnusluvut tulisi standardoida raportoinnin arvorelevanttiuden ja laadun parantamisen maksimoimiseksi? Mitkä luvut olisivat kaikille toimialan yhtiöille valideja raportoida? Tulevaisuudessa näihin kysymysten miettiminen olisi olennaista standardien laatijoiden näkökulmasta, jotta mahdollisesti luotava sääntely olisi mahdollisimman hyödyllistä. Ensimmäisenä tulee mieleen tässäkin tutkimuksessa vahvasti esillä ollut non-IFRS-tunnusluku: EPRA-tulos. EPRA-tuloksen voidaan sanoa olevan tärkein Euroopan kiinteistösijoitussektorilla käytetty non-IFRS-tunnusluku, joka olisi todennäköisesti kaikille toimialan yhtiöille validi raportoida. IASB:n olisi siis hyvä saada vastauksia siihen, mitä lukuja tulisi ”pakollisuuden” alaisuuteen sisällyttää tai mitkä olisivat ylipäätään parhaat toteutustavat sääntelyn

kiristämisessä. Olisiko yhteistyö EPRA:n kanssa hyödyllistä sääntelyn luomisprosessissa?

Tutkimukseen käytetyssä kirjallisuudessa oli seassa tutkimusta non-IFRS-tunnusluvuista laajempana ilmiönä liittyen niiden arvorelevanttiuteen suhteessa yleisesti hyväksyttyihin tilinpäätösnormistoihin. Non-IFRS-tunnusluvut eivät ole arvorelevantimpia mittareita vain kiinteistösijoitussektorilla, vaan sama pätee myös monilla muilla toimialoilla. Eri toimialoilla on omat ominaispiirteensä, jotka vaikuttavat raportoituihin non-IFRS-tunnuslukuihin. Olisi mielenkiintoista saada tutkimustietoa eri toimialojen tilanteista ja selvittää, olisiko samankaltainen kehitys non-IFRS-tunnuslukujen standardoimisessa perusteltua myös muissa konteksteissa.

5. Lähteet

Albring, S. M., Cabán-García, M. T., & Reck, J. L. (2010). The value relevance of a non-GAAP performance metric to the capital markets. *Review of Accounting and Finance*, *9*(3), 264–284. https://doi.org/10.1108/14757701011068066

Baik, B., Billings, B. K., & Morton, R. M. (2008). Reliability and transparency of Non-GAAP disclosures by Real Estate Investment Trusts (reits). *The Accounting Review*, *83*(2), 271–301. https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.2.271

Best practices recommendations - EPRA. (2017). https://www.epra.com/application/files/1215/0366/6105/EPRA_BPR_QA_2017.pdf

Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E., & Mergenthaler, R. D. (2004). Empirical evidence on recent trends in Pro Forma Reporting. *Accounting Horizons*, *18*(1), 27–43. https://doi.org/10.2308/acch.2004.18.1.27

Cheng, K., Tavakolifar, M., & Ullah, B. (2023). A contrast of the popularity and the interpretation of non-GAAP earning disclosures in different industries. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, *35*(1), 92–109. https://doi.org/10.1002/jcaf.22652

EPRA BPR Guidelines. (2022, February). https://www.epra.com/application/files/4116/7387/3193/EPRA_BPR_Guidelines.pdf

EPRA NAV FAQ. https://www.epra.com/application/files/7816/4743/5836/EPRA_FAQ_-_FINAL_version.pdf

Financial reporting. EPRA. (2022, March 16). https://www.epra.com/finance/financial-reporting

Gee, K. H., & Park, K. J. (2023). On the potential outcomes of standardizing Non-GAAP financial measures: Evidence from the REIT industry. *SSRN Electronic Journal*. https://doi.org/10.2139/ssrn.4560340

Glossary of REIT terms. REIT Term Glossary: Learn real estate, investing, and more. https://www.reit.com/what-reit/glossary-reit-terms

Henry, T. F., Wertz, R. R., & Rosenthal, D. A. (2020). The gap between GAAP and non-GAAP. *The CPA Journal*, *90*(2), 60-65.

https://www.proquest.com/scholarly-journals/gap-between-gaap-non/docview/2354854560/se-2

Janin, R., & Disle, C. (2020). The value relevance of Non-GAAP earnings: The case of EPRA earnings for European Real Estate Investment Trusts (REITS). *SSRN Electronic Journal*. https://doi.org/10.2139/ssrn.3647366

Jeanjean, T., Martinez, I., & Davrinche, G. (2018). *Non-IFRS disclosure and income statement disaggregation*. Available at SSRN 3299353.

National Association of Real Estate Investment Trusts. (2022). *What is a REIT?* https://www.reit.com/what-reit

Ortega, X. (2017). A review of IFRS and U.S. GAAP convergence history and relevant studies. *International Business Research*, *10*(9), 31. https://doi.org/10.5539/ibr.v10n9p31

Venter, E. R., Emanuel, D., & Cahan, S. F. (2014). The value relevance of mandatory non-GAAP earnings. *Abacus*, *50*(1), 1–24. https://doi.org/10.1111/abac.12020

Young, S. (2014). The drivers, consequences and policy implications of non-GAAP Earnings reporting. *Accounting and Business Research*, *44*(4), 444–465. https://doi.org/10.1080/00014788.2014.900952

6. Liitteet

Liite 1.

Table 2. Statistics on observations by country

Country	Companies	Observations	Average total assets (Millions €)	Investment properties[a]	% EPRA earnings[b]	% EPRA member[b]
UK	37	246	2881.91	79.56%	84.15%	66.26%
France	20	120	5944.69	82.44%	46.67%	41.67%
Sweden	11	73	2770.77	94.06%	28.77%	27.40%
Belgium	10	70	1271.94	94.44%	74.29%	64.29%
Germany	9	55	6244.64	88.49%	61.82%	96.36%
Netherlands	5	34	2664.08	92.34%	94.12%	100.00%
Austria	4	26	5156.53	75.35%	38.46%	80.77%
Spain	5	20	4563.50	78.66%	80.00%	65.00%
Italy	2	12	3273.51	86.14%	75.00%	50.00%
Irland	2	9	1147.89	86.10%	100.00%	44.44%
Finland	1	6	1451.94	89.36%	83.33%	0.00%
Greece	1	6	894.77	82.55%	0.00%	0.00%
Luxemburg	1	3	2583.60	89.71%	0.00%	0.00%
Total	108	680	3142.29	84.69%	66.32%	60.15%

Notes :
[a] calculated as a percentage of total assets
[b] calculated as a percentage of total observations

Lähde: (Janin & Disle, 2020)