



Aalto-yliopisto
Kauppakorkeakoulu

Tilinpäätösinformaation sisällön vaikutus markkinoihin - suomalaisten pörssiyhtiöiden tulevaisuudennäkymät vuosille 2008-2012

Laskentatoimi

Maisterin tutkinnon tutkielma

Kati Ovaska

2013

Laskentatoimen laitos
Aalto-yliopisto
Kauppakorkeakoulu

Tekijä Kati Ovaska

Työn nimi Tilinpäätösinformaation sisällön vaikutus markkinoihin –
suomalaisten pörssiyritysten tulevaisuudennäkymät vuosille 2008–2012

Tutkinto Kauppatieteiden maisteri

Koulutusohjelma Laskentatoimi

Työn ohjaaja Seppo Ikäheimo

Hyväksymisvuosi 2013**Sivumäärä** 84**Kieli** Suomi

Tiivistelmä

Tämä tutkielma pyrkii vastaamaan kysymykseen, onko tulevaisuudennäkymien sisällöllä informaatioarvoa arvopaperimarkkinoilla. Tutkielman osana tehdyn tutkimuksen tarkoituksena on pureutua tilinpäätöstiedotteissa ilmaistuihin tulevaisuudennäkymien sisältöön: mitä ennustetaan, millä perusteella ja kuinka vahva näkemys on. Lisäksi tarkoituksena on selvittää onko tuolla sisällöllä vaikutusta osaketuottoon niin, että se poikkeaa markkinoiden tuotosta.

Tutkimusaineisto koostuu 96:sta NASDAQ OMX Helsinkiin listatun yrityksen tulevaisuudennäkymistä vuosille 2008–2012. Näin ollen yritysten tulevaisuudennäkymiä heijasteleva kvalitatiivinen aineisto kerättiin manuaalisesti kunkin yhtiön tilinpäätöstiedotteista vuosina 2007–2011. Numeerinen data hankittiin Thomson One Banker Worldscope -tietokannasta.

Tulevaisuudennäkymien sisällön kategorisointi on tehty hyödyntäen Stephen E. Toulminin (2003) argumentaatiomallia. Markkinoiden epänormaalin tuoton laskemiseksi on käytetty soveltaen muun muassa Brownin & Warnerin (1985) tunnetuksi tekemää tapahtumatutkimusta (Event Study). Informaation asymmetriaan ja markkinoiden tehokkuuteen perustuvan teoreettisen viitekehityksen sekä aikaisemman tutkimuksen perusteella muodostettujen hypoteesien toteutumista on tarkasteltu lineaarisen regressioanalyysin avulla.

Aineistoa analysoidessa havaittiin, että yritykset antoivat positiivisia ennusteita selkeästi enemmän kuin negatiivisia. Huomattavaa on, että ennustetta liikevaihdolle tai kannattavuudelle ei pystytty tunnistamaan noin kolmannekselle yrityksistä. Vuodelle 2009 annetut ennusteet ovat poikkeus monessa suhteessa, mitä voidaan selittää maailman talouden tilanteella. Kaiken kaikkiaan ennusteita perusteltiin keskimäärin aavistus enemmän ulkoisilla kuin sisäisillä syillä ja niiden voidaan nähdä olevan yhteydessä etenkin liikevaihdon ennusteiden kanssa. Tätä näkemystä tukee myös toimialojen välinen vertailu. Regressioanalyysin tilastollisten merkitsevyyksien perusteella liikevaihdon ennusteet vaikuttivat olevan vahvemmin argumentoituja kuin kannattavuuden. Tulosten mukaan sekä positiivisilla että negatiivisilla ennusteilla on odotetunlainen vaikutus osaketuottoon. Yllättävää on kuitenkin se, että negatiivista ennustetta perusteltaessa ulkoisilla syillä tai sen argumentaation ollessa vahvaa tai keskivahvaa, osaketuotto kääntyy positiiviseksi. Kannattavuuden osalta tulokset indikoivat samaa negatiivisten ja ulkoisten syiden vaikutusta, mutta muuten tilastollisesti merkitseviä tuloksia ei saatu. Regression tuloksia tulee arvioida kriittisesti, sillä mallin selityksasteet merkitsevyyksineen ovat heikkoja.

Avainsanat tulevaisuudennäkymät, informaation asymmetria, vapaaehtoinen tiedottaminen, argumentaatio, sisällönanalyysi, tapahtumatutkimus

SISÄLLYSLUETTELO

1	JOHDANTO	1
1.1	Tutkielman tausta ja motivaatio	1
1.2	Tutkielman tarkoitus	3
1.3	Tutkielman toteuttaminen ja rakenne	4
2	TULEVAISUUDENNÄKYMISTÄ TIEDOTTAMINEN	6
2.1	Kansainvälinen näkökulma	8
2.2	Suomen lainsäädäntö	10
2.3	Muut sääntelyyn vaikuttavat tahot	12
2.4	Tiedonantovelvollisuuden tulevaisuus – uusi arvopaperimarkkinalaki	15
2.5	Tulevaisuudennäkymien institutionaalinen ympäristö	17
3	TIEDON MERKITYS ARVOPAPERIMARKKINOILLA	20
3.1	Rahoitusmarkkinoiden toiminta ja tehtävät	20
3.2	Markkinoiden tehokkuus ja tiedon merkitys	22
3.3	Epäsymmetrinen tieto	23
3.4	Vapaaehtoisen tiedottamisen teoriaa	26
3.4.1	Agenttiteoria	26
3.4.2	Signaaliteoria	28
3.4.3	Kilpailukustannusteoria	31
3.5	Teoreettinen viitekehys	32
4	HYPOTEESIT	34
5	AINEISTO JA MENETELMÄT	36
5.1	Aineisto ja rajaukset	36
5.2	Menetelmät	38
5.2.1	Toulmin argumentaatiomalli	39
5.2.2	Tapahtumatutkimus	41
5.3	Kvantitatiivinen analyysi	44
5.3.1	Muuttujat	44
5.3.2	Malli	46
6	TUTKIMUKSEN TULOKSET JA ANALYYSI	48
6.1	Aineiston sisällönanalyysia	48
6.1.1	Väite	53
6.1.2	Tieto	55
6.1.3	Yhteys - Argumentaatiovahvuus	57
6.2	Regressioanalyysi	59
6.2.1	H1: Väite	59
6.2.2	H2: Tieto	60
6.2.3	H3: Yhteys - Argumentaatiovahvuus	62
6.3	Rajoitukset	63
7	YHTEENVETO	65
7.1	Johtopäätökset	65
7.2	Jatkotutkimusmahdollisuudet	68
	LÄHTEET	70
	Liitteet	79

LIITTEET

Liite 1. Yritykset ja tilinpäätöstiedotteiden julkaisupäivät sekä epänormaalit tuotot vuosina 2008-2012.....	79
Liite 2. Nokian Renkaiden tulevaisuudennäkymät 2012	80
Liite 3. Ixonoksen tulevaisuudennäkymät 2011	81
Liite 4. Innofactorin tulevaisuudennäkymät 2009.....	81
Liite 5. Oral Hammaslääkäreiden tulevaisuudennäkymät 2008.....	82
Liite 6. Konecranesin tulevaisuudennäkymät 2008	83
Liite 7. Aspocomp Groupin tulevaisuudennäkymät 2011	84
Liite 8. Sopranon tulevaisuudennäkymät 2012	84

TAULUKOT, KUVIOT JA KAAVAT

Taulukko 1. Valittu aineisto rajauksineen.....	37
Taulukko 2. Ennusteen perusteet	40
Taulukko 3. Epänormaalit tuotot toimialojen havaintojen mukaan vuosina 2008–2012.....	48
Taulukko 4. Liikevaihdon ennusteet vuosina 2008–2012.....	53
Taulukko 5. Kannattavuuden ennusteet vuosina 2008–2012.....	53
Taulukko 6. Liikevaihdon ennusteen peruste vuosina 2008–2012	56
Taulukko 7. Kannattavuuden ennusteen peruste vuosina 2008–2012	56
Taulukko 8. Liikevaihdon ennusteen vahvuus vuosina 2008–2012	58
Taulukko 9. Kannattavuuden ennusteen vahvuus vuosina 2008–2012.....	58
Taulukko 10. Hypoteesin 1 tulokset.....	60
Taulukko 11. Hypoteesin 2 tulokset.....	61
Taulukko 12. Hypoteesin 3 tulokset.....	62
Kuvio 1. Tulevaisuudennäkymien institutionaalinen ympäristö.....	19
Kuvio 2. Pääoma- ja informaatiovirrat rahoitusmarkkinoilla	21
Kuvio 3. Taloudellisen informaation luonne tehokkailla markkinoilla	25
Kuvio 4. Tutkielman teoreettinen viitekehys	33
Kuvio 5. Havaintojen jakautuminen toimialoittain	37
Kuvio 6. Väite-tieto-yhteys –yksikkö	39
Kuvio 7. Tilinpäätöstiedotteen julkaisemisen aikaikkuna.....	43
Kaava 1. Epänormaali tuotto	43
Kaava 2. Kumulatiivinen epänormaali tuotto	43
Kaava 3. Hypoteesin 1 regressiolauseke	47
Kaava 4. Hypoteesin 2 regressiolauseke	47
Kaava 5. Hypoteesin 3 regressiolauseke	47

1 JOHDANTO

1.1 Tutkielman tausta ja motivaatio

Jos kaikki tieto yrityksestä olisi markkinoiden saatavilla, yrityksen fundamentaalinen arvo olisi yhtä suuri kuin sen markkina-arvo (Scott 2012, 200). Tämä tarkoittaisi sitä, että pörssinoteerattujen yrityksen osakkeita vaihdettaisiin aina todelliseen hintaan. Näin ei kuitenkaan ole, vaan yrityksen ja sen sidosryhmien välillä vallitsee tiedon epäsymmetria. Tästä tiedon epäsymmetriasta sekä johdon ja sijoittajien välisestä agenttiongelmasta johtuen taloudelliselle raportoinnille ja julkaisuille on tarvetta (Healy & Palepu 2001). Yrityksen tuottaman tiedon luotettavuuden varmentamiseksi on luotu niin ohjeistavia suosituksia kuin velvoittavia lakeja ja säädöksiä. Esimerkiksi kirjanpitolain (30.12.1997/1336; 3. luku, 1§) mukaan yrityksen on vuosittain lausuttava jotain omista tulevaisuudennäkymistään markkinnoilla, mutta sen sisältö on melko vapaa ja laajuus on yrityksen päätettävissä. Näin ollen vapaaehtoisen tiedottamisen merkitys korostuu ja useat teoriat esittävätkin motiiveja laajemman informaation julkaisemiselle (Khlifi & Bouri 2010). Vapaaehtoisella tiedottamisella on usein nähty olevan yhteys muun muassa osakkeiden likvidisyyteen, pääomakustannusten alenemiseen, institutionaaliseen omistajuuteen sekä yritystä seuraavien analyytikkojen määrään (Healy & Palepu 2001). Lisäksi on havaittu, että johdon näkemykset heijastuvat paremmin osakekurssikehitykseen (Diamond & Verrechia 1991).

Beyerin ym. (2010) toteuttama yhdysvaltalainen tutkimus paljastaa, että kun keskiverto yritys julkaisee taloudellisia tietojaan, markkinoiden kvartaalin osaketuoton varianssista lähes 30 prosenttia ilmenee sinä päivänä kun tieto julkaistaan. Tämä tarkoittaa sitä, että osaketuotoissa on selvää hajontaa verrattuna odotusarvoihin. Kun tarkastellaan vaikutusta tarkemmin käy ilmi, että yli puolet siitä (55,23 %) syntyy johdon ennusteista, muun informaatiovaikutuksen tullessa tulosjulkaisuista (19,49 %), analyytikkojen ennusteista (21,64 %) sekä SEC-tiedotteista (3,64 %). Tutkimuksen perusteella johdon näkemyksellä tulevaisuudesta on merkittävämpi vaikutus sijoittajien sijoituspäätösten ja siten osakkeiden hinnanmuodostuksen kannalta kuin historiallisella tilinpäätös- tai muulla informaatiolla. Tulos on mielenkiintoinen sillä, tulevaisuudennäkymien ennustaminen on aina jokseenkin spekulatiivista ja epävarmaa, kun taas historiallinen informaatio on pääasiallisesti luotettavaa ja objektiivisesti

todennettavissa (Kaakkola 2012). Toteutuneita tuloksia pidetään siis luotettavampina, mutta tulevaisuudennäkymiä merkittävämpinä – molempia tarvitaan markkinoiden vakuuttamiseksi. Sijoittajaviestinnän konsultointiyritys IRMA Advisorsin toimitusjohtaja Marjatta Virtasen kommentti Ekonomi-lehdessä (Rämö 2011) vahvistaa tämän näkemyksen:

”Jos ei osaa kommunikoida tuloskehitystään ja tulevaisuudennäkymiään, sijoittajat liittävätkin yritykseen riskiä, eikä arvo ole siinä missä ehkä todellisuudessa pitäisi.”

Tulevaisuudennäkymiä on tutkittu paljon vapaaehtoisen tiedottamisen näkökulmasta (mm. Chow & Wong-Boren 1987; Craven & Marston 1999; Ahmed & Curtis 1999). Näissä tutkimuksissa keskitytään muun muassa siihen, kuinka laajaa ja laadukasta tiedottaminen on verrattuna yrityksen ominaisuuksiin (esim. koko tai pääomarakenne). Laatua ja laajuutta pystytään mittaamaan muun muassa hyödyntämällä tiedottamisindeksiä (mm. Botosan 1997). Menetelmän mukaan laatua mitataan määrittelemällä kertoimia kuten kannattavuus, tehokkuus ja toiminnan laajuus, joiden korrelaatiota arvioidaan yrityksen ominaisuuksiin verrattuna. Tiedottamisen laajuuden määritelmänä on usein sanamäärä. Laadun mittareina tunnusluvut ovat jokseenkin huonoja indikoimaan informaation sisällöstä mitään, sanamäärän merkityksestä puhumattakaan. Tiedottamisen näkökulman lisäksi erityyppisestä informaatiosta johtuvia markkinareaktioita on tutkittu paljon. Nämä rahoitusmarkkinalähtöiset tutkimukset ovat ottaneet hieman enemmän huomioon jaetun tiedon sisältöä. Monet tutkimukset (mm. Milgrom 1981; Rennekamp 2012; Suijs 2005 & 2007) ovat keskittyneet esimerkiksi siihen, miten hyviin tai huonoihin uutisiin reagoidaan. Hyvin vähän on kuitenkin tutkittu sitä, mihin tuo hyvä tai huono uutinen perustuu.

Baginski ym. (2003) pyrkivät enemmän sisällölliseen analyysiin pohtiessaan, miksi johtajat selittävät antamiaannennusteita. He tulivat tulokseen, että esimerkiksi huonoa ennustetta, maksimiennusteita tai ison yrityksen ennusteita perustellaan enemmän. Lisäksi he totesivat, että perusteltaessa vaikutus osakekursseihin on yleensä suurempi. Tämä tutkimus perustui informaation olemassaoloon ja siihen, onko peruste yrityksen sisäisissä vai ulkoisissa syissä, eikä niinkään keskitytty kokonaisuuteen eli mitä ennustetaan, millä perusteella ja kuinka vahvaksi tuo yhteys muodostuu. Hursti (2011) pyrki omalla tutkimuksellaan vastaamaan tuohon kokonaisuuden kysymykseen. Hän selvitti case -tutkimuksella kuinka tärkeä yhteys väitetyn ennusteen ja sitä tukevan aineiston välillä on. Tulosten perusteella, vahva argumentointi ja yhteys ennusteen ja aineiston välillä voidaan nähdä merkinä luotettavasta

informaatiosta. Tähän tulokseen päädyttiin, koska heikomman argumentoinnin yritys joutui myöhemmin samana vuonna antamaan tulosvaroituksen. Voisiko olla, että selkeä ennuste perusteineen luo vahvan näkemyksen tulevasta, jolloin vaikutus nähdään markkinoilla? Ja puolestaan heikko näkemys jää markkinoille arvoitukseksi, koska epämääräiselle ennusteelle ei ole perustetta? Tämä tutkielma pyrkii vastaamaan muun muassa näihin edellä nostettuihin kysymyksiin.

1.2 Tutkielman tarkoitus

Johdon antamia ennusteita ei ole tutkittu argumentaation näkökulmasta kvantitatiivisesti niin, että analysoidaan yksityiskohtaisesti sisältöä. Tästä syystä tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää:

Onko tulevaisuudennäkymien sisällöllä informaatioarvoa markkinoilla?

Tarkemmin ottaen tutkimus pyrkii selvittämään, mukailevatko markkinoiden reaktiot suoraan väitettyä ennustetta, onko tueksi esitetyllä tiedolla mitään relevanssia ja onko ennusteen ja annetun tiedon yhteydellä merkitystä? Tämä on mielenkiintoista sen takia, että tulevaisuuden ennustaminen vaihtelee hyvin paljon yrityksiä vertaillessa niin laadussa kuin laajuudessaakin. Toiset yritykset kertovat tarkkoja ja selkeitä määräennusteita muun muassa liikevaihdosta, -tuloksesta tai marginaaleista. Näitä numeerisia ennusteita voidaan tukea vielä sanallisilla selvityksillä. Toiset puolestaan esittävät epämääräisiä näkemyksiä, mikä toisaalta voi usein olla harkittua.

Yritysten tulevaisuudennäkemyksistä on tehty jonkin verran sisältöön pureutuvaa tutkimusta. Samantyyppisestä aiheesta onkin tulossa väitöstutkielma Kristian Hurstilta. Hän tutkii tulevaisuudennäkymiä puolivuotiskatsauksissa eurooppalaisella aineistolla. Hursti (2013) pyrkii selvittämään ennusteen argumentaatiovahvuuden, ennusteen tiedon perusteen ja ennusteen väittämän suunnan yhteyttä ennusteen osuvuuteen (Accuracy). Tässä tutkimuksessa puolestaan selvitetään ennusteen vaikutusta tuottoihin, ja edelleen tarkastellaan poikkeako tuo tuotto markkinoiden tuotosta. Tietävästi vastaavantyyppistä tutkielmaa ei ole aiemmin tehty. Ainutlaatuisen tutkimuksesta tekee myös se, että se toteutetaan suomalaisella aineistolla. Suomalaisten tilinpäätöstiedotteiden käyttäminen on luonnollista myös siitä

syystä, että minimoidaan mahdolliset kielen käyttöön liittyvät ymmärrysvirheet, onhan tutkimuksessa kyse argumentaation kautta luokiteltavasta informaatiosta. Kaiken kaikkiaan Suomi markkina-alueena on todennäköisesti monelle tutkielmaa lukevalle kiinnostavaa ja näin valinta onkin looginen käytännön kannalta.

Tutkimuksesta on hyötyä markkinoiden informaationkäyttäjille, koska se auttaa ymmärtämään tulevaisuudennäkymien merkitsevyyttä. Eri sidosryhmät voivat kriittisesti arvioida kuinka suurta luottamusta yrityksen tuottama informaatio tulevaisuudesta todella herättää. Onko edes olennaista, että yritys julkaisee näkemystään tulevaisuudesta? Tämä saattaa luoda tarpeen esittää kysymyksen, että onko tiedonantovelvollisuus tulevaisuudennäkemyksien osalta liian heikkoa? Tulisiko läpinäkyvyyttä hakea luomalla tarkempaa ohjeistusta? Lisäksi tutkielma käsittelee aihetta, jonka taustalla nousevat kysymykset sijoittuvat akateemisessa maailmassa monen liiketoiminnan osa-alueen rajapintaan ja näin ollen sen toivotaan kiinnostavan niin rahoituksen, laskentatoimen kuin viestinnän akateemikkoja.

1.3 Tutkielman toteuttaminen ja rakenne

Tutkielman kirjallisuuskatsauksella pyritään kattamaan eri näkökulmien yhteys aiheeseen. Luvussa kaksi, hahmotellaan tutkimuksen institutionaalinen ympäristö. Tämä tarkoittaa sitä, että tulevaisuudennäkymistä tiedottamista käydään läpi kansainvälisen näkökulman, Suomen lainsäädännön sekä Finanssivalvonnan ja Helsingin pörssin sääntöjen kautta. Luvussa kolme yhdistyvät rahoitusmarkkinat ja vapaaehtoinen tiedottaminen. Teorian kautta selvitetään, mikä merkitys tiedolla on ja miksi tulevaisuudennäkymistä tiedotetaan. Aiemman tutkimuksen ja aiheelle relevanttien teorioiden pohjalta luodaan viitekehys, jonka perusteella jatketaan kohti tutkimuksen empiiristä osaa. Luvussa neljä käydäänkin läpi tutkimuksen hypoteesit.

Luvussa viisi esitellään tutkielman aineisto ja menetelmät. Tutkimuksen empiirisen osuuden toteutus on kaksiosainen. Ensimmäisen osuuden tarkoituksena on tarkastella suomalaisten NASDAQ OMX Helsingissä listattujen pörssiyhtiöiden johdon näkemyksiä tulevaisuudesta tilinpäätöstiedotteista aikavälillä 2007–2011. Tämä tarkoittaa sitä, että todellisuudessa tarkastellaan ennusteita vuosille 2008–2012. Aineistosta rajataan pois muutamia yrityksiä muun muassa toiminnan luonteen, erityissäädösten ja vertailtavuuden takia. Ennusteet

tilinpäätöstiedotteista kategorisoidaan hyödyntäen Toulminin argumentaatiomallia, niin että tekstistä erotetaan väite, sen tueksi mahdollisesti annettu tieto sekä näiden yhteys (Hursti 2011). Väitteet luokitellaan positiiviseen, tasaisen ja negatiivisen ennusteen perusteella, väitettä voidaan tukea yrityksen sisäisillä ja/tai ulkoisilla syillä sekä edelleen näiden perusteella muodostuu yhteys vahvaksi, jokseenkin selkeäksi tai lähinnä intuitiiviseksi (ks. Hursti 2013). Tiedon kategorisointi tuottaa regressiomalliin selittävät tekijät.

Empiirisen osuuden toisessa vaiheessa hyödynnetään tapahtumatutkimuksen menetelmää (mm. Brown & Warner, 1985; MacKinlay 1997). Sen tarkoituksena on mitata yrityksen osakemarkkinoiden tuottoa tilinpäätöstiedotteiden julkaisupäivänä sekä kahtena kaupankäyntipäivänä ennen ja jälkeen luoden tapahtumaikkunan. Tätä aikaikkunan tuottoa verrataan Helsingin pörssin yleiseen tuottoon (OMX Helsinki GI), jonka perusteella saadaan selville mahdollinen epänormaali tuotto ja edelleen se tulee olemaan regressioanalyysissä selitettävä tekijä. Jotta malli pystyisi selittämään tulevaisuudennäkymien vaikutusta parhaalla mahdollisella tavalla, yrityksen koko sekä mahdollinen tulosvaikutus on kontrolloitu ja jätetty pois analyysistä.

Luvussa kuusi käsitellään tutkimuksen tuloksia. Ensiksi esitetään yritysten tulevaisuudennäkymien sisältöanalyysia ja kuvaillaan aineistoa argumentaatiomallin avulla. Toiseksi esitellään regressioanalyysin tulokset ja analysoidaan asetettuja hypoteeseja. Lisäksi luvussa käsitellään tutkielman rajoituksia. Luvussa seitsemän tehdään yhteenvetoa tutkielmasta ja pohditaan tutkielman lisäarvoa sekä ehdotetaan mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

2 TULEVAISUUDENNÄKYMISTÄ TIEDOTTAMINEN

Tiedonantovelvollisuudella pyritään siihen, että sijoittajien näkemys yhtiön taloudellisesta tilanteesta ja tulevaisuudesta on yhtiön julkistaman tiedon perusteella sama kuin yritysjohdon näkemys, pois lukien yritysjohdolla oleva sisäpiiritieto (Virtanen 2010, 216). Tiedonantovelvollisuuden varsinaisena tavoitteena on antaa sijoittajille tiedot, joita he tarvitsevat tehdäkseen perustellun arvion osakkeen arvosta (Huovinen 2004, 7). Todellisuudessa yrityksen johdolla ei välttämättä ole kannustimia täsmällisen tiedon antamiseen tai toisaalta johdolla saattaa olla motiiveja lausua tulevaisuudesta liiankin optimistisesti. Kumpikaan vaihtoehto ei ole tavoitteen mukainen, jolloin arvopaperimarkkinoiden sääntelylle on tarvetta.

Huovinen (2004, 7-8) jaottelee tiedonantovelvollisuuden sääntelyn tavoitteet seuraavasti:

- 1) *Suojelutavoitteen* mukaan tiedonantovelvollisuuden tavoitteena on antaa turvaa sijoittajille tasoittamalla yhtiön tiedollista ylivoimaa. Sääntelyn tavoite on siis kompensoida muutoin puutteellisia tietoja ja varmistaa, että tieto markkinoilla on käytettävissä samanaikaisesti.
- 2) *Tietojen hankkimiskustannusten alentamistavoitteen* pyrkimyksenä on alentaa sijoittajille tiedon hankkimisesta aiheutuvia kustannuksia. Tiedottamista voidaan ajatella ikään kuin julkishyödykkeenä, josta hyötyvät kaikki, myös itse yhtiö sijoittajien kasvaneena luottamuksena.
- 3) *Riittävien ja oikeiden tietojen tavoite* tarkoittaa sitä, että tiedonantovelvollisuuden tavoitteena on antaa sijoittajille oikeat ja riittävät tiedot yhtiöstä ja ohjata näin sijoittajien käyttäytymistä niin, että he tietäisivät paremmin, mihin heidän kannattaa tai ei kannata sijoittaa.
- 4) *Virheellisten tietojen leviämisen estämistavoite* merkitsee sitä, että tiedonantovelvollisuudella pyritään vähentämään virheellisten tietojen leviämistä sekä yhtiöiden mahdollisuuksia johtaa sijoittajia harhaan arvopaperimarkkinoilla. Sijoittajien on voitava täysin luottaa yhtiön antamiin tietoihin ja edelleen yhtiön ajaessa omia etuja, ne eivät saa olla vastoin muiden toimijoiden kanssa yhteisiä etuja, jotka yhtiöllä on muiden siellä toimivien kanssa.

- 5) *Markkinoiden tehostamistavoitteen* mukaan tietojen julkistamisen katsotaan luovan perustan sijoittajan arviolle arvopaperista ja antavan mahdollisuuden omilla ratkaisuillaan vaikuttaa arvopaperin hintakehitykseen. Mitä useampi sijoittaja käy kauppaa arvopaperilla, sitä enemmän erilaiset käsitykset tulevat vaikuttaneeksi arvopaperin arvoon.

Tähän lukuun on koottu tulevaisuudennäkymien tiedottamiseen liittyviä lakeja, säädöksiä ja ohjeistusta, joka pyrkii vastaamaan tiedonantovelvollisuudelle annettuihin tavoitteisiin. Tulevaisuudennäkymiä tarkastellaan niin kansainvälisen kuin kansallisen sääntelijöiden näkökulmista. Sääntelyä hoitavat muun muassa kansainväliset tilinpäätöslautakunnat IASB:n¹ ja FASB:n² sekä yhdysvaltain arvopaperikomissio SEC:n³ sekä Euroopan Unioni tiedottamisvelvollisuuden säännöstellään. Todettakoon, että käytännön ohjeistukset ovat luotu ennemmin toiminnan tueksi, kun mitä lait sitovuudellaan velvoittavat yrityksiä noudattamaan. Ennen kaikkea yritysten tulisi noudattaa toimintamaan edellyttämää lainsäädäntöä, kuten IASB huomauttaa. Suomessa kyseeseen tulevat muun muassa arvopaperimarkkina- ja kirjanpitolaki, jotka vaativat yrityksiltä tulevaisuudennäkymiin liittyvää tiedottamista.

Arvopaperimarkkinoita koskevalle sääntelylle on tyypillistä, että markkinoita valvova viranomainen (Suomessa Finanssivalvonta) täsmentää antamiensa normien, tulkintojen ja ohjeiden avulla lainsäädännön asettamien vaatimusten sisältöä. Sääntelyn sisältöä arvioitaessa on huomioitava myös listattuja yhtiöitä velvoittavat arvopaperipörssin säännöt. Monet aihepiiriä määrittävät laintasoiset säännökset ovat kuitenkin sisällöllisesti avoimia ja vähäsisältöisiä (Kaakkola 2012.) Kaiken kaikkiaan edellä mainitut tahot ovat hyvin linjassa toistensa kanssa, joskin jokainen tuo hiukan omaa näkemystä aiheeseen. Huomattavaa on, että vuoden 2013 alussa tuli voimaan uusi arvopaperimarkkinalaki, jota sekä Finanssivalvonta että Kirjanpitolautakunta ovat omalta osaltaan kommentoineet. Tämän tutkielman aineiston keskittyessä vuosien 2007–2011 tilinpäätöstiedotteisiin, on järkevämpää tarkastella aiempaa sääntelyä. Uuden arvopaperimarkkinalain muutoksia käsitellään kuitenkin lyhyesti luvussa 2.4.

¹ International Accounting Standards Board

² Financial Accounting Standards Board

³ U.S. Securities and Exchange Commission

2.1 Kansainvälinen näkökulma

Varsinaisesti yhtenäistä kansainvälistä lainsäädäntöä ei ole siitä, mitä, miten tai millä tarkkuudella yritysten tulisi tulevaisuudestaan kertoa. Monet yksittäiset maat, kuten Yhdysvallat, Kanada ja Saksa, ovat kuitenkin jo pitkään vaatineet, että johdon on esitettävä näkemyksiään koskien yrityksen tulevaisuudennäkymiä ja muita seikkoja. Kohta, jossa tulevaisuudennäkymistä tiedotetaan, vaihtelee tiedotteesta toiseen. Mainittakoon, että esimerkiksi Yhdysvalloissa käytetään johdon puheenvuoro ja analyysi -osiota, toisaalta tulevaisuudennäkymiä voidaan kommentoida johdon katsauksessa tai kuten Suomessa, ennuste tulee antaa toimintakertomuksessa. Ovatko säännökset lakisääteisiä vai edellyttääkö jokin muu taho tiedottamista, vaihtelee maasta toiseen. Ehkä vahvimpia kansainvälisiä sääntelijöitä on Yhdysvalloissa FASB ja SEC sekä Euroopassa IASB, jonka lisäksi EU:n komission direktiivisäännöksiä kautta vaikutetaan kansalliseen lainsäädäntöön. Kuitenkaan esimerkiksi FASB ei sinällään vaadi johdon tekemää analyysiä ja selostusta, eikä siihen ole kirjanpidollista lainsäädäntöä, vaan vaatimus tulee SEC:ltä. (Troberg 2007, 199–205.) SEC:n sääntelyn tarkoituksena on ollut muun muassa suojata niin liikkeellelaskijaa kuin sijoittajaa ja näin ollen se saavuttaa hyvin kattavasti Huovisen (2004, 7-8) tiedonantovelvollisuudelle määrittelemät tavoitteet. Yhdysvaltain arvopaperimarkkina-lainsäädännössä (Securities Act of 1933) onkin onnistuttu määrittelemään tulevaisuudennäkymät melko tarkasti ja sen perusteella saa hyvän kuvan siitä, mitä yrityksiltä odotetaan tulevaisuudennäkymistä tiedottaessa.

Eurooppalaiset instituutiot eivät ohjeista tulevaisuudennäkymien tiedottamista niin tarkasti verrattuna Yhdysvaltojen sääntelyyn. IASB:n julkaisemia tilinpäätöksen laatimista ja esittämistä koskevia yleisiä perusteita pidetään toimintakertomuksen laatimisen pohjana ja näin ollen soveltaen myös tulevaisuudennäkymien kommunikoimisen lähtökohtana. Yleiset perusteet sisältävät tilinpäätösinformaation neljä laadullista ominaisuutta, jotka ovat ymmärrettävyys, merkityksellisyys sisältäen olennaisuuden periaatteen, luotettavuus sisältäen varovaisuuden periaatteen sekä vertailukelpoisuus. Nämä periaatteet edellyttävät muun muassa, että annettujen tietojen on perustuttava tosiasioihin ja että vain liiketoiminnan kannalta olennaiset asiat esitetään. (Fivan standardi 5.1, 2008.) Vastaavia periaatteita tulee noudattaa myös annettaessa tulosenusteita muissa yhteyksissä kuin toimintakertomuksessa (Fivan standardi 5.2b, 2005).

IASB on myös antanut vapaaehtoisesti hyödynnettävän ohjeistuksen, joka on linjassa yleisiin periaatteisiin ja muihin asetettuihin standardeihin nähden. Ohjeistuksen tarkoituksena on asettaa johdon näkemyksille toimintaperiaatteita, laadullisia ominaisuuksia ja elementtejä, jotka ovat tarvittavia tuottaessa informaatiota sitä hyödyntäville sidosryhmille. Ohjeistuksessa ei oteta kantaa siihen, mitkä yritykset ovat julkistamisvelvollisia, kuinka usein tai miten sen oikeellisuus tulisi varmentaa. Muotoon tai sisältöön ei niinkään tarkasti puututa, mutta ohjeistuksessa todetaan, että johdon tulisi ottaa kantaa trendeihin ja tekijöihin, joilla on todennäköisesti vaikutusta yrityksen tulevaan toimintaan, asemaan ja kehitykseen. Näiden perusteella pitäisi pyrkiä lausumaan konkreettisesti tulevaisuudennäkymistä. (IFRS⁴ Practice Statement 2010.) Pää tarkoitukseltaan ohjeistus on siis samantyyppinen mitä SEC arvopaperimarkkinoillaan olevilta yrityksiltä vaatii. Sen mukaan yrityksen on arvioitava tekijöitä ja trendejä, joilla odotetaan olevan olennaista vaikutusta yrityksen taloudelliseen tilaan tai tulokseen tulevaisuudessa (Troberg 2007, 119–122).

IASB:n ohjeistuksessa on kuitenkin havaittavissa käyttäjäkeskeistä näkökulmaa, sillä yritysten olisi hyvä tuoda esiin tietoa, jota ei välttämättä taloudellisista luvuista pysty havaitsemaan. Näitä ovat muun muassa riskit, niiden hallinta ja vaikutus tulevaisuuteen sekä taseen ulkopuoliset resurssit ja tekijät, joilla voi olla vaikutuksensa yrityksen toimintaan. Johdon näkemyksillä tulevasta korostetaan kuitenkin ennen kaikkea sitä, että tuodaan esille tavoitteet ja strategia niiden saavuttamiseksi, jotta tiedon käyttäjä voi arvioida yrityksen suuntaa tulevaisuudessa. Ohjeistuksen mukaan yritys voi esittää joko sanallisia arvioita tai numeerisia ennusteita tulevasta, kunhan antaa perustelut, miksi näin oletetaan. On otettava huomioon, että tulevaisuudennäkymät ovat subjektiivisia ja niiden laatiminen vaatii ammatillista osaamista. Kuten muunkin taloudellisen tiedon kanssa, ohjeistuksen toivomuksena on, että se on selkeä, johdonmukainen ja vertailtavissa aiempaan. (IFRS Practice Statement 2010.)

Tulevaisuudennäkymien tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta keskeisin EU:n komission asettama direktiivi käsittelee muun muassa tiedon julkistamista ja säännöllistä tiedonantovelvollisuutta. Tämä vuonna 2004 laadittu avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisdirektiivi koskee säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeellelaskijoiden antamia tietoja. Avoimuusdirektiivin tavoitteena

⁴ International Financial Reporting Standards

on ollut Euroopan talousalueen säännöllisen tiedonantovelvollisuuden normien yhtenäistämisen lisäksi parantaa sijoittajansuojaa ja markkinoiden tehokkuutta. (Avoimuusdirektiivi 2004.) Vuonna 2010 direktiivin toimintaa tarkasteltiin ja esille tuli muutamia seikkoja myös tulevaisuudenennusteiden näkökulmasta. Selvitys kyseenalaisti tulevaisuudennäköymien esittämisen neljännesvuosittain, mutta korosti, että markkinat vaativat yksityiskohtaisempia sääntöjä osavuotisten (joihin tilinpäätöstiedotkin kuuluu) johdon selvitysten sisällöstä, jotta liikkeellelaskijoiden olisi helpompaa noudattaa sääntöjä ja julkistettavat tiedot olisivat helpommin ennakoitavissa. Lisäksi selvitys korostaa, että jäsenvaltiot voivat säätää tiukempia vaatimuksia halutessaan. (Avoimuusdirektiivin tarkastelu 2010.)

Vaikka kansainvälisesti yrityksiä velvoittavaa lainsäädäntöä tulevaisuudennäköymistä tiedottamiseen ei juuri ole, on ohjeistus melko selvää. Jos ja kun ennustetaan tulevaisuudennäkymiä, tulee niiden perustua joihinkin oletuksiin ja nämä on myös hyvä tuoda esille. Ennusteen toteutuminen tulisi olla enneminkin todennäköistä kuin mahdollista. Realistinen ennuste suojaa myös yritystä, kun markkinat voivat luottaa tietoon, joka on objektiivista eikä johda sijoittajaa harhaan. Näin ollen ohjeistus itse asiassa pyrkii ajamaan molempien osapuolten, niin tiedon tuottajan kuin käyttäjän etua, kuten tiedonantovelvollisuuden tarkoitus on.

2.2 Suomen lainsäädäntö

Arvopaperimarkkinalain (26.5.1989/495) mukaan yrityksillä on sekä säännöllinen että jatkuva tiedonantovelvollisuus. Säännöllistä tiedottamista ovat kvartaalittaiset osavuosikatsaukset, tilinpäätöstiedote, tilinpäätös, toimintakertomus ja vuosikooste. Tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvien raporttien pääpaino on toteutuneissa luvuissa ja historiallisessa tiedossa, mutta tilinpäätöstiedon yhteydessä annetaan myös tulevaa kehitystä koskevia arvioita. Jatkuvalle tiedottamisella puolestaan tarkoitetaan muuta tarpeen mukaan tapahtuvaa pörssitiedottamista olennaisista asioista. Lähtökohta tiedonantovelvollisuudelle on, että julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeellelaskijan tulee julkistaa sellaiset tiedot, jotka ovat olennaisia vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Tulevaisuudennäköymien arvioimisesta säädetään niin säännöllisessä kuin jatkuvassa tiedonantovelvollisuudessa, joskin

tiedottamiseen liittyviä tulkintoja ja rajanvetoja joudutaan usein pohtimaan. (Karjalainen ym. 2008, 113 & 149.)

Arvopaperimarkkinalaki edellyttää, että listayhtiön on osavuosikatsauksen ja tilinpäätöstiedotteen selostusosassa arvioitava liikkeellelaskijan todennäköistä kehitystä kuluvana tilikautena siinä määrin kuin se on mahdollista. Lisäksi on esitettävä selvitys, mihin arviot perustuvat. (Karjalainen ym. 2008, 149–150.) Nykyään osavuosi- tai puolivuotiskatsauksissa harvemmin kerrotaan mitään uutta tilinpäätöstiedotteeseen nähden. Tämä saattaa johtua siitä, että kansainvälisen rahoituskriisin jälkeen yritykset ovat olleet huomattavasti varovaisempia epävarman taloustilanteen vallitessa. Lyhyen ajan ennusteet voivat olla harhaanjohtavia, jos pyritään pidempiaikaiseen sijoitukseen (mm. Chen 2011). Tulevaisuudennäköymien esittäminen vapaaehtoisuudessaan voi olla velvoittavaa.

Ehkäpä vastuullisuudesta johtuen ennustaminen on toisinaan melko varovaista. Lakien mukaan yritys saa itse arvioida sen, missä laajuudessa, miltä osin ja miltä ajanjaksolta se tulevaisuudennäkymiä esittää. Toisin sanoen yritys voi päättää, kertooko se esimerkiksi yleisluontoisesti markkinoiden tai liikevaihdon kehityksestä vai ennustetaanko yksityiskohtaisesti vaikka osakekohtaista kehitystä. (Karjalainen ym. 2008, 149–150.) Arvopaperimarkkinalaissa ei ole määritelty tarkemmin, mitä ”tulevaisuudennäköymillä” tai ”todennäköisellä kehityksellä” tarkoitetaan tai millä tavalla yhtiön pitäisi tulevaisuudennäköymistään kertoa. Oikeuskirjallisuudessa on tyydytty toteamaan, että tulevaisuudennäköymät ovat yleinen termi tulevaa jollain tavalla kuvailevalle tai ennustavalle arviolle, eivätkä sitä koskevat säännökset aseta tarkkoja vaatimuksia tulevaisuudennäköymien sisällölle (Kaakkola 2012.)

Kirjanpitolain (3.luku 1§) mukaan listayhtiön tilinpäätökseen on liitettävä toimintakertomus, jossa annetaan tiedot kirjanpitovelvollisen toiminnan kehittymistä koskevista tärkeistä asioista. Muun muassa taloudellisen aseman ja tuloksen arvioimisen lisäksi, toimintakertomuksessa annetaan arvio todennäköisestä tulevasta kehityksestä, sekä merkittävistä riskeistä ja epävarmuustekijöistä. Todettakoon, että monilla yhtiöillä tilinpäätöstiedote on käytännössä sama kuin toimintakertomus, joka usein sisällytetään kokoavaan vuosikertomukseen. Usein erona on kuitenkin se, että tilinpäätöstiedotteen yhteydessä julkistetut luvut eivät ole tilintarkastettuja, toisin kuin vuosikertomuksen. Kirjallisuudessa on esitetty myös harkittavaksi sääntelyn muuttamista siten, että

tilinpäätöstiedotteen selostusosa olisi yhteneväinen toimintakertomuksen sisältövaatimusten kanssa, koska tilinpäätöstiedotteella käytännössä julkistetaan tilinpäätöksen keskeiset kohdat. (Virtanen 2010, 147.) Pääpiirteittäin lait tukevat ja täydentävät toisiaan, joskin arvopaperimarkkinalain nojalla julkistetun informaation voidaan katsoa palvelevan ensisijaisesti kapeampaa käyttäjäkuntaa (erityisesti oman pääoman sijoittajat) kuin kirjanpitolailla säännellyn informaation (oman pääoman sijoittajien lisäksi muun muassa verottaja) (Kaakkola 2012).

2.3 Muut sääntelyyn vaikuttavat tahot

Arvopaperimarkkinayhdistyksen hallitus on antanut Suomessa listattujen yhtiöiden hallinointikoodin, joka tuli voimaan lokakuusta 2010. Suomalaisen Corporate Governance koodin mukaan informaation läpinäkyvyyttä ja tasa-arvoisuutta eri sijoittajiin nähden tulee edistää yhtiöiden toimintatapoja yhtenäistämällä. (Suomen listayhtiöiden hallinointikoodi 2010). Moni onkin ottanut koodin ohjeet osaksi yhtiöiden strategiaa, sillä sijoittajasuhteita ja tiedottamista pidetään tärkeinä vaikutuskeinoina. Suomessa listattujen yhtiöiden hallinointijärjestelmä perustuu Suomen lainsäädäntöön, joten niin koodi kuin Finanssivalvonnan, Kirjanpitolautakunnan ja OMX Helsingin pörssin antamat määräykset ja ohjeet täydentävät lakisääteisiä menettelytapoja. Koodi ei suoranaisesti ohjeista tulevaisuudennäkymien ennustamista toisin kuin muut edellä mainitut tahot. Muun muassa Finanssivalvonnan standardi 5.1 kertoo yleisesti säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta ja siihen on koottu sääntelyä kirjanpito- ja osakeyhtiölaista (Karjalainen ym. 2008, 118). Puolestaan standardissa 5.2b säännellään esimerkiksi yhtiöiden toimintakertomuksen, osavuosikatsauksen ja tilinpäätöstiedotteen yhteydessä esitettäviä tulevaisuudennäkymiä koskevaa tiedottamista huomattavasti yksityiskohtaisemmin kuin arvopaperimarkkinalaissa (Kaakkola 2012). Pörssin säännöt ja Kirjanpitolautakunnan ohjeistus pyrkivät antamaan jopa käytännön esimerkkejä.

Finanssivalvonta katsoo tulosennusteiden olevan hyvää sijoittajainformaatiota, mutta niiden antamista tulisi toisinaan välttää, jos niihin liittyy merkittäviä epävarmuustekijöitä niin, että ennusteesta voi tulla harhaanjohtava. Ennusteiden tulisi olla myös selkeästi erotettavissa muusta informaatiosta, kuten liiketoimintastrategiasta, yleisistä tavoitteista tai toimialan näkymiä koskevista tiedoista. (Standardi 5.2b 2005.) Samasta keskusteltiin aiemmin IFRS

käytännön ohjeistuksen yhteydessä (luvussa 2.1.), vaikkakin ristiriitaa muodostuu siitä, että siinä korostettiin nimenomaan informoimaan tulevaisuudennäkymien tavoitteiden asettamisesta ja tavoitteiden saavuttamisen strategiasta. Todennäköistä on, että tulevaisuudennäkymät liittyvät olennaisesti liiketoimintaan ja strategiaan, mutta Finanssivalvonnan standardi lienee tarkoittaa sitä, että ennuste tulee pystyä tunnistamaan selkeästi omana tietonaan.

Yleisesti ottaen Finanssivalvonta painottaa, että tulosennusteiden laadinnassa ja julkistamisessa tulee noudattaa tiettyjä periaatteita, jotka on omaksuttu IASB:n määritelmistä. Ensinnäkin tulosennusteen informaation tulee olla selkeää, yksiselitteistä ja ymmärrettävää perusteluineen ja taustaoletuksineen. Toiseksi, niitä ei tule antaa ilman huolellista analyysia liiketoiminnasta ja sen kehittymisestä. Luotettavuus luodaan realistisilla ja perustelluilla arvioilla. (Standardi 5.2b 2005.) Tulevaisuudennäkymiä voidaan perustella kysyntä- ja markkinatekijöiden lisäksi esimerkiksi kustannusten kehittymisen, yrityshankintojen, kustannussäästöihin tähtäävien toimenpiteiden, tilauskannan, myyntihintojen kehittymisen, investointien tai kapasiteetin lisäyksen, kertaluonteisten tekijöiden taikka myyntiin, markkinointiin tai tuotekehitykseen tehtyjen panostusten pohjalta (Fivan Markkinat-tiedote 4/2008). Kaakkolan (2012) näkemys on, että perusteluvollisuuden tultua voimaan ennusteiden laatu on voinut parantua käytäntöjen vakiintuessa ja yhtiöiden otettua Finanssivalvonnan ohjeet huomioon.

Kolmanneksi, annettujen tietojen tulee olla vertailukelpoisia muihin annettuihin taloudellisiin tietoihin nähden. Tämä tarkoittaa muun muassa sitä, että ennuste annetaan toteutuneisiin lukuihin nähden. Tulosennusteina voidaan pitää arvioita, joista suoraan tai epäsuorasti käy ilmi yhtiön tuloksen todennäköinen vähimmäis- tai enimmäistaso tulevana ajanjaksona. Tulosennusteina pidetään myös arvioita, joiden perusteella voidaan laskea tulevien voittojen tai tappioiden likimääräinen summa. Tällaisia tulosennusteita ovat esimerkiksi maininta kannattavuuden kehityksestä tai esitetty arvio liikevoiton tasosta, liikevoittomarginaalista tai tilikauden tuloksesta. Neljänneksi ja viimeiseksi korostetaan olennaisuuden periaatetta eli ennustetta antaessa tulee huomioida se fakta, että järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttää tietoa sijoituspäätöksensä perusteena. (Standardi 5.2b 2005.)

Finanssivalvonnan edellä esitetty näkemys siitä, ettei ennusteita kannata antaa, jos niihin liittyy epävarmuustekijöitä ja mahdollista harhaanjohtavuutta on näin ollen perusteltua.

Informaatiosta kiinnostuneet sijoittajat ja analyytikot toki haluaisivat hyvin eksakteja arvioita tulevaisuudesta, mutta on luonnollista, että viime vuosina niiden antaminen on ollut hankalaa jo yleisestä taloudellisesta tilanteesta riippuen. Yritysten tulee siis olla varovaisia antaessaan arvioita tulevaisuudesta ja pyrkiä kertomaan ennusteita, jotka ovat realistisia ja todennäköisiä, sillä monet sijoittajat perustavat päätöksensä juuri tähän informaatioon.

Kirjanpitolautakunnalla on myös oma näkemyksensä siitä, kuinka tulevaisuudennäkymistä tulisi kommunikoida. Ensinnäkin kirjanpitolautakunta katsoo, että arvioita tulisi pyrkiä antamaan, ja parhaassa asemassa tulevan kehityksen arvioimiseen on kirjanpitovelvollisen hallitus tai muu vastaava toimielin, joka allekirjoittaa toimintakertomuksen. Toiseksi, kehitysarvioiden tulisi olla vapaamuotoisia, mutta niitä laatiessa pitää noudattaa asianmukaista huolellisuutta ja varovaisuutta. Arviot voi antaa verbaalisena, mutta annettaessa numeerisena, sen tulee olla vertailukelpoinen aikaisemmin annettujen tietojen kanssa. (Kirjanpitolautakunnan yleisohje 2006.) Näiden kohtien julkilausuminen ei juuri tuo lisäarvoa muuhun sääntelyyn nähden.

Kolmantena asiana mainitaan perustelut arviolle sekä niihin liittyvät keskeiset epävarmuustekijät. Huomattavaa tässä ohjeistuksessa on se, että perusteisiin liittyvistä tekijöistä tulisi lisäksi eritellä yhtäältä ne, joihin kirjanpitovelvollinen voi vaikuttaa, ja toisaalta ne, joihin tällä ei ole mahdollisuuksia vaikuttaa. Lisäksi, kehitysarvion tulee tuoda esiin sellaiset seikat, joiden perusteella mahdollisesti arvioidaan tulevaisuudennäkymien poikkeavan aiemmasta kehityssuunnasta. Viimeisenä asiana mainitaan, että esitettäviin kehitysarvioihin liittyvää epävarmuutta silmällä pitäen kirjanpitolautakunta pitää selvyuden vuoksi tärkeänä, että kehitysarviot erotetaan selkeästi toimintakertomuksen muusta informaatiosta. (Kirjanpitolautakunnan yleisohje 2006.) Tämä ohjeistus auttaa siis täsmentämään monessakin mielessä mitä tulevaisuudennäkymiltä odotetaan.

Viimeisenä sääntelytahona mainittakoon OMX Helsingin pörssi, joka viime kädessä luo ohjeet listautuneille yhtiöille hallinnoimaan kaupankäyntipaikkaansa. Pörssin tiedottamissäännöissä (kohta 3.3.1) edellytetään puolestaan, että ennusteet ja muut tulevaisuutta koskevat lausumat on esitettävä mahdollisimman yksiselitteisellä ja johdonmukaisella tavalla. Sääntöjen sisältöä selostavan osuuden mukaan ennusteella tarkoitetaan selkeää numerotietoa, joka koskee kuluvaan katsauskauteen ja/tai seuraavia katsauskausia. Se voi esimerkiksi sisältää vertailun aikaisempaan tilikauteen (kuten ”hieman

parempi kuin viime vuonna”) tai viitata kuluvaan tilikauteen ja/tai seuraavien tilikausien voitto- tai tappiotason tai sen vähimmäis- tai enimmäismäärään. Tulevaisuutta koskeva lausuma on luonteeltaan yleisempi yhtiön oletettuun tulevaisuuden kehitykseen liittyvä arvio. (OMX Helsingin pörssin säännöt 2009.)

Pörssin tiedottamissäännöissä edellytetään, että yhtiön julkistaessa ennusteen sen on annettava tietoa esitetyn ennusteen lähtökohtana olevista taustaoletuksista tai -edellytyksistä. Ennusteen taustalla vaikuttavat olosuhteet on kuvattava selkeästi, jotta sijoittajat voivat asianmukaisesti arvioida niitä. Säännöissä ei ole tarkemmin kuvattu, mitä näillä olosuhteilla tarkoitetaan. Taustaoletukset ja -edellytykset korostuvat varsinkin silloin, kun niissä on odotettavissa olennaisia muutoksia. Marsin ym. (2010, 75) mukaan muutoksista toteutumissa arvioiden julkistamisen jälkeen pitää kertoa ja kommentoida. Tätä kutsutaan nimellä tulosvaroitukset ja se on korjaus aiemmin esitettyihin tulevaisuuden näkymiin (Karjalainen 2008, 153). Hurstin (2011) mukaan tulosvaroitusten antamista voidaan pitää yhtenä indikaattorina heikosta aiemmasta ennustamisesta ja argumentoinnista. Finanssivalvonnan näkemys vuonna 2008 olikin, että tulevaisuudennäkymistä tulisi tiedottaa tarkemmin (Fivan Markkinat-tiedote 4/2008). Maailman talouden kriisin vuoksi markkinoiden näkymät ovat olleet heikot ja kenties tästä johtuen lain tasolla on päädytty keventämään yritysten velvollisuutta antaa ennuste tulevasta.

2.4 Tiedonantovelvollisuuden tulevaisuus – uusi arvopaperimarkkinalaki

Vuoden 2013 alussa tuli voimaan uusi arvopaperimarkkinalaki hallituksen esityksen 32/2012 mukaisesti. Nykyistä arvopaperimarkkinalakia vastaamaan luotiin uusi arvopaperimarkkinalaki (746/2012) sekä uusi laki rahoitusvälineiden kaupankäynnistä (748/2012). Finanssivalvonta ja Kirjanpitolautakunta ovat omalta osaltaan kommentoineet uudistuksia. Pörssi puolestaan tulee saattamaan sääntönsä vastaamaan uutta lainsäädäntöä kuuden kuukauden kuluttua lain voimaantulosta. (OMX Helsinki Tiedote 2012). Kuten aiemmin todettiin, tämän tutkielman aineiston keskittyessä vuosien 2007–2011 tilinpäätöstiedotteisiin, on järkevämpää tarkastella aiempaa sääntelyä. Seuraavassa käydään kuitenkin lyhyesti läpi lain tuomat muutokset.

Uuden arvopaperimarkkinalain merkittävin muutos on se, ettei lakiin enää sisälly ehdotonta vaatimusta tulevaisuudennäkymien esittämisestä osavuositarkastuksissa ja tilinpäätöstiedotteessa. Tästä huolimatta, tulevaisuudennäkymät tulee jatkossakin kirjanpitolain mukaan esittää toimintakertomuksessa. Yhtiö voi kuitenkin halutessaan jatkaa näkymien esittämistä tilinpäätöstiedotteessa ja osavuositarkastuksessa aiemman tavan mukaisesti. Finanssivalvonnan kanta on, että jos yhtiö päättää muuttaa tulevaisuudennäkymien esittämistä koskevaa käytäntöä, on suositeltavaa kertoa, miten se jatkossa kommunikoi näkymistään. Tästä muutoksesta on hyvä mainita pörssitiedotteella. Jos yhtiö kuitenkin päättää jatkaa näkymien esittämistä, voi se valita, kuinka useassa osavuositarkastuksessa se ennusteita esittää. Tärkeintä on, että kerran valittavaa käytäntöä tulisi noudattaa johdonmukaisesti, mutta jos siitä on tarvetta poiketa, tulisi sen olla perusteltua. (Fivan Markkinat-tiedote 4/2012.)

Edelleen voimassa olevan käytännön mukaan tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen ei ole katsottu sisältävän uutta olennaista tietoa, koska ne on julkistettu jo tilinpäätöstiedotteella. Jos yhtiö nyt jatkossa esittää kuluvan vuoden näkymät ensimmäistä kertaa toimintakertomuksessa, tulisi tämä Finanssivalvonnan mukaan huomioida tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen julkaisemisessa. Koska tulevaisuudennäkymät ovat olennaista informaatiota markkinoille, tulisi niiden julkaiseminen nostaa pörssitiedotteelle, mahdollisuuksien mukaan jopa otsikkotasolle. Jos näkymät on aiemmin julkaistu tilinpäätöstiedotteella tai erillisellä pörssitiedotteella, ei niistä tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen yhteydessä tarvitse enää tiedottaa. Huomioitavaa on myös se, että vaikka liikkeellelaskija päättäisi luopua tulevaisuudennäkymien esittämisestä osavuositarkastuksissa sekä tilinpäätöstiedotteella ja esittää ennusteen ainoastaan toimintakertomuksessa, se ei poista velvollisuutta antaa tarvittaessa tulosvaroitusta. (Fivan Markkinat-tiedote 4/2012.)

Koska kirjanpitolaki edelleen edellyttää yrityksiä kertomaan yrityksen näkemyksiä tulevaisuudesta, voisi kuvitella, että ainakaan suuremmat yhtiöt eivät lähde helpolla muuttamaan tiedonantopolitiikkaansa. Tämä olettaus sen takia, että jos tulevaisuudennäkymistä ei kommentoida tilinpäätöstiedotteella vaan toimintakertomuksessa, tulee kuitenkin asiasta erikseen tiedottaa. Ja kuten aiemmin luvussa 2.1. todettiin, osavuositarkastustiedottamisesta luopumisen puolestahan heräsi keskustelu jo vuonna 2010, kun EU:n avoimuusdirektiivin toimivuutta tarkasteltiin. Uuden arvopaperimarkkinalain tuoma

helpotus vaikuttaa todennäköisesti eniten tiedottamiseen osavuosisikatsauksissa, sillä monet yritykset ovat olleet vastahakoisia ennustamaan kvartaaleittain nykyisessä epävarmassa talouden tilanteessa. Aika näyttää, millaiseksi käytäntö muodostuu ja miten markkinat siihen reagoivat.

2.5 Tulevaisuudennäkymien institutionaalinen ympäristö

Niin kansainvälinen kuin kansallinen lainsäädäntö ja ohjeistukset asettavat tulevaisuudennäkymistä tiedottamiselle reunaehdoja rakentaen institutionaalisen ympäristön. Sääntely on luotu, jotta yritykset voivat täyttää tiedonantovelvollisuudelle asetetut tavoitteet. Näille kaikille yhteistä on se, että markkinat tarvitsevat riittävästi oikeaa tietoa, jotta ne toimivat tehokkaasti. Markkinoiden osapuolten oikeudenmukainen kohtelu herättää luottamusta ja toisaalta tavoitteiden mukaan toimiminen turvaa myös yritystä itseään. On olemassa suunnitelma, jonka mukaan toimitaan ja henkilöt, jotka siitä ovat vastuussa. Tulevaisuudennäkymistä kommunikointi on sijoittajasuhdetoiminnassa päätös, jonka vaikutus voi olla moniulotteinen. Yhä useampi pörssinoteerattu yritys on ymmärtänyt sijoittajasuhteiden tärkeyden ja pyrkii korostaa niitä liiketoiminnassaan. Yhdysvaltalainen kansallinen sijoittajasuhteiden instituutti NIRI⁵ (2003) on määritellyt sijoittajasuhteet kattavasti: Sijoittajasuhteilla tarkoitetaan strategista johdon vastuuta, johon yhdistyy rahoitus, viestintä, markkinointi ja arvopaperilaki, mahdollistaen kahdensuuntaisen kommunikaation yrityksen, rahoitustahojen ja muiden yhteisöjen välillä niin että yrityksen arvopaperit saavuttavat käyvän arvon.

Koska lainsäädäntö ja ohjeistukset mahdollistavat melko vapaamuotoisen tulevaisuudennäkymien tiedottamisen, on todennäköistä, että ammattitaidolla ja osaamisella on vaikutuksensa. Tämä vahvistaa muun muassa Virtanen (2010, 288), jonka mukaan hyvällä ja tehokkaalla sijoittajaviestinnällä on väitetty olevan mahdollisuus nostaa osakekurssia, kun taas vastaavasti huonolla se voi laskea. Toisaalta, vaikka suurempi joukko tavoitteineen olisi ollut luomassa tulevaisuudennäkymiä, lopulta ennuste tulevasta on todennäköisesti johdon subjektiivinen, tietyt motiivit omaava näkemys.

⁵ National Investor Relations Institute

Tuon näkemyksen tulee kuitenkin täyttää muun muassa IASB:n tilinpäätösinformaatiolle asettamat laatuvaatimukset: olennainen, ymmärrettävä, vertailukelpoinen ja luotettava. Olennainen tarkoittaa tässä tapauksessa sitä, että ennusteen tulee olla ennemminkin todennäköinen kuin mahdollinen. Tätä voi tarkastella muun muassa siten, onko jokin tieto olennainen aiheuttamaan reaktiota markkinoilla. Ymmärrettäväksi voidaan mieltää näkemysten selkeys ja yksinkertaisuus – mitä väitetään ja millä perusteella. Tähän liittyy läheisesti myös luotettavuus, sillä ennuste ei saa olla harhaanjohtava, joten informaation tulee olla realistista. Huolellisesti perusteltu herättää luottamusta, mutta toisaalta myös se, että ollaan johdonmukaisia siinä mitä ennustetaan ja toisaalta myös siinä mitä esitetään. Näin tulevaisuudennäkymästä saadaan vertailukelpoinen.

Muun muassa Cotter ym. (2011) mukaan ennusteet tulevaisuudesta voidaan vielä jakaa konkreettisesti seuraaviin alakohtaan:

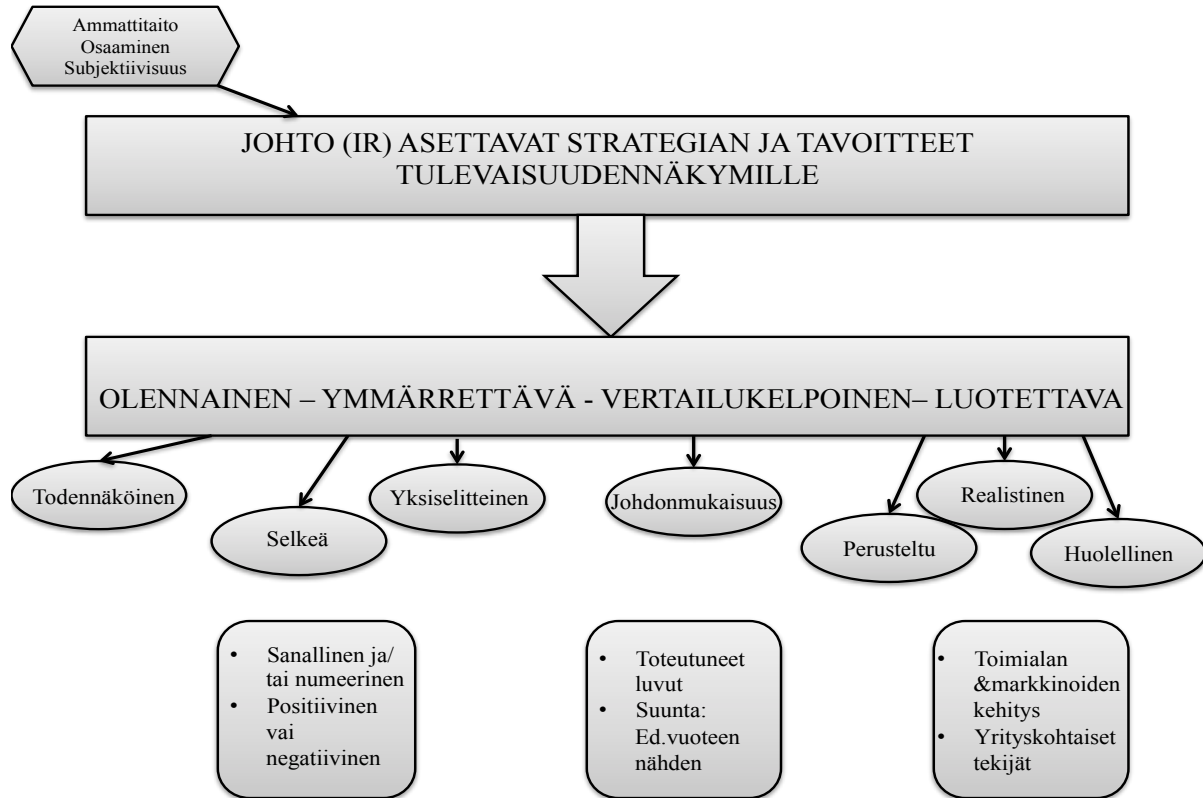
- 1) Kvantitatiiviset ja kvalitatiiviset ennusteet myynnistä, liikevoitosta ja kassavirroista.
- 2) Ennusteiden taustalla olevat oletukset.
- 3) Yleistä keskustelua toimialan tulevaisuuden trendeistä ja niihin vaikuttavista tekijöistä.

Parhaimmillaan näkemykset voivat täyttää nämä kolme kohtaa. Edellä mainittujen lisäksi sanallisia ja/tai numeerisia ennusteita voidaan antaa marginaaleista tai vaikka tuloksesta per osake. Näkemyksestä yleensä kommunikoidaan se, onko ennuste positiivinen vai negatiivinen edelliseen vuoteen verrattuna tai sitten se tulee ilmi muusta informaatiosta. Tulevaa tuloskehitystä voidaan kuvailla myös kertomalla vähimmäis-/enimmäistaso tai ilmoittamalla vaihteluväli. Muun muassa nämä vaikuttavat ennusteen on selkeyteen ja yksinkertaisuuteen. Ennusteiden taustalla vaikuttavista tekijöistä kommunikoiminen on tärkeää nimenomaan luotettavuuden kannalta. Yleisesti ottaen perusteet voidaan jakaa toimialan ja markkinoiden kehitykseen sekä yhtiön kannattavuutta ja tulostasoa kuvaaviin arvioihin. Lisäksi eitaloudellisena tietona tulisi esittää markkina- ja muu toimialatietous, joka ei tule tilinpäätöksestä muuten esiin (Virtanen 2010, 151–152).

Kuvio 1 kokoaa eri institutionaalisten tahojen näkökulmat tulevaisuudennäkymien tiedottamisesta niin, että on pystytty luomaan selkeä käsitys siitä mitä yrityksiltä odotetaan ja

minkä mukaan he toimivat. Seuraavassa luvussa pohditaan tiedon merkitystä arvopaperimarkkinoilla eli muun muassa sitä, miksi sääntelyä tarvitaan.

Kuvio 1. Tulevaisuudennäköiden institutionaalinen ympäristö



3 TIEDON MERKITYS ARVOPAPERIMARKKINOILLA

Tässä luvussa käydään läpi aiemman tutkimuksen ja teorian kautta tiedon merkitystä arvopaperimarkkinoilla tulevaisuudennäkymien näkökulmasta. Ensinnä esitellään rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja tehtäviä, jonka jälkeen pohditaan tiedon merkitystä ja markkinoiden tehokkuutta. Nämä liittyvät olennaisesti arvopaperimarkkinoiden tärkeään käsitteeseen eli tiedon epäsymmetriaan. Koska kaikki yrityksen tieto ei ole julkista, tarvitaan edellisessä luvussa esitettyä sääntelyä määrittelemään olennaisen tiedon rajoja. Toisinaan yrityksistä on kuitenkin motivoivaa vähentää tiedon epäsymmetriaa ilman velvoitteita. Tätä käsitellään kolmen erilaisen vapaaehtoisen tiedottamisen teorian avulla. Agentti-, signaali- ja kilpailukustannusteorioilla on jokaisella hieman eri näkökulma tiedon merkitykseen ja edelleen, tiedon julkaisemiseen tai julkaisematta jättämiseen. Luvun lopuksi on hahmotettu aiemman tutkimuksen ja teorian perusteella tutkielmalle viitekehystä, jonka myötä jatketaan tämän tutkimuksen hypoteeseihin.

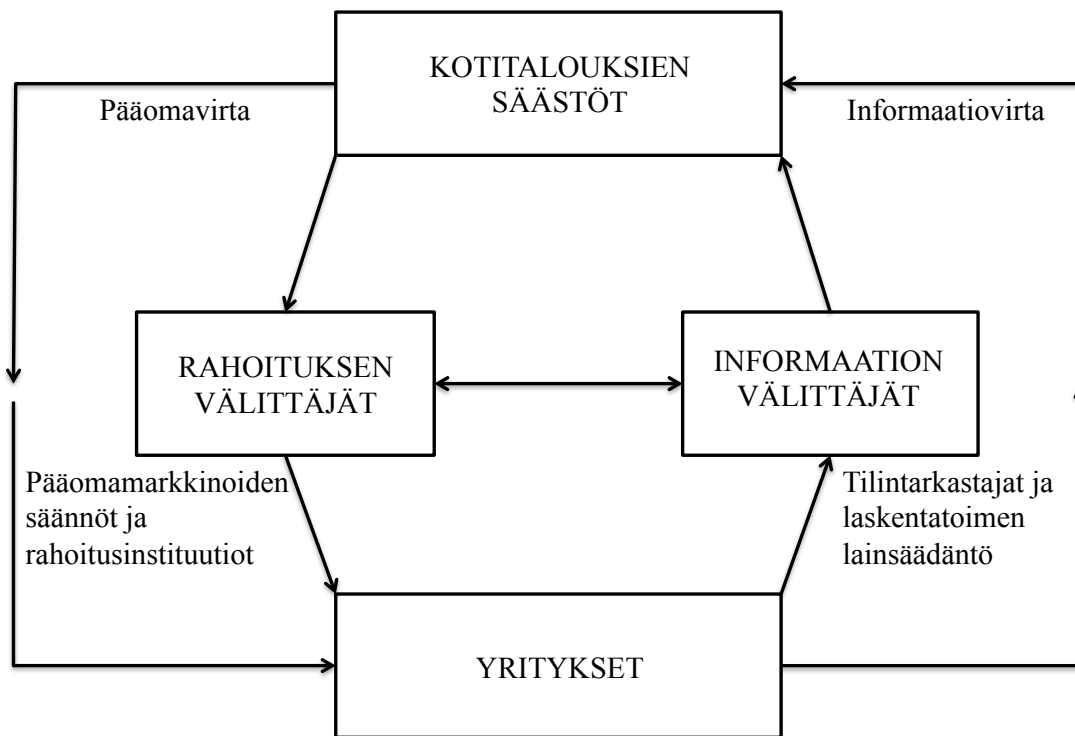
3.1 Rahoitusmarkkinoiden toiminta ja tehtävät

Rahoitusjärjestelmän tavoitteena on markkinoiden tehokkuus. Tämä tarkoittaa sitä, että pääomia virtaa sinne, missä niiden käyttö on hyödyllisintä. Rahoitus- eli pankki- ja arvopaperimarkkinat välittävät säästöjä ylijäämätalouksilta alijäämätalouksille ja muuttavat säästöjä investoinneiksi. Pankkimarkkinoilla pankit ja muut rahoituslaitokset kantavat riskin luoton takaisinsaannista, eikä tallettaja. Puolestaan arvopaperimarkkinoilla riski varojen takaisin saamisesta jää sijoittajalle. (Pörssisäätiö 2010.) Rahoitusmarkkinoiden pääasiallisiksi tehtäviksi voidaankin listata: Varojen allokointi yli- ja alijäämäisten sektorien välillä, informaation välittäminen, rahoitussopimusten likvidisyyden parantaminen sekä riskin ajallinen ja määrällinen hajauttaminen. (Kinnunen ym. 2007, 170–171.)

Healy ja Palepu (2001) ovat koonneet rahoitusmarkkinoiden toimijat ja toiminnot kuvioon 2. Vasen puoli kuvaa pankkimarkkinoita, joilla pankkien lisäksi toimii muun muassa pääomasijoittajia ja vakuutusyhtiöitä rahoituksenvälittäjinä. Kuvion oikea puoli puolestaan kuvastaa arvopaperimarkkinoita, joilla informaationvälittäjinä toimivat analyytikot, luottoluokitusyritykset ja talousalan lehdistö. Molemmat markkinat vastaavat yhdessä rahoitusmarkkinoiden tehtävistä ja markkinat ovatkin hyvin pitkälti linkittyneet toisiinsa. Koska tiedolla on olennainen rooli rahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta, ovat

tilintarkastajat merkittävässä asemassa varmentamaan informaation oikeellisuutta. Informaatiovirralla tarkoitetaan muun muassa tilinpäätöksiä, osavuosikatsauksia ja jatkuvan tiedonannon velvoittamia tiedotteita, joiden perusteella sijoittajat tekevät päätöksiä. Näin ollen pääomia virtaa kotitalouksilta yrityksille, joko suoraan tai rahoituslaitosten kautta, ja rahoitus mahdollistaa investointien toteuttamisen.

Kuvio 2. Pääoma- ja informaatiovirrat rahoitusmarkkinoilla



(Healy & Palepu 2001)

On huomattava, että arvopaperimarkkinoilla tehtyihin sijoituksiin liittyy aina mahdollisen tuoton lisäksi riski menettää pääomansa, joten riskiä on pystyttävä arvioimaan. Arvopaperimarkkinoilla pääomat allokoituvat riskiin nähden tuottavimpiin kohteisiin. Jotta riskisyyttä ja mahdollisia tuottoja pystyy arvioimaan, on hyvä seurata arvopaperimarkkinoiden tai ylipäättänsä rahoitusmarkkinoiden tapahtumia. Arvopaperimarkkinoita voidaan kutsua tiedon markkinoiksi, koska hinta määräytyy niiden tietojen perusteella, joita sijoittajilla on käytettävissä yhtiöistä ja niiden toimintaan vaikuttavista tekijöistä (Pörssisäätiö 2010). Puolestaan tiedottamisen luotettavuus on tyyppillisesti määritelty sijoittajan käsitykseksi jonkun tietyn julkaisun uskottavuudesta, jolloin yleensä osakekurssia käytetään mittarina (Hutton ym. 2003). Kasasen ja Puttosen (1994)

mukaan sijoittajien rooli markkinoilla on kasvanut. Sijoittajat tarvitsevat ja vaativat parempaa tietoa yrityksen tilanteesta ja ennen kaikkea tulevaisuudennäkymistä.

3.2 Markkinoiden tehokkuus ja tiedon merkitys

Arvopaperimarkkinoiden tehokkuudella tarkoitetaan yleensä informaation tehokkuutta eli markkinat ovat sitä tehokkaammat, mitä paremmin ja nopeammin markkinahinnat heijastavat kaikkea hintoihin vaikuttavaa tietoa. Markkinoiden tehokkuus tekee osakekaupan sijoittajan kannalta turvalliseksi. Vaikka yksittäinen sijoittaja ei osaisikaan analysoida yhtiön antamia tietoja, hän voi luottaa siihen, että kaikki tiedot on otettu huomioon osakkeen hinnoittelussa markkinoilla. Näin ollen tehokkaat markkinat suojaavat erityisesti yksityissijoittajia, joiden kyky tulkita markkinoilla olevaa tietoa eri arvopapereista on usein heikompi kuin ammattisijoittajilla. (Hoppu 2004, 26.)

Tehokkaiden markkinoiden käsite jää kuitenkin varsin usein vain ihanteellisten arvopaperimarkkinoiden lähtökohdaksi. Faman (1970) mukaan tähän on olemassa kolme syytä. Ensinnäkin, arvopapereiden kaupasta ei saa aiheutua kustannuksia. Toiseksi, kaikki saatavilla oleva informaatio on maksuttomasti kaikkien markkinaosapuolien saatavilla. Ja kolmanneksi, kaikki ovat yksimielisiä olemassa olevan informaation vaikutuksesta arvopaperien nykyisiin ja tuleviin hintoihin. Esitetyt ehdot toteutuvat ainoastaan osittain todellisilla markkinoilla, eivät koskaan täydessä laajuudessaan. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi jaottelee markkinoiden tehokkuuden kolmeen ala-luokkaan riippuen informaation luonteesta ja siitä miten informaatio heijastuu osakkeiden hinnoissa. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, kuinka laajasti käsite ”kaikki informaatio” on määritelty. Edelleen, Faman esittämät markkinoiden tehokkuuden ehdot voidaan ajatella sisäkkäisiksi siten, että täyttäessä vahvat ehdot, täyttää myös keskivahvat ja heikommat ehdot sekä näin ollen täyttäessä keskivahvat ehdot, täyttää heikommatkin ehdot.

Heikkojen ehtojen vallitessa arvopaperien markkinahinnat heijastavat historialliseen hintakehitykseen sisältyvän informaatiota eli kaikkea aiemmista hinnoista tai kaupankäyntimääristä saatavilla olevaa tietoa. Näin ollen pelkästään tällaiseen informaatioon perustuvan tiedon avulla ei voida saavuttaa epänormaaleja tuottoja. Keskivahvojen ehtojen mukaan hinnat heijastavat täydellisesti kaiken yleisesti saatavissa olevan informaation. Julkisesti saatavissa olevaa informaation lähteitä ovat muun muassa pörssi- ja

tilinpäätöstiedotteet, osingot, tulosenusteet ja laskentatoimessa käytetyt arvostusmenetelmät. Kaupankäynnissä, joka perustuu yleiseen tietoon, ei voi saada markkinoita korkeampia tuottoja. Vahvojen ehtojen markkinat tarkoittavat tilannetta, jossa julkisen tiedon lisäksi saatavilla on sisäpiiritietokin. Markkinoilla on siis tiedossa kaikki informaatio, niin julkinen kuin yksityinenkin. Näin ollen kaikki tieto heijastuu osakkeiden hintoihin, eikä mitään yritystä koskevaa tietoa voida hyödyntää saavuttaakseen markkinoita korkeampaa tuottoa. (Fama 1970.)

Vaikka Fama (1991) on myöhemmin todennut, että vahvojen ehtojen mukaisia markkinoita on olemassa, voidaan kuitenkin todeta, että yleensä yritysten sisäpiirillä on tietoa, joka ei ole täydellisesti heijastunut hintoihin. Markkinoilla vallitsee siis tiedon asymmetria.

3.3 Epäsymmetrinen tieto

Pohjolan ym. (2006, 110) mukaan epätäydellinen informaatio johtaa tilanteeseen, että markkinoilla vaihdetaan liian vähän hyödykkeitä, verrattuna siihen, että informaatio ja markkinat olisivat täydellisiä. Näin on myös arvopaperimarkkinoilla. Rahoittajien laskentatoimen ehkä tärkein käsite ja samalla sijoittajasuhdetoiminnan kannustin on informaation asymmetria, jota esiintyy yrityksen sisäisten ja ulkoisten toimijoiden välillä. Tällä tarkoitetaan tilannetta jolloin markkinaosapuolten tieto asioista eroaa niin, että transaktiota suoritettaessa toinen tietää olennaisesti enemmän kuin toinen ja näin ollen joutuu heikompaan asemaan.

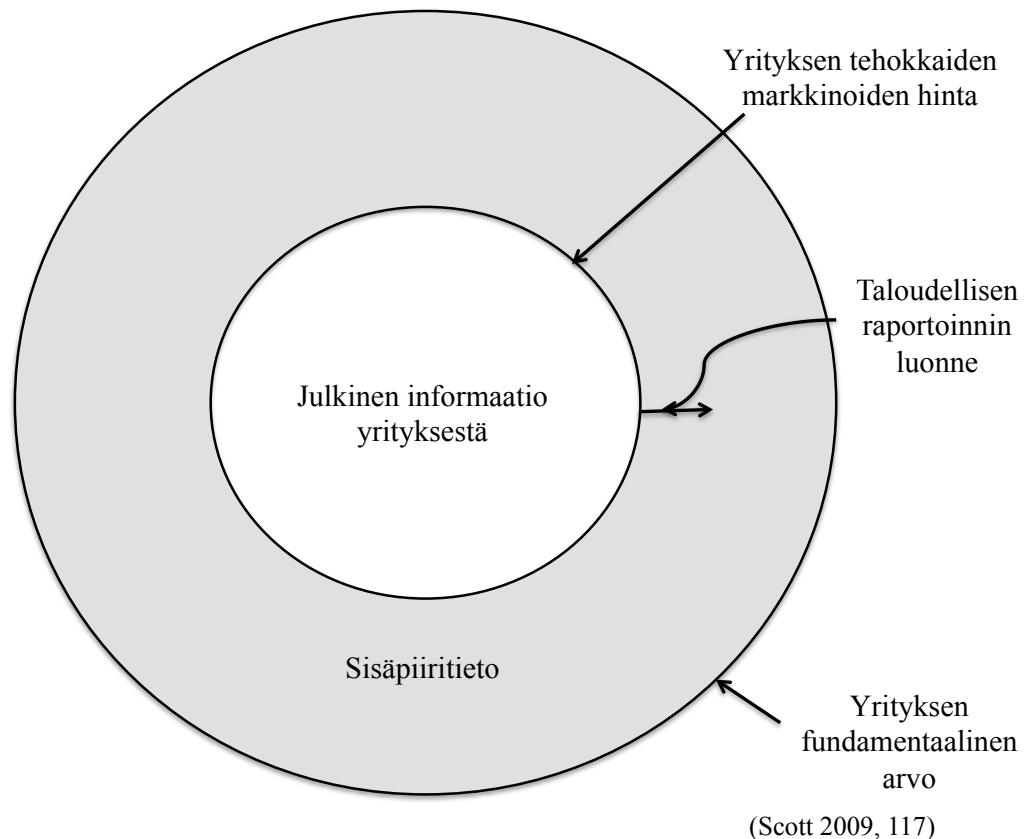
Tämän ymmärsi jo vuonna 1970 kuuluisa amerikkalainen taloustieteilijä George Akerlof, joka julkaisi tutkimuksen, jossa hän selittää käytettyjen autojen kaupalla sitä kuinka suuri vaikutus informaation asymmetrialla voi olla markkinoiden toiminnan kannalta. Tutkimuksen mukaan käytetyt autot voidaan ikään kuin jakaa ”sitruunoihin” ja ”persikoihin”. Jälkimmäisellä tarkoitetaan autoja, joiden myyjän määrittelemä hinta on edullisempi kuin ostajan tavoittelema arvo, kun taas ensin mainitut ”sitruunat” voivat olla lähestulkoon arvottomia. Koska myyjällä on tämä tieto kumpaa kategoriaa autot ovat, toisin kuin ostajalla, joka joutuu arvailemaan, transaktiota tehdessä vallitsee tiedon epätäydellisyys. Tässä mielessä käytettyjen autojen markkinat eivät erotu suurestikaan rahoitusmarkkinoista.

Scott (2009, 13) puolestaan jakaa tiedon asymmetrian kahteen: Epäsuotuisaan valintaan (Adverse Selection) ja moraalikatoon (Moral Hazard). Epäsuotuisa valinta tarkoittaa sitä, että on joukko ihmisiä, jotka jäävät valinnan ulkopuolelle, koska toisilla ihmisillä on informaatioetu heihin nähden. Puolestaan moraalikatoa kuvaa tilanne, jolloin tätä informaatioetua voidaan käyttää hyväksi. Scott (2009, 114) käyttää vakuutuksia esimerkkinä selventämään käsitteitä. Epäsuotuisaa valintaa kuvaillaan tilanteella, jossa henkilö, jolla on jokin perussairaus, ei voi saada sairaskuluvakuutusta sen varalle, että ei suorita tutkintoaan loppuun. Niin sanottu terve henkilö, joka vakuutuksen saa, voi sairastumisen varjolla selittää, että ei saanut tutkintoa loppuun (moraalikato). Rahoitusmarkkinamaailmassa asiat eivät ole näin konkreettisia, vaan moni asia on tulkinnallinen ja luottamukseen perustuva. Sopimusosapuolia sitovilla lailla on pyritty välttämään näitä tilanteita eli pienentämään tiedon asymmetriaa.

Porwal (2001, 53) väittää, että epäsuotuisan valinnan tapauksessa laskentatoimen roolin pitäisi olla merkittävän, luotettavan ja kustannustehokkaan informaation tuottaminen sijoittajille ja muille informaationkäyttäjille. Moraalikatoa esiintyy, koska johdon toimintatapoja ei voida tarpeeksi havainnoida ja tämän vuoksi laskentatoimen onkin tuotettava mittareita, joilla johdon pyrkimyksiä voidaan mitata. Scottin (2009, 114) mukaan epäsuotuisan valinnan tilanne syntyy, kun tietyn informaation käyttö on mahdollista vain sisäpiirille. Johdon hallussa ajatellaan usein olevan tietoa, joka ei ole vielä ehtinyt heijastua yrityksen arvoon. Muun muassa tästä johtuen sijoittajat maksavat vähemmän osakkeista kuin mitä yrityksen todellinen, fundamentaalinen arvo olisi. Oikea arvo olisi saavutettu, jos ulkopuolisilla olisi ollut saman verran tietoa mitä sisäpiirillä. Sijoittajan tulee siis itse saada arvioida tiedon olennaisuus ja luotettavuus. Toisaalta tuon tiedon tuottaminen markkinoille tulee olla myös johdon kannalta kannustavaa, joskaan ei lakia rikkovaa, kuten tilanteessa, jossa johto käyttää hyväkseen sisäpiiritietoa.

Kuviossa 3 (Scott 2009, 117) selvitetään julkisen ja sisäpiiritiedon merkitystä yrityksen arvoon. Aiemmin esitetyn Faman (1970) määritelmien mukaan kuvio 3 voisi kuvastaa keskivahvojen ehtojen markkinoita, sillä yrityksen tehokkaiden markkinoiden hinnan katsotaan olevan yhtä kuin julkisen tiedon yrityksestä. Vahvojen ehtojen mukaisen fundamentaalisen hinnan yritys saavuttaa julkaisemalla sisäpiiritiedonkin. Kuviosta käy myös ilmi kuinka taloudellisella raportoinnilla, kuten vapaaehtoisella tiedottamisella, on mahdollisuus päästä lähemmäksi yrityksen todellista arvoa.

Kuvio 3. Taloudellisen informaation luonne tehokkailla markkinoilla



Todellisuudessa yritykset eivät julkaise kaikkea tietoa, varsinkaan sisäpiiritietoa, joten markkinat eivät ole vahvojen ehtojen mukaisesti tehokkaat. Informaation epäsymmetrian takia markkinoita nimitetään epätäydellisiksi ja äärimmäisissä tapauksissa epäsymmetria voi estää markkinoita kehittymästä tai jopa johtaa markkinoiden romahtamiseen (Scott 2009, 114). Tästä valitettavan hyvänä esimerkkinä toimii pankkimarkkinoilta levinnyt neljän vuoden takainen luottokriisi, joka johtui muun muassa siitä, että Yhdysvalloissa pankit loivat huippuluokituksen arvopapereita, joiden vakuuksina oli useampi heikon luokan asuntolaina. Korkojen noustessa asuntolainoja ei enää pystytty maksamaan, ja toisaalta hintojen nousun myötä asuntoja ei pystytty edelleenmyymäänkään. Näin ollen vakuuksia ei saatu realisoitua. Pankkien taseet eivät vastanneet todellisuutta, ja toisaalta sijoittajien arvopaperit muuttuivat arvottomiksi. Pankkikriisi laajeni niin, että lähes koko maailman talous romahti hetkeksi, ja kumuloituneista jälkivaikutuksista kärsitään edelleen. Arvopapereiden myyjillä oli siis enemmän tietoa kuin ostajilla, jotka tekivät päätöksiä näin ollen väärin perustein jo sen takia, että arvopaperit olivat luottoluokitusyritysten vakuuttamia, jota moni sijoittaja pitää luotettavana. Kenties suurimpana ongelmana voidaankin pitää luottamuksen pulaa, joka on

monessa mielessä johtanut hiljentyneisiin markkinoihin. Luottamusta voidaan palauttaa avoimella ja läpinäkyvällä tiedottamisella. Verrechian (2001) mukaan informaation asymmetrian vähentäminen motivoi kehittämään vapaaehtoisen tiedottamisen teoriaa.

3.4 Vapaaehtoisen tiedottamisen teoriaa

Khelifin ja Bourin (2010) mukaan ei ole yhtä teoriaa, joka selittäisi syitä, miksi yritykset tiedottavat vapaaehtoisesti. Vaikka tarve tietyille teorialle on ollut olemassa, ei ole olemassa yhtä, joka vastaisi tyydyttävästi epäsymmetrisen tiedon ongelmaan. Näin ollen täytyykin tarkastella eri teorioita: Agentti-, signaali-, kilpailukustannus-, poliittisen talouden-, sidosryhmä- ja legitimeettiteoriaa. Cotter ym. (2011) jaottelee mainitut teoriat vielä karkeasti kahteen. Ensimmäistä kolme voidaan kutsua talousteorioiksi, kun kolme jälkimmäistä ovat sosio-poliittisia teorioita. Talousteorioiden on väitetty keskittyvän liian kapealle alalle, kun taas sosio-poliittisen teoriat antavat laajemman näkökulman, jonka mukaan yritys nähdään ikään kuin yhteiskunnan kansalaisena. Vaikkakin sosiaalisesti vastuullinen käytös saattaa johtaa arvon nousuun, se ei ole teorioiden lähtökohta. Näin ollen seuraavaksi keskitytään edellä mainittuihin kolmeen talousteoriaan, jotka usein liitetään strategiseen ja taloudelliseen tiedottamiseen sekä tulevaisuuden näkymiin, koska ne keskittyvät varallisuuden maksimointiin valitsemalla oikeita laskentatoimen ja tiedottamisen tapoja.

3.4.1 Agenttiteoria

Agenttiteoria rakentuu päämies-agenttiongelman ympärille, joka siis johtuu siitä, että ensinnäkään omistajat eivät yleensä johda yritystä, toiseksi yrityksen toiminnan mahdollistaa erityyppiset pääomittajat ja kolmanneksi riskinkanto, päätöksenteko ja kontrollitoiminnot ovat eriytyneet (mm. Jensen & Meckling 1976; Smith & Warner 1979; Fama & Jensen 1983). Tämä tarkoittaa sitä, että osakkeenomistajat ja velkojat sijoittavat yritykseen pääomaa, jolle vaativat tiettyä tuottoa. Strateginen ja operationaalinen päätöksenteko puolestaan on delegoitu johdolle, joka pyrkii toimimaan vaatimusten mukaisesti. Ideaalia on, että johto pyrkii maksimoimaan osakkeenomistajien arvoa ja toisaalta pitää huolen, että velat tulevat maksettua. Usein johtoa saattaa houkuttaa enemmän sekä aseman että vallan tuomat edut. (Cotter 2011.) Jos yksilöt toimivat itsekkäästi, näistä eroista johtuen syntyy konflikteja (Morris 1987). Scottin (2009, 313) mukaan agenttiteoria tutkiikin sitä, miten agentti saadaan toimimaan päämiehen hyväksi motiivien ollessa ristiriidassa. Khelifi ja Bouri (2001) yleistävät

vielä laajemmin teoriassa analysoitavan yrityksen eri toimijoiden välisiä suhteita. Agenttiteorian esiintuoma teoreettinen paradigma onkin pysynyt laskentatoimelle tärkeänä jo kolmenkymmenen vuoden ajan ja se antaa näkemystä laskentatoimen lisäksi monelle muulle tieteenalalle (mm. Lambert 2001).

Agenttiteorian mukaisesti voidaan ymmärtää osapuolten solmineen sopimussuhteen tietyn tehtävän suorittamiseksi. Kuten Scott (2009, 313) korostaa, toisinaan johdon intressit saattavat poiketa osakkeenomistajien ja velkojien näkemyksestä. Näin ollen johto eli agentti voi ajaa omaa etuaan päämiehen eli osakkeenomistajien ja velkojien kustannuksella. Suhteen ongelma johtuu siis informaation asymmetriasta, koska päämies ei voi varmistua, että johto todella toimii heidän intressiensä mukaan ja toisaalta johdolla on käytössä tietoa, jota päämiehellä ei ole. Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta keskeistä on nimenomaan osakkeenomistajan ja yhtiön johdon välinen suhde, joten osakkeenomistajat nähdään ensisijaisesti päämiehenä ja johto agenttina. (Mähönen & Villa 2006, 88.)

Toisaalta johto, osakkeenomistajat ja velkojat pyrkivät kaikki oman hyödyn mukaiseen toimintaan, joka voi johtaa epäsuotuisiin valintoihin tai moraalikatoon. Jotta johto toimisi sijoittajien edun mukaisesti, on toimintaa valvottava esimerkiksi nimittämällä hallituksen valiokunta tai solmimalla konkreettisesti erillisiä sopimuksia kuten kompensatio- ja velkasopimuksia. (Cotter ym. 2011). Kompensaatiosopimusten ongelmaksi voi kuitenkin muodostua se, että johto pyrkii nostamaan yrityksen arvoa vain lyhyellä tähtäimellä. Optimaalisten kannustinjärjestelmien luominen on epäilemättä haastavaa. Edellä mainittujen lisäksi Healy ja Palepu (2001) mainitsevat vielä kolmannen ratkaisun vähentää agenttiongelmia: Informaation välittäjät, kuten analyytikot ja luottoluokittelijat, jotka selvittävät ja tuottavat informaatiota muun muassa siitä, onko yrityksen johto käyttänyt varallisuutta sijoittajien etujen mukaisesti. Tiedon voidaan katsoa olevan uskottavampaa, jos jokin ulkopuolinen taho on varmentanut sen. Toisaalta on muistettava, että esimerkiksi useat luottoluokittajat ovat yritysten itsensä palkkaamia, jolloin päämiehiä ja agenteja voidaan nähdä olevan useampia.

Agenttiongelmia käsitellessä on hyvä pohtia omistajuuspohjaa, koska sillä on osittain merkitystä myös sen kannalta, millainen vaikutus informaatiolla on. Johdon ja osakkeenomistajien välillä voidaan havaita joko horisontaalisen tai vertikaalisen hallinnon haasteita. Horisontaalisen mallin mukaan yrityksen osakkeenomistajissa muutama suurempi

hallitsee, kun muilla on pienempiä osuuksia. Tällöin agenttiongelman voi nähdä ennemminkin olevan siinä, kuinka johto pystyy toimimaan kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisesti niin, että minimoidaan sijoitusten arvojen vaihtelua. Suurempien osakkeenomistajien katsotaan voivan vaikuttaa suoraan johtoon jopa ohi hallituksen. Horisontaalisen hallinnon ongelmat dominoivat suurinta osaa maailmaa, kuten Suomea, kun taas vertikaalisen hallinnon asiat haastavat Yhdysvaltoja. Siellä agenttiongelman voidaan ennemminkin nähdä olevan perinteisen mukainen sillä kaikki osakkeenomistajat ovat pieniä, jolloin haasteena on se, kuinka johto toimii osakkeenomistajien intressien mukaisesti hallituksen toimiessa välikädessä. (Roe 2004.) Kun yrityksellä on muutama suurempi osakkeenomistaja, niin muutokset heidän omistuksessaan vaikuttavat osakkeiden hinnanmuodostumiseen hyvin paljon. Toisin sanoen markkinat voivat olla melko stabiilit, jos kauppaa ei käydä verrattuna tilanteeseen, jossa yrityksellä on paljon pieniä osakkeenomistajia. Tällöin saadaan myös enemmän aineistoa siitä, kuinka julkaistu tieto otetaan vastaan markkinoilla.

Ongelmien ratkaisemisesta luonnollisesti koituu kustannuksia. Jensen ja Meckling (1976) esittävät agenttikustannusten jakoa kolmeen ryhmään: Päämiehen valvontakustannuksiin, agentin sitoutumiskustannuksiin ja jäännöskustannuksiin. Valvontakustannuksia syntyy, kun päämies selvittää agentin toimia. Tähän voi liittyä myös se, että rakennetaan kannustinjärjestelmiä, joiden avulla saadaan johto toimimaan sijoittajien edun mukaisesti. Sitoutumiskustannukset muodostuvat siitä, että molemmat osapuolet vakuuttavat toimiensa rationaalisuuden. Jäännöskustannukset puolestaan ovat tappioita, joita syntyy kun agentti ei ole toiminut päämiehen edun mukaisesti valvonnasta huolimatta. Khlifi ja Bouri (2010) väittävät, että agenttikustannuksia ei kuitenkaan synny niin paljoa, jos yritys julkaisee vapaaehtoisesti yksityiskohtaista tietoa ja usein kustannussäästö motivoikin johtoa vapaaehtoiseen tiedottamiseen.

3.4.2 Signaaliteoria

Khlifin ja Bourin (2010) mukaan signaaliteoria antaa erityisen hyvän näkökulman selitettäessä syitä tulevaisuudennäkymistä tiedottamiseen. Nimenomaan vuosittaisen tilinpäätöksen yhteydessä annettu ennuste tulevaisuudesta nähdään tärkeänä signaalina tulevasta tuotoista (Hussainey & Aal-Eisan 2009). Näkemysten laajuuden ollessa yrityksen harkittavissa, vapaaehtoisen tiedon merkitys korostuu. Signaaliteorian mukaan informaation

asymmetriaa voidaan vähentää viestimällä markkinoille enemmän (Cotter ym. 2011). Agenttiteorian mukaan vapaaehtoisen tiedottamisen voidaan nähdä konflikteja vähentävänä, kun taas signaaliteorian mukaan sillä välitetään tiettyä informaatiota markkinoille. Johto siis tiedottaa vapaaehtoisesti, koska sen uskotaan olevan hyvä signaali yrityksen suorituskyvystä ja toisaalta sen nähdään heikentävän informaation epäsymmetriaa, koska markkinoille halutaan tuottaa mahdollisimman paljon tietoa. Miller ym. (2009) toteaaakin, että mitä tarkemmin yritys kykenee antamaan arvion tulevasta, sitä lähempänä osake on todellista arvoaan. Cazavan-Jeny ja Jeanjean (2007) puolestaan toteavat, että mitä yksityiskohtaisemmin yritys julkaisee näkemyksiään tulevaisuudesta, sitä pienempi virhe toteutuneessa ennusteessa ja edelleen se parantaa sijoittajien luottamusta tulevaisuudennäkymistä tiedottamiseen. Näin ollen tiedon määrä ei ole olennaisessa asemassa, vaan enneminkin painotetaan ennusteen laatua. Toisaalta kaiken tiedon julkaiseminen ei välttämättä ole kannattavaa. Johto harkitsee varmasti tarkkaan mitä tietoa julkaisee ja mitkä ovat informaatioisällön mahdolliset vaikutukset.

Aiemman tutkimuksen perusteella julkaistavien uutisten vaikutus markkinoihin on looginen: Jos yrityksellä on positiivisia uutisia, vaikuttaa se positiivisesti osakekurssiin, kun puolestaan huonot uutiset laskevat sitä (mm. Milgrom 1981; Hutton ym. 2003; Rennekamp 2012). Cotterin ym. (2011) mukaan johto, joka odottaa tulevaisuudelta positiivisia näkymiä kasvun suhteen, raportoi ne mielellään, toisin kuin huonot uutiset. Ja toisaalta, neutraalitkin uutiset pyritään raportoimaan, jotta voidaan viestittää, että ei olla odottamassa negatiivisia tuloksia. Diamond ja Verrecchia (1987) tutkimuksen tulokset vahvistavat, että tiedon julkaisematta jättäminen tulkitaan markkinoilla usein signaalina huonoista uutisista. Suijs (2007) argumentoikin, että yritykset nimenomaan tiedottavat keskinkertaista tietoa ja välttävät ääripäiden tiedottamista, koska ovat epävarmoja sijoittajien reaktioista. Näin ollen tarkan, kenties numeerisen ennusteen antamista voidaan vältellä.

Positiiviset tulosennusteet on omiaan pienentämään asymmetriaa, kun taas, jos yrityksellä on kertoa negatiivisia tulostuloksista, informaation epäsymmetria kasvaa (Brownin ym. 2009). Näin on todettu varsinkin siinä tapauksessa, että tulevaisuudennäkymä on yllättävä. Johtoa saattaa motivoida huonojen uutisten tapauksessa se, että tuottamalla sijoittajille ennakolta tietoa siitä mitä odotetaan, voidaan pehmentää reaktiota. Suijsin (2005) näkemys onkin, että negatiivisen tiedon julkaiseminen on yritykselle hyödyllisempää ja edullisempää kuin niiden pantaaminen. Esimerkiksi Skinner (1994) väittää, että yritykset tiedottavat huonoista

uutisistakin ajoissa välttääkseen oikeudenkäyntiin ja maineen menetykseen liittyviä kuluja. Olennaisessa asemassa negatiivisen tiedon julkaisemisessa onkin se miten se kerrotaan ja ennen kaikkea mitkä ovat perusteet tähän näkymään.

Rennekampin (2012) mukaan nimenomaan helposti luettavat ja tulkittavat julkaisut johtavat suurempiin reaktioihin etenkin pienten sijoittajien keskuudessa. Evidenssiä on myös siitä, että hyvin kommunikoitu tieto koetaan luotettavammaksi, mutta se ei kuitenkaan kerro välttämättä luottamuksesta johtoon. Huttonin ym. (2003) mukaan sijoittajat ymmärtävätkin johdon mahdollisesti hyötyvän hyvistä uutisista, esimerkiksi jos heidän toimintaansa arvioidaan ja palkitaan yrityksen markkina-arvon perusteella. Tämän vuoksi sijoittajat suhtautuvat positiiviseen tietoon varauksella, joka tarkoittaa sitä, että hyviä uutisia joutuu perustelemaan paremmin. Puolestaan huonot uutiset voidaan pitää aina informatiivisina. Baginski ym. (2004) näkemys on lähes päinvastainen ja heidän mukaan johto kokee tarvetta perustella huonoja uutisia enemmän kuin hyviä. He myös painottavat sitä kuinka ennusteet on kielellisesti ja sisällöllisesti rakennettu. Jos ennusteen perusteet antavat signaalin uskottavuudesta, voi se vahvistaa tulevaisuudennäkymien ennustamista. Yangin (2012) tutkimuksen mukaan jopa johdon tyylillä ennustaa on merkitystä.

Scott (2009, 457) erottelee vielä signaaliteorian yhteydessä suoran ja epäsuoran viestittämisen (Direct & Indirect Signalling). Nimensä mukaisesti suora viestittäminen tarkoittaa, että johto kertoo esimerkiksi tarkan ennusteen tulevasta kassavirroista. Johdolla ei ole motivaatiota vääristää tulosta, koska jos toteutuma ei vastaa arviota, seuraa siitä kustannuksia. Epäsuora viestittäminen puolestaan voi olla vaikka yrityksen sisäinen toimintatapa tai -käytäntö. Esimerkiksi maksetaanko tasaisesti osinkoja tai käytetäänkö voittovaroja investointeihin, voidaan tulkita signaaliksi yrityksen tulevaisuudesta. (Mt. 457-458.) Epäsuoran viestittämisen avuksi voidaan myös luoda tiedottamispolitiikka, joka on kirjallinen ohjeistus siitä, mitä pörssi-yhtiön tulee tiedonantovelvollisuuden nojalla julkistaa ja, toisaalta se sisältää myös yrityskohtaisia menettelytapoja. Poliitiikka toimii siis sekä sisäisenä ohjeistuksena että soveltuvien osin julkiseen tarkoitukseen. (Virtanen 2010, 111.) Grosmanin (1981) mielestä yritys voi välttää riskin, että sijoittajat tulkitisivat väärin tiedottamista, luomalla vapaaehtoisesti ohjeistuksen tiedotuskäytännöistään. Tiedon julkaiseminen voidaan siis nähdä strategiana, jonka laatimisessa on otettu huomioon niin kustannukset kuin välitettävät signaalitkin. Vapaaehtoisen tiedottamisen avulla johto voi erottautua ja vaikuttaa sijoittajien käsityksiin yrityksen tulevaisuudesta niin, että markkinat voivat tehokkaammin arvioida

informaatiota, ja edelleen yritys voi saavuttaa korkeamman markkina-arvon (Marston & Polei 2004).

3.4.3 Kilpailukustannusteoria

Toisin kuin agentti- ja signaaliteoria, kilpailukustannusteoria⁶ ei oletta ristiriitaa johdon ja osakkeenomistajien välille. Näin ollen tiedottamisen voisi aina kuvitella olevan luotettavaa (Healy & Palepu 2001). Aina kaiken tiedon julkaiseminen kilpailutilanteessa ei ole järkevää. Vaikka yritys pyrkisikin kertomaan näkemyksen tulevaisuudesta, perustelun antamatta jättäminen voi olla järkevää, jos tieto on jotain jostain syystä julkaisematonta. Johto saattaa suhtautua pidättyvästi yhtiön tulevaisuutta koskevien arvioiden esittämiseen siihen liittyvien riskien vuoksi. Tämä saattaa johtaa siihen, että tiedotetaan epämääräisesti, mutta kuitenkin lain edellyttämän säädännön verran. (Huovinen 2004, 125). Khlifin ja Bourin (2010) mukaan johto pyrkii tiedottamaan vapaaehtoisesti aina kun hyödyt tästä informaation jaosta ylittävät kustannukset. Näin ollen yritysten täytyy punnita tiedottamisen positiivisia ja negatiivisia vaikutuksia.

Informaatio on tärkeää sekä markkinoille että kilpailijoille. Oleellinen ja hyödyllinen tieto saattaa nostaa yrityksen markkina-arvoa, mutta toisaalta se voi houkuttaa kilpailijoita käyttämään informaatiota hyväkseen. (Wagenhofer 1990.) Healy ja Palepu (2001) väittävät, että yrityksillä ei ole motivaatiota tiedottaa asioista, jotka heikentävät heidän kilpailullista asemaa, senkin uhalla, että lisäpääoman kerääminen tulee hyvin kalliiksi. Muun muassa niin markkinoiden kilpailun kuin sisäpiiritiedon luonne vaikuttavat herkkyyteen tiedottaa. On luonnollista, että strategista informaatiota ei paljasteta. Gray ym. (1990) mukaan kilpailuedun menettämisestä koituvat välittömät kustannukset ovat suurin syy, jonka takia yritykset eivät tiettyjä tietoja julkaise. Kilpailukustannukset ovatkin pääasiassa kustannuksia, joita syntyy voittojen menettämisestä. (Wagenhofer 1990.)

Tiedottamisen kustannukset voidaan siis jakaa kahteen: Sisäiset kustannukset, jotka sisältää kustannuksia, kun valmistellaan ja julkistetaan informaatio sekä toisaalta ulkoiset kustannukset, jotka ovat siis seurausta siitä, että kilpailijat käyttävät hyväkseen julkaistua tietoa (Verrecchia 1983). Puolestaan vapaaehtoisen tiedottamisen hyötyjä on useita: oikean hinnan lisäksi muun muassa osakkeen laaja vaihto, rahan saanti, laaja kiinnostus, tasainen

⁶ Proprietary Cost Theory

kurssikehitys, omistajakunnan painottaminen ja odotusten ohjaus (Huovinen 2004, 122). Julkistetulla tiedolla ei saa kuitenkaan olla haittaa yrityksen arvoon, vaan sen toivotaan pienentävän informaation asymmetriaa aivan kuten agentti- ja signaaliteoriankin mukaan (Cotter 2011). Verrecchia (1983) tosin väittää, että mitä suuremmat kustannukset yritykselle ovat, sitä vähemmän negatiivisempi on sijoittajien vastaanotto. Yleistäen voidaan kuitenkin todeta tämän teorian kehottavan yritystä julkaisemaan vapaaehtoisesti tietoja, jos hyödyt ovat suuremmat kuin kustannukset.

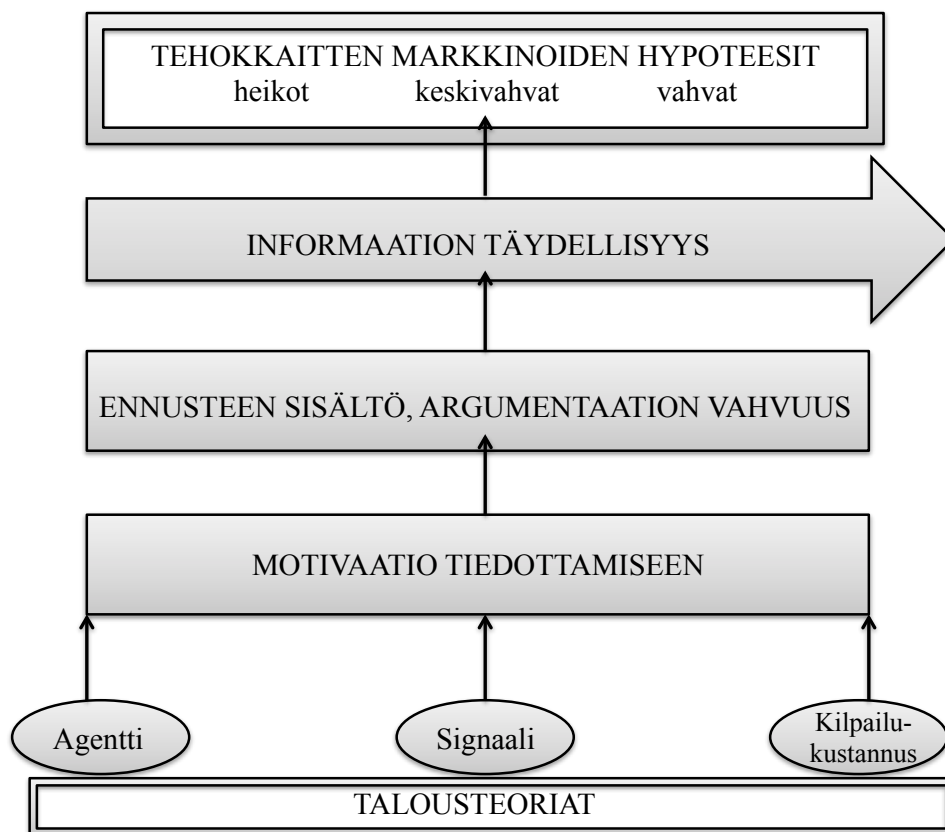
3.5 Teoreettinen viitekehys

Morrisin (1987) mukaan sekä agenttiteoria että signaaliteoria luovat hyvän teoreettisen pohjan tarkastella vapaaehtoisen tiedottamisen käytäntöjä. Khlifi ja Bouri (2010) väittävät etenkin signaaliteorian antavan erityisen hyvän näkökulman selitettäessä syytä tulevaisuudennäkymistä tiedottamiseen. Toisaalta kilpailukustannusteoria tuo toisenlaisen näkökulman tiedottamiseen, koska toisin kuin agentti- ja signaaliteoria, se ei oletta ristiriitaa johdon ja osakkeenomistajien välille (Morris 1987). Healyn ja Palepun (2001) mukaan tiedottamisen voisi tämän vuoksi ajatella aina olevan luotettavaa. Tiedon merkitys on hyvin erilainen riippuen siitä, kenen kannalta asiaa tarkastelee – yleensä ennen tiedon julkaisemista pohditaan mitä hyötyä ja haittaa siitä voi olla ja kenelle. Tuottojen ja kustannusten vertailun voidaan nähdä olevan yhteistä kaikille esitellyille teorioille. Luonnollisesti on motivoivampaa julkaista tieto, jonka mahdollinen tuotto ylittää julkaisemisesta aiheutuvat kustannukset.

Aiemmasta tutkimuksesta voidaan tunnistaa tietyn tyyppisiä tulevaisuudennäkymien sisällöllisiä käytänteitä, jotka voidaan nähdä kannustimina tiedon julkaisemiseen tai sen julkaisematta jättämiseen. Näistä esimerkkinä ennusteen suunta (positiiviset tai negatiiviset näkymät), jolla uskotaan olevan vaikutusta markkinoihin (mm. Milgrom 1981; Hutton ym. 2003; Rennekamp 2012) tai toisaalta se, että negatiivista ennustetta täytyisi perustella enemmän kuin positiivista (mm. Baginski ym. 2004). Tiedottamisen hyötyjen ja haittojen taustalla saattavat siis motivoida jotkut olettamattomat syyt, miten informaation sisällöllä on vaikutuksensa markkinoihin. Vaikkakin muun muassa Millerin ym. (2005) mukaan, mitä yksityiskohtaisemmin yritys kertoo tulevaisuudennäkymistä (hyvistä tai huonoista), sen todennäköisemmin ennuste osuu oikeaan, ja edelleen vahvistaa luottamusta yritykseen.

Yrityksen johdolla katsotaan olevan paras tieto taloudellisesta tilanteesta ja sijoittajat ovat täysin riippuvainen siitä informaatiosta, jonka johto tuottaa markkinoille. Tiedon laadulla on olennainen vaikutus sijoituspäätösten onnistumiseen. (Mähönen & Villa 2006, 91.) Mitä enemmän ja laadukkaammin informaatiota tuotetaan, sen tehokkaammat markkinat, ja sitä paremmin yrityksen markkina-arvo vastaa todellista arvoa (mm. Fama 1970; Scott 2009, 117). Vaikka kaiken julkaistavan tiedon katsotaan johtavan lähemmäs fundamentaalista arvoa, on Beyerin ym. (2010) mukaan nimenomaan johdon näkemyksellä tulevaisuudesta on merkittävin vaikutus sijoittajien sijoituspäätöksiin ja sitä kautta yrityksen markkina-arvoon. Kuvioon 4 on koottu yhteen tutkielman aiheen eri näkökulmat ja pohdittu näiden yhteyksiä toisiinsa huomioiden tutkimukselle asetettu kysymys.

Kuvio 4. Tutkielman teoreettinen viitekehys



4 HYPOTEEBIT

Tähän mennessä on hahmotettu sekä institutionaalista ympäristöä että teoreettista viitekehystä. Tässä luvussa esitellään tutkimukselle asetetut hypoteesit. Hypoteesit on asetettu niin, että saadaan mahdollisuuksien mukaan vastaus tutkimuskysymykseen: Onko tulevaisuudennäkymien sisällöllä informaatioarvoa markkinoilla? Konkreettisesti tämä tarkoittaa sitä, että tarkastellaan osaketuottoa tilinpäätöstiedotteen aikaikkunassa ja mahdollista epänormaalia tuottoa pyritään selittämään tulevaisuudennäkymien sisällöllä. Näin ollen tutkimuksella on kolme rinnakkaista hypoteesia, joiden taustalla vaikuttavat tietyt teorian mukaiset oletukset. Pääasiassa ollaan kiinnostuneita hypoteesista kaksi ja kolme, mutta näiden määrittämiseksi on hyvä testata erikseen hypoteesi yksi. Tulevaisuudennäkymiä kategorisoidessa eroteltiin ennusteesta liikevaihto tai myyntiennuste (tästä eteenpäin liikevaihto) sekä liikevoitto-, liiketulos- tai marginaaliennuste (tästä eteenpäin kannattavuus) (ks. Hursti 2013). Jokainen hypoteesi testataan erikseen niin liikevaihdon kuin kannattavuuden osalta.

H1: Epänormaaleihin tuottoihin vaikuttaa ennusteen väittämän suunta

Ensimmäinen hypoteesi liittyy siihen nähdäänkö yrityksen tulevaisuuden liikevaihto ja kannattavuus positiivisena, negatiivisena vai tasaisena verrattuna edelliseen vuoteen. Agentti- ja signaaliteorian mukaan voidaan olettaa, että yritykset ennustavat mahdollisuuksien mukaan positiivisia tulevaisuudennäkymiä saavuttaakseen markkinoita parempaa tuottoa. Kun taas negatiivisen ennusteen antaville on odotettavissa epänormaalia heikompaa tuottoa. (mm. Brown 2009; Cotter ym. 2011 Milgrom 1981; Hutton ym. 2003.) Tällä perusteella voidaan odottaa, että tasaisen, edellisvuoden tasoa vastaavan ennusteen antavat ovat linjassa markkinoiden tuoton kanssa (mm. Suijs 2007). Toisaalta vapaaehtoisen tiedottamisen tulisi lisätä markkinoiden luottamusta, joten tämän mukaan markkinoilla tulisi näkyä reaktiota, jos yritys ylipäättänsä julkaisee jotain (mm. Khlifi & Bouri 2011) ja puolestaan tiedon julkaisematta jättäminen tulkitaan markkinoilla usein signaalina huonoista uutisista, joten odotettavissa olisi markkinoita heikompaa tuottoa (Diamond & Verrecchia 1987).

H2: Epänormaaleihin tuottoihin vaikuttaa ennusteen lisäksi tiedon peruste

Toiseen hypoteesiin vaikuttaa edellä mainittujen väittämän suuntaa tukevien teorioiden lisäksi kilpailukustannusteoria. Yritys joutuu punnitsemaan syitä julkaista jotain tiettyä tietoa, jotta sen kokemat kustannukset eivät nouse suuremmiksi kuin mitä hyödyt ovat (mm. Khlifi & Bouri 2010). Voisi olettaa, että toisinaan yrityksen sisäiset syyt ovat kilpailun näkökulmasta asioita, joita ei haluta liikaa paljastaa ja toisaalta, jos näin tehdään niin kustannukset saattavat vaikuttaa markkinoihin (mm. Gray ym. 1990; Wagenhofer 1990). Tämän hypoteesin avulla pyritään selvittämään positiivisten ja negatiivisten väittämien mahdollista vaikutusta osaketuottoon, kun sitä perustellaan joko sisäisillä ja/tai ulkoisilla syillä. Signaaliteorian mukainen oletus voisi olla, että sisäisillä syillä pyritään ennen kaikkea perustelemaan positiivisia ennusteita, kun ulkoisia syitä on helpompi käyttää negatiiviseen ennusteeseen. Toisaalta, jos ulkoisilla syillä perustellaan positiivista ennustetta, ei markkinoiden reaktio ole välttämättä yhtä suuri kuin jos negatiivista ennustetta perustellaan sisäisillä syillä. (mm. Baginski 2004.)

H3: Epänormaaleihin tuottoihin vaikuttaa ennusteen lisäksi argumentaatiovahvuus

Hypoteesi kolme on kenties kaikkein mielenkiintoisin, sillä sen avulla pyritään selvittämään ennusteen argumentaatiovahvuuden merkitystä (ks. Hursti 2011, 2013). Tällä tarkoitetaan yhteyttä, joka muodostuu olemassa olevan tiedon ja väitteen välille. Periaatteessa voidaan siis tutkia pelkästään tuota vahvuutta, mutta epäilemättä väittämän suunta voi vaikuttaa tulokseen. Aiemman tutkimuksen perusteella on odotettavaa, että helposti luettavat ja tulkittavat julkaisut saattavat johtaa suurempiin reaktioihin (Rennekamp 2012). Myös kielellisesti, sisällön rakenteella tai tyyllillä voidaan nähdä merkitystä (Yang 2012). Koska sijoittajat suhtautuvat positiiviseen tietoon varauksella, voi olla, että hyviä uutisia joutuu perustelemaan paremmin. Puolestaan huonot uutiset voidaan pitää aina informatiivisina. (mm. Hutton ym. 2003). Toinen näkemys on se, että johto kokee tarvetta perustella huonoja uutisia enemmän kuin hyviä (Baginski ym. 2004). Tämä asetelma tekee hypoteesista kolme kiinnostavan.

5 AINEISTO JA MENETELMÄT

Tutkimuksen tarkoituksena on pureutua tilinpäätöstiedotteissa ilmaistuihin tulevaisuudennäkymien sisältöön. Toisaalta tarkoituksena on selvittää onko tuolla sisällöllä vaikutusta markkinoihin. Tässä luvussa esitellään tutkielman aineisto ja menetelmät, jonka avulla tutkimuskysymykseen etsitään vastausta. Aineiston esittelyn jälkeen käsitellään menetelmistä ensimmäistä, Toulminin argumentaatiomallia, jonka perusteella tulevaisuudennäkymät on luokiteltu. Tilinpäätöstiedotteista kerätyt ja argumentaatiomallin mukaan kategorisoidut ennusteet muodostavat tutkielmassa markkinoiden reaktiota mahdollisesti selittävät muuttujat. Markkinoiden käytöstä kuvaamaan on kerätty arvopaperin hintaan liittyvää tietoa. Tutkielman toisena menetelmänä on tapahtumatutkimus (Event Study), jonka avulla saadaan laskettua markkinoiden epänormaalia tuottoa, joka kuvastaa selitettävää tekijää. Näin ollen, luvun lopuksi tullaankin esittämään regressiomallien yhtälöt muuttujineen analyysia varten.

5.1 Aineisto ja rajaukset

Tämän tutkielman aineisto koostuu OMX Helsingin pörssin tilinpäätöstiedotteista vuosina 2007–2011. Toteutuneiden tulosten yhteydessä esitetään tulevaisuudennäkymät kuluvalle vuodelle eli todellisuudessa aineiston ennusteet ovat vuosille 2008–2012. Informaation lähteeksi on valittu tilinpäätöstiedote sen takia, että yrityksen on niissä arvopaperimarkkinalain mukaan esitettävä näkemyksensä tulevasta kehityksestä. Vaikka tilinpäätöstiedotteet eivät usein ole tilintarkastettuja, on käytäntö, että tulevaisuudennäkymät ovat samansisältöisenä myöhemmin julkaistavassa toimintakertomuksessa, joka puolestaan on tilintarkastettu. Lisäksi tilinpäätöstiedote on yleensä vuoden ensimmäinen informaationlähde kertomaan niin menneestä kuin tulevasta tilikaudesta.

Tilinpäätöstiedotteet on kerätty manuaalisesti OMX Helsingin pörssin internetsivuilta (OMX Helsinki Uutiset), jossa julkaistaan jatkuvasti ajankohtaisia listayhtiöiden tiedotteita. Rahoitussektorin yhtiöt on jätetty pois tarkastelusta niiden toiminnan luonteen ja erityissäädösten takia. Lisäksi tarkastelun ulkopuolelle on jätetty yritykset, joiden tilikausi on jokin muu kuin kalenterivuosi mahdollisen vertailtavuuden vuoksi. Tällä hetkellä pörssissä on myös muutama yritys, joka on listautunut kesken tarkastelujakson (kuten Talvivaara vuodesta

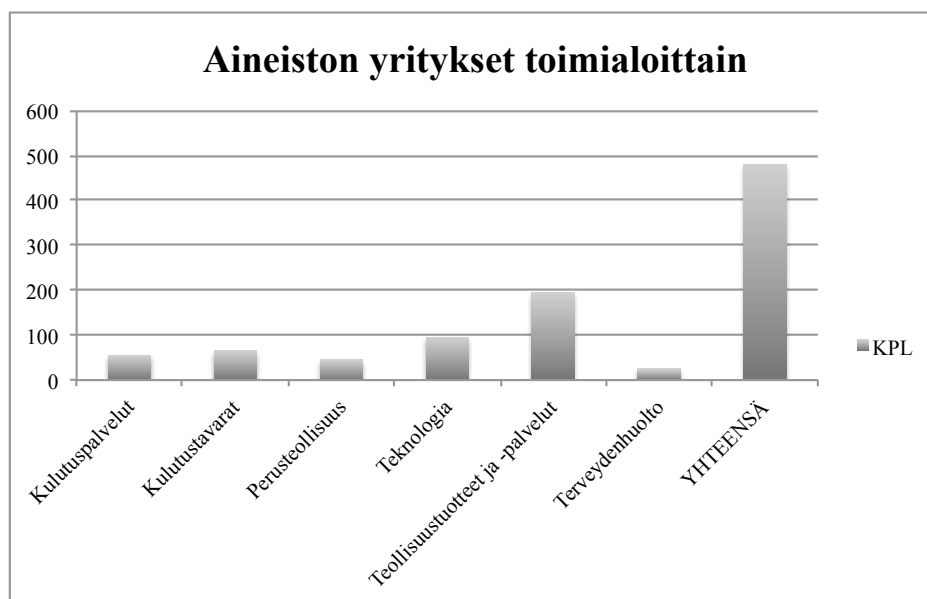
2009), eikä aineistoa ole saatavilla kaikille vuosille. Samoin muutaman ruotsalainen yritys on rajattu ulos, koska lainsäädäntö ei Suomen ja Ruotsin välillä ole täysin yhdenmukaista. Viimeinen rajaus on tehty koskemaan toimialoja (tietoliikenne- ja yleishyödylliset palvelut sekä öljy ja kaasu), joilla operoi vain yksittäisiä isoja toimijoita. Näin ollen tutkimuksella ei olisi esimerkiksi voitu saada yleistettäviä tuloksia kyseisistä toimialoista. Rajoitukset ja lopullisen luetun aineiston koko on kerätty alla olevaan taulukkoon 1.

Taulukko 1. Valittu aineisto rajauksineen

	Aineisto	Rajauksen syy
Alkuperäinen	125	
Rahoitussektori	16	Toiminnan luonne, lainsäädäntö
Tilikausi muu kuin kalenterivuosi	5	Vertailtavuus
Listautuneisuus	3	Ei kata koko tarkasteluajanjaksoa
Kotimaa	2	Lainsäädäntö
Toimiala	3	Tulosten yleistettävyys
Lopullinen	96	

Kaiken kaikkiaan siis on luettu 96 yrityksen tilinpäätöstiedotteista tulevaisuudennäkymät liikevaihdon ja kannattavuuden osalta viiden vuoden ajalta (ks. myös liite 1). Aineiston yritykset kuuluvat kuudelle toimialalle: kulutuspalvelut (11 yritystä), kulutustavarat (13), perusteollisuus (9), teknologia (19), teollisuustuotteet ja -palvelut (39) sekä terveydenhuolto (5). Tämä tekee yhteensä 480 havaintoa (kuvio 5), joiden avulla on pyritty selittämään mahdollisia markkinoiden liikkeitä.

Kuvio 5. Havaintojen jakautuminen toimialoittain



Thomson One –tietokannasta on puolestaan haettu yrityksiin liittyvä numeerinen historiatieto. Ensisijaisesti kannasta on kerätty hintojen ja indeksien päiväkohtaisia päätöskursseja, jotta on voitu käsin laskea tuottoja tiedon julkaisun ympäriltä. Kaikki hintatieto on haettu kannan Pricing –kategoriasta, jolloin voidaan olla varmoja, että kantaan tuotettu informaatio on syötetty samalla tavalla. Indeksien tuottoa kuvaamaan on valittu OMX Helsinki GI, koska siinä on mukana kaikki Helsingin Pörssiin listatut osakkeet ja sen tarkoitus on kuvata pörssin kurssikehitystä. Osakkeiden tuotoissa on mukana sekä osingot että arvonnousu. Indeksillä on kuitenkin rajoituksena se, että yhden osakkeen maksimaalinen painoarvo on 10 prosenttia indeksin koko markkina-arvosta. (OMX Helsinki GI –indeksi.)

Thomson One Reuters Knowledge Directista on puolestaan kerätty muita taloudellisia tunnuslukuja, jotka ovat tutkimuksessa lähinnä kontrolloimisen takia. Taseen loppusummalla (Total Assets) on pyritty hillitsemään yritykseen koon mahdollista vaikutusta. Tuloslukuja (Gross Profit) on kerätty tilikaudelta (Fiscal Year) ja sitä edeltäneeltä tilikaudelta (Previous Year), jotta on pystytty laskemaan tulosmuutos ja näin ollen rajoittamaan siitä aiheutuvaa reaktiota. Tutkimuksen kannalta olisi ollut olennaista pystyä kontrolloimaan mahdollista analyytikkojen ennusteiden vaikutusta, mutta IBES–tietokannasta ei löytynyt kaikille yrityksille tulosenusteita vuositasona, vaikka useampaa eri tulostulonimikettä yritettiin. Tämä saattaa johtua muun muassa siitä, että Helsingin markkinat ovat melko stabiilit ja kaupankäyntivolyymit ovat pienentyneet aika rajusti. Analyytikot eivät seuraa kaikkia listalla olevia yhtiöitä, varsinkin pienten ja keskisuurien yritysten seuranta on koko ajan vähäisempää. Mainittakoon, että suurimpia 25 yhtiötä Helsingin Pörssissä seuraa keskimäärin 8 analyytikkoa Suomessa. (Kauppalehti 48/2013.)

5.2 Menetelmät

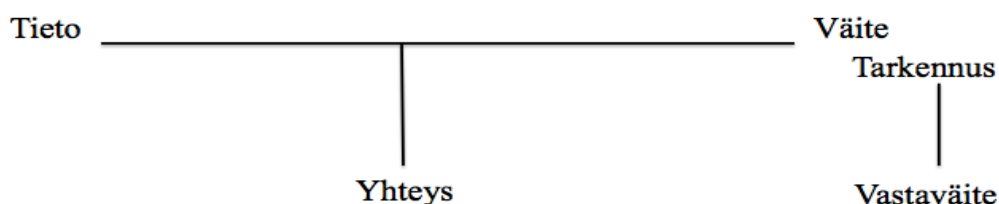
Tutkielmassa on käytetty kahta menetelmää, jotta on saatu regressiomalliin selitettävä ja selittävät muuttujat. Toulminin argumentaatiomallilla on kategorisoitu tulevaisuudennäkymiä ennusteen (väitteen) suunnan, sen tueksi annetun datan ja näitä yhdistävän linkin perusteella. Tämän luokittelun avulla on pyritty selittämään yrityksen epänormaalia tuottoa markkinoilla. Kumulatiivisen epänormaalin tuoton selvittämiseksi on hyödynnetty soveltaen tapahtumatutkimusta. Näin ollen molempia menetelmiä on tarvittu yhtäläillä, jotta on voitu rakentaa tutkielmalle regressiomalli.

5.2.1 Toulmin argumentaatiomalli

Hurstin (2011) mukaan tulevaisuudennäkymät ja ennen kaikkea se miten niistä kerrotaan, ovat tulleet yhä tärkeämmäksi kilpailulliseksi eduksi markkinoilla. Ennusteen sisällön analysoimiseen on kirjallisuuden (mm. Werder 1999) mukaan epäilemättä yksi yli muiden: Toulminin argumentaatiomalli. Sitä on käytetty arvioidessa erityyppisiä johdon viestejä ja tulosten mukaan mitä loogisemmin annetulla informaatiolla tuetaan väitettä, sen luotettavampi viesti on (Hursti 2011).

Toulminin malli sisältää kolme elementtiä: Väitteen (Claim), tiedon (Data) ja yhteys (Warrant) näiden kahden välillä. Väite on argumentti, joka perustuu tietoon, jonka perusteella yhteys muodostuu. Jos tieto ei tue väitettä, se horjuttaa argumenttia eli yhteyttä ei pääse muodostumaan, kun puolestaan selkeän informaation mukaiselle väitteelle syntyy yhteys, joka antaa argumentille vahvan tuen. Toulmin (2003, 92-94) antaa käytännön esimerkin: ”Harry syntyi Bermudalla” (Data), joten ”Harry on englantilainen” (Claim), koska ” Ihminen, joka syntyy Bermudalla on englantilainen” (Warrant). Huomionarvoista on se, että yhteys ei välttämättä ole sanallinen, vaan se tulisi pystyä muodostamaan tiedon ja väitteen perusteella. Mallin mukaan, jos väite on heikompi, sitä tulisi suojata tarkentamalla (Qualifier): ”Harry on *oletettavasti* englantilainen”. Yhteys ei tällöin ole täysin selvä ja näin ollen se jättää jopa tilaa vastaväitteelle (Rebuttal): ”Harry on oletettavasti englantilainen *ellei* molemmat hänen vanhemmistaan olleet ulkomaalaisia”. Kuvio 6 (mukaiillen Toulmin 2003, 92–94) yksinkertaistaa tämän logiikan.

Kuvio 6. Väite-tieto-yhteys –yksikkö



Hyödyntämällä Toulminin mallia tulevaisuudennäkymät tilinpäätöstiedotteista on käyty läpi ja pyritty luokittelemaan väitteen, tiedon ja linkin perusteella. Väitteeksi on tunnistettu sekä ennuste liikevaihdosta että näkemys kannattavuudesta. Liikevaihdon ennusteena on huomioitu myös myynnin ennuste, jos liikevaihdon näkemystä ei ole ollut. Useimmat kannattavuuden

ennusteista on liikevoittoa tai –tulosta koskevia, mutta mukana on myös muutama marginaaliennuste. Jos samassa ennusteessa on näkemys eri tason tuloksista, niin on valittu se, joka on lähinnä tuloslaskelman alinta riviä. Ennusteita luokiteltaessa väite on kategorisoitu muutoksena edelliseen vuoteen. Tarkempaa analyysia varten käytettiin väitteille seuraavanlaista asteikkoa (ks. Hursti 2013):

- 5= Positiivinen ja numeerinen ennuste (tarkka tai tietyllä vaihteluvälillä)
- 4= Positiivinen ja sanallinen ennuste
- 3= Tasainen ennuste (ei muutosta edelliseen vuoteen)
- 2= Negatiivinen ja sanallinen ennuste
- 1= Negatiivinen ja numeerinen ennuste (tarkka tai tietyllä vaihteluvälillä)
- 0=Ei ennustetta

Taulukko 2. Ennusteen perusteet

ULKOISET SYYT	SISÄISET SYYT
Yleiset taloudelliset syyt	Tuote/palvelutoimenpiteet
Lama/inflaatio	Muutokset hinnoissa
Euron vahvuus/heikkous	Muutokset valikoimassa
Ulkomaanvaluutan vaihtelut	Mainostaminen ja markkinointi
Nousevat/laskevat kustannukset	Uudet tuotteet/prosessit/tuotanto
Markkinoiden muutos tuotteille/palveluille	
Yleinen asiakaskannan muutos	Organisatoriset syyt
Sää/katastrofit	Johtamistekniikat/-strategiat/-suunnitelmat/uudelleenasetointi
Tilaukanta ja projektiaktiivisuus	Muutokset johdossa
Kolmannen osapuolen syyt	Kustannussäästöt
Verolain/muiden lakien muutokset	Arvonalentumiset
Sääntelijöiden toimenpiteet	Listautuminen
Toisten valtioiden pakkolunastukset	Osakkeiden ostaminen/myyminen
Oikeudenkäyntitoimenpiteet	Sulautumiset/Purkautumiset/Yritysostot
Kilpailutoimenpiteet	Investoinnit kalustoon
Pakolliset laskentatoimen muutokset	Vapaaehtoiset laskentatoimen muutokset

Baginskin ym. (2004) mukaan johto perustelee tulevaisuudennäkömiään joko yrityksen sisäisellä toiminnalla tai ulkoisien tahojen päätöksillä. Tutkimuksessa käytettiin kattavaa jaottelua yrityksen ulkoisiin ja sisäisiin syihin. Näin ollen tässä tutkielmassa on päädytty käyttämään perusteen koodaamiseen samaa lähdettä (edellä esitetty taulukko 2, mukailen Baginski ym. 2004). Ensisijaisesti on pyritty siihen, että luokitellaan tieto joko ulkoiseksi (=2) tai sisäiseksi (=1), mutta jos molemmat ovat yhtä vahvoja, on tieto voitu luokitella kuuluvan

molempiin kategorioihin (=3). Esimerkkinä tästä voidaan mainita arvopaperikauppa, sillä ei ole niin yksiselitteistä kumpi vaikuttaa enemmän – yrityksen tekemät sijoituspäätökset vai markkinoiden yleinen käyttäytyminen. Jos ennusteessa ei ole ollut minkäänlaista tietoa, luokiteltiin se nollassa (=0), mikä tarkoittaa automaattisesti myös sitä, että yhteyttä väitteeseen ei ole.

Argumentaatiomallin mukaan mitä selkeämmin väite ja tieto on tunnistettavissa, sitä vahvempi yhteys on ja myös takuu ennusteen informatiivisesta hyödystä. Mitä epämääräisempää informaatiota on tulkittu, sen heikompi hyöty siitä on. Toisin sanoen, jos väitteelle ei anneta riittävästi tukea tietoa, ei yhteyttä muodostu ja ennuste jää intuitiiviseksi. Toisinaan taas pystytään tunnistamaan väite ja tieto, mutta niiden yhteys ei ole aina looginen. Argumentaation vahvuudella voidaan ajatella olevan yhteys tiedon luotettavuuteen ja edelleen informaation asymmetrian tasoon.

Yhteyden luokittelun taustalla on käytetty Hurstin käynnissä olevan väitöstutkimuksen ajatuksia. Yhteydet on jaettu kolmeen ryhmään argumentaation vahvuuden perusteella. Kuten aiemmin todettiin, jos tietoa ei ole, niin ei yhteyttäkään muodostu (=0). Muussa tapauksessa yhteys muodostuu seuraavan ohjeistuksen mukaisesti kategorian kolme ollessa vahvin, kun puolestaan kategoria kaksi vastaa melko neutraalia, keskivahvaa argumentaatiota ja kategorian yksi ajatellaan olevan heikoin (ks. Hursti 2013):

3= Tieto tukee tarkoituksellisesti väitettä. Yhteys on selkeä ja ilmeinen. Usein väite ja tieto sijaitsevat myös konkreettisesti lähellä toisiaan.

2= Tiedolla yritetään tukea väitettä, mutta yhteys ei ole aina selkeä ja ilmeinen. Toisinaan väite ja tieto sijaitsevat konkreettisesti hajalla toisistaan.

1= Tieto ei tue tarkoituksellisesti väitettä. Yhteys ei ole selkeä, vaan enemmän intuitiivinen.

5.2.2 Tapahtumatutkimus

Tapahtumatutkimus (Event Study) on yleinen työkalu tutkittaessa pääomamarkkinoilla jonkun tietyn tapahtuman vaikutusta yrityksen osakekurssiin (Henry 2008). Tämän menetelmän hyöty on siinä, että rationaalisilla markkinoilla, tietyn tapahtuman vaikutuksen tulisi näkyä heti yrityksen arvossa (MacKinlay 1997). Henry (2008) jatkaa, että se linkittää

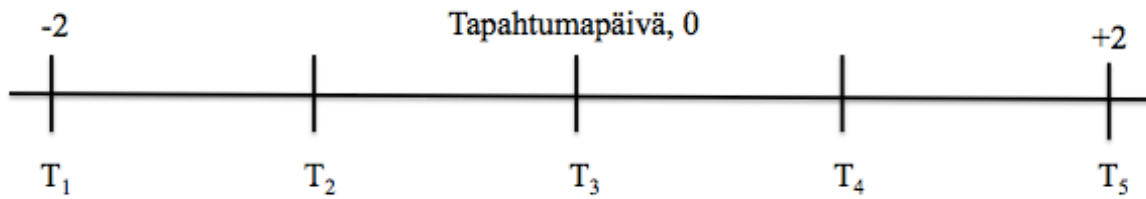
taloudellisen suorituskyvyn ja johdon päätöksenteon toisiinsa: Tapahtuman aikainen epänormaali toiminnanlaajuus on tuottavuuden mittari ja samalla se paljastaa olennaista tietoa, jotta ymmärretään paremmin yrityksen päätöksentekopolitiikkaa. Toisin sanoen, osakkeen epänormaalia tuottoa tiettyinä tapahtumaperiodina voidaan pitää merkkinä jostain tietystä yritysjohdon päätöksestä. Tutkimalla lyhyttä aikaperiodia tapahtuman ympärillä, voidaan selvittää tapahtuman merkitystä markkinoihin. Tapahtumatutkimusta voidaan käyttää niin yrityskohtaisten kuin markkinoidenkin laajuisten tapahtumien selittämiseen. (MacKinlay 1997.)

Tapahtumatutkimukset perustuvat siis sille rahoitusmarkkinoiden ajatukselle, että yrityksen osakkeeseen heijastuu nopeasti markkinoille kerrottu uusi tieto. Tästä johtuen yrityksen osakkeelle voidaan mitata epänormaaleja tuottoja, joita saadaan osakkeen noustessa tai laskiessa verrattuna siihen tilanteeseen, ettei kyseistä informaatiota olisi tuotettukaan markkinoille. Usein epänormaaleja tuottoja mitataan yrityksen osakkeen tuottojen ja laajan joukon osakkeiden tuottojen erotuksena. (Brown & Warner 1985.) MacKinlayn (1997) mukaan yleensä tätä epänormaalia tuottoa mitataan niin, että verrataan tapahtumaikkunan tuottoja yrityksen normaaliin tuottoon nähden. Aikaperiodia, jolloin tuottoja mitataan, kutsutaan tapahtumaikkunaksi ja tyypillisesti tuloksiin liittyviä julkaisuja mitataan lyhyellä aikaikkunalla (mm. Francis ym. 2002; Scrand & Walther 2000).

Ikkunan laajentaminen tapahtumapäivää suuremmaksi mahdollistaa laajemman tutkimisen, kuten esimerkiksi julkaisupäivän pörssin sulkeutumisen jälkeisen hintavaikutuksen. Toisaalta tulosenustamisen kohdalla markkinoiden toimijat hankkivat tietoa usein ennakkoon ja arvioivat tulevaa julkaisua, joka saattaa näkyä osakemarkkinoilla vaihteluna jo ennen varsinaista julkaisupäivää. (MacKinlay 1997.) Myös muu aiempi tutkimus (mm. Ball & Kothari 1991; Patell & Wolfson 1981) esittää, että tulosjulkaisuilla on merkittäviä vaikutuksia jo julkaisupäivää edeltävänä päivänä. Näin ollen, ensimmäinen tehtävä on määrittää tapahtuma, josta ollaan kiinnostuneita sekä tapahtumaikkuna eli tarkastelun kesto.

Tässä tutkimuksessa on valittu tapahtumapäiviksi tilinpäätöstiedotteiden julkaisupäivät sekä päivän ympäriltä molempiin suuntiin kaksi päivää, joten kokonaisuudessa tapahtumaikkuna on viiden päivän periodi. Näin on mahdollistettu se, että markkinoiden potentiaaliset reaktiot juuri ennen julkaisua ja toisaalta sen jälkeen, tulevat huomioiduksi. Kuviossa 7 (mukaillen MacKinlay 1997) on hahmotettu tutkielman tapahtuma-aikaikkuna.

Kuvio 7. Tilinpäätöstiedotteen julkaisemisen aikaikkuna



Tapahtumaikkunan tuottoja voidaan verrata vaihtoehtoisesti joko yrityksen omaan aiempaan normaaliin tuottokehitykseen tai vastaavasti markkinoiden tuottoon kyseisenä ajankohtana. Tutkielmaa varten on kerätty yrityksen osakkeesta hintatietoja laajalti sekä tapahtumaa edeltävältä ajalta että tapahtuman jälkeen, mutta on päädytty lopulta tekemään vertailua markkinoiden indeksi OMX Helsinki GI:hin nähden. Valinnan on katsottu antavan realistisemmän kuvan epänormaalista tuotosta, kun otetaan huomioon Helsingin Pörssin muidenkin osakkeiden käytös, eikä ainoastaan verrata suhteessa yrityksen aiempaan kurssikehitykseen. Yksittäisen päivän (T) ja yrityksen (i) osalta epänormaaleja tuottoja (Abnormal Return) lasketaan seuraavanlaisesti kaavan 1 (mukaillen Mackinlay 1997) mukaisesti.

Kaava 1. Epänormaali tuotto

$$AR_{iT} = R_{iT} - R_{mT}$$

Yhtälössä R_{mT} viittaa markkinoiden indeksin tuottoon kyseessä olevana päivänä. Epänormaaleiden tuottojen summasta saadaan koko aikaikkunan kumulatiivinen tuotto (Cumulative Abnormal Return). Tämä käy ilmi kaavasta 2 (mukaillen MacKinlay, 1997).

Kaava 2. Kumulatiivinen epänormaali tuotto

$$CAR_i(T)^5 = \sum_{T=T_1}^{T_5} AR_{iT}$$

Tapahtumatutkimuksella selvitetään jonkin informaation vaikutusta markkinoihin. Yleensä tätä tutkitaan regressioanalyysin avulla. Näin ollen, tapahtumaikkunan aikana laskettu kumulatiivinen epänormaalituotto muodostaa regressioyhtälössä selitettävän muuttujan. Jos informaatio on olennaista markkinoille, epänormaaliuden tulisi olla merkittävää markkinoiden

muuhun käyttöön nähden. Tämän tutkimuksen tapauksessa on oletettu yhteys tulevaisuudenennusteen sisällön ja markkinareaktion välillä. Tämä ei ole yksiselitteistä ja ennusteiden kategorisoinnin lisäksi on tarvittukin kontrollimuuttujia, jotta on saatu selvitettyä mahdollisimman tarkasti juuri tulevaisuudennäkymien vaikutusta.

5.3 Kvantitatiivinen analyysi

Kvantitatiiviseen analyysiin valittiin menetelmäksi regressio, koska sen avulla voidaan tutkia yhden tai useamman selittävän muuttujan vaikutusta selitettävään muuttujaan ottaen huomioon muiden selittävien muuttujien osuuden. Regressioanalyysi on monipuolinen ja joustava menetelmä muuttujien välisten kausaalisuhteiden tutkimukseen. Sen edellytyksenä on, että selitettävä muuttuja on vähintään välimatka-asteikollinen, mutta myös luokittelu- ja järjestysasteikollisia muuttujia voidaan sisällyttää analyysiin. Tällöin niistä täytyy tehdä ns. dummy-muuttujia. (KvantiMOTV 2008.) Regressioanalyysin tekemiseen on käytetty IBM:n SPSS Statisticsia, joka kattava ja helppokäyttöinen työkalu tilastotieteen töihin (IBM 2013). Seuraavaksi määritelläänkin regression muuttujat tarkemmin sekä esitellään regressioyhtälöt.

5.3.1 Muuttujat

Mallissa *selitettävänä muuttujana* on *kumulatiivinen epänormaali tuotto*. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi olettaa, että kaikki olemassa oleva informaatio on markkinoilla eikä näin ollen poikkeavia tuottoja ole mahdollista saavuttaa (mm. Fama 1970). Todellisuudessa markkinoilla vallitsee informaation epäsymmetria, jolloin kaikki tieto ei olekaan markkinoiden saatavilla ja näin ollen se saattaa näkyä sijoittajien epäluottamuksena yritykseen tai sitten tieto heijastuu markkinoille viiveellä. Näissä tilanteissa yrityksen todellinen arvo poikkeaa markkina-arvosta. (mm. Scott 2012.) Muun muassa Healyn & Palepun (2001) mukaan mitä enemmän tietoa julkaistaan, sen suuremmat epänormaalit tuotot. Khlifi ja Bouri (2010) uskovat nimenomaan vapaaehtoisen tiedottamisen vaikuttavan markkinoihin. Osakkeen hinta ja sen variaatiot ovat rahoitusmarkkinateorian mukaan oivallisia tarkasteltavia muuttujia kertomaan jonkin tapahtuman vaikutuksesta markkinoilla (mm. MacKinley 1997).

Selitettäviä muuttujia on kolme: Väittämän suunta, tiedon peruste ja argumentaation vahvuus. Teorian perusteella todennäköistä on, että muuttujista *väittämän suunta* saattaa

selittää yksistään epänormaaleja tuottoja. Varsinkin signaaliteorian perusteella voidaan odottaa, että yritykset antavat mahdollisuuksien mukaan positiivisia ennusteita epänormaalin markkinoita ylittävän tuoton takia. Toisaalta negatiivisia ennusteita vältetään antamasta mahdollisen negatiivisen tuoton takia ja näin ollen teoria kannustaa kertomaan tasaisenkin ennusteen sen takia, että tiedottomuus nähdään usein signaalina huonoista näkymistä. Myös agenttiteorian mukaan johdolla on intressejä vaikuttaa tulokseen muun muassa tilanteissa, jossa kannustimet määräytyvät yrityksen arvon perusteella. (mm. Hutton ym. 2003; Khlifi & Bouri 2010; Suijs 2007; Jensen & Meckling 1976.)

Muiden selittävien muuttujien ei uskota niinkään yksinään vaan enemmänkin yhdessä väitteen kanssa selittävän epänormaaleja tuottoja. *Tietoa* tarvitaan, jotta pystytään perustelemaan miksi ennustetaan positiivista, negatiivista tai tasaista näkymää. Baginskin ym. (2004) mukaan negatiivista ennustetta joutuu perustelemaan enemmän, mutta toisaalta Hutton ym. (2003) uskovat positiivisten ennusteiden perusteiden olevan luotettavampia. Kilpailukustannusteoria antaa perusteluihin näkökulman, jonka mukaan yrityksen on ehkä kannattavampaa vedota ulkoisiin syihin kuin sisäisiin syihin, jotta se ei paljasta liikaa kilpailijoilleen. (mm. Gray ym. 1990; Verrechia 1983). Lisäksi esimerkiksi sisäisten syiden takia ennustettu negatiivinen tulevaisuus voidaan olettaa olevan merkittävä signaali.

Kuten aiemmin on ollut esillä, ilman tietoa ei muodostu yhteyttä, mutta toisaalta se ei todennäköisesti yksin riitä selittämään epänormaaleja tuottoja. *Argumentaation vahvuus* tulee perusteista ja niiden yhdistettävyydestä ennusteeseen. Olisi mielenkiintoista nähdä, että positiivinen ja negatiivinen ennuste voivat olla yhtä vahvoja, kunhan ne perustele hyvin. Tämä tarkoittaisi sitä, että negatiivisen ennusteen reaktio markkinoilla ei ole niin negatiivinen, jos väite on perusteltu hyvin ja se muodostaa vahvan yhteyden. Mutta kuten edellä todettiin, on todennäköisempää, että positiivinen ennuste koetaan vahvemaksi kuin negatiivinen, vaikka niitä on perusteltu yhtä hyvin (mm. Hutton ym. 2003.)

Kontrollimuuttujien tarkoituksena on nimensä mukaisesti kontrolloida mallin tuloksia, niin että niistä saadaan nimenomaan tulevaisuudennäkymiä koskeva tieto esille. Koska tilinpäätöstiedotteet sisältävät sekä historiallista että tulevaisuutta koskevaa informaatiota, on olennaista erottaa mahdollinen tuloksen merkitys. On otettava huomioon, että yritykset julkaisevat kvartaaleittain informaatiota kuluvastä tilikaudesta, joten periaatteessa tilinpäätöstiedotteessa uutta tietoa on viimeisen neljänneksen tulos. Kuitenkin monen

yrityksen toiminta on hyvin syklistä, joten on järkevämpää verrata kuluneen tilikauden koko vuoden tulosta edellisvuoteen nähden. *Tuloksen muutosta* kuvaamaan onkin laskettu prosentuaalinen muutos. Toinen kontrolloitava tekijä on *yrityksen koko*, koska aiemman kirjallisuuden mukaan yrityksen koolla on nähty olevan vaikutus epänormaaleihin tuottoihin tapahtuman aikaikkunassa (mm. Ball & Kothari 1991). Koko on määritelty taseen loppusumman luonnollisena logaritmina reaalisen luvun sijaan, koska tämän voidaan katsoa olevan parempi vaihtoehto regressioanalyysin tulosten tarkastelemiseksi.

5.3.2 Malli

Regressiomallia varten kategoriat on koodattu niin sanotuiksi dummy -muuttujiksi, joka tarkoittaa sitä, että ne voivat pääasiassa saada joko arvon 0 tai 1. Näin ollen aineistoa on pystytty muokkaamaan edelleen ryhmittelemällä muuttujia hypoteesien mukaan hyödyntäen määriteltyjä väite-tieto-yhteys -luokituksia. Mallille ei sinällään ole aiemmasta kirjallisuudesta löytynyt vastaavuutta ja haasteellista onkin saavuttaa tuloksia pelkillä nominaali -muuttujilla. Tämä oletettavasti näkyy mallin heikkona selitysasteena. Esimerkiksi Henry (2008) käytti epänormaalien tuottojen selittämiseen muun muassa odottamattomia tuottoja, äänensävyä ja sanojen numeerista määrää, jotka olivat skaalattuja muuttujia. Koska aiemmasta kirjallisuudesta ei sopivaa mallia ole löytynyt, on päädytty esittämään konkreettiset mallit hypoteesien ja aineiston mukaan.

Koska aineistossa on eroteltu liikevaihdon ja kannattavuuden ennusteet, on luonnollisesti hypoteesit testattu molempien tekijöiden osalta erikseen. Näin ollen tuloksista on todennäköistä saada eroja selittämään kumulatiivista epänormaalia tuottoa (CAR_i). Selitettävän tuoton lisäksi malleille yhteistä ovat kontrollitekijät. Luonnollinen logaritmi taseesta ($\alpha_1 \ln TA_i$) kontrolloi mahdollisia yrityksen kokoon liittyviä vaikutuksia ja prosentuaalinen tuloksen muutos ($\alpha_2 \Delta GP_i$) puolestaan pyrkii edesauttamaan historiallisen tuloksen efektiin tarkkailussa. Kaikkiin malleihin kuuluu tämän lisäksi jäännöstermi (ε_i).

Hypoteesin yksi mukaisessa mallissa tulevaisuudennäkymät on koodattu kolmeen kategoriaan: Positiivisiin (sekä sanalliset että numeeriset väitteet, aiemmin luokiteltuna 4 ja 5), negatiivisiin (sekä sanalliset että numeeriset, aiemmin luokiteltuna 1 ja 2) ja tasaisiin, neutraaleihin väitteisiin (aiemmin luokiteltuna 3). Väitteen kuullessa tiettyyn kategoriaan se

saa arvon 1 ja muutoin 0. Jotta regressio on mahdollinen, on olemassa neljäs kategoria, joka toimii vertailukohtana. Tätä edustavat havainnot, joista ei ole pystytty tunnistamaan ennustetta (aiemmin 0).

Kaava 3. Hypoteesin 1 regressiolauseke

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 POS_i + \beta_2 NEG_i + \beta_3 NEUT_i + \alpha_1 \ln TA_i + \alpha_2 \Delta GP_i + \varepsilon_i$$

Hypoteesin kaksi mukaisessa mallissa on otettu mukaan positiiviset ja negatiiviset väittämät sekä lisätty väitteiden perusteet eli ulkoiset (aiemmin luokiteltuna 2) tai sisäiset (aiemmin luokiteltuna 1) syyt. Perusteesta riippuen muuttuja saa arvon 1 tai 0. Poikkeuksena tästä on tilanne, jolloin väittäjä on perusteltu sekä ulkoisella että sisäisellä syyllä (aiemmin luokiteltuna 3). Tällöin voidaan koodata niin, että molemmat kategoriat saavat arvon 1. Referenssikategorioina ovat niin tiedottomat kuin väitteettömät havainnot sekä toisaalta neutraalit havainnot. Lisäksi malliin on muodostettu vielä ristiin muuttujat kertomalla väitteet ja perusteet keskenään, jotta mahdollisen relaation vaikutus on saatu näkyviin.

Kaava 4. Hypoteesin 2 regressiolauseke

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 POS_i + \beta_2 NEG_i + \beta_3 ULK_i + \beta_4 SIS_i + \beta_5 POSULK_i + \beta_6 POSSIS_i + \beta_7 NEGULK_i + \beta_8 NEGSIS_i + \alpha_1 \ln TA_i + \alpha_2 \Delta GP_i + \varepsilon_i$$

Myös hypoteesin kolme mukaisessa mallissa on otettu huomioon hypoteesin positiiviset ja negatiiviset väittämät sekä lisätty argumentaation vahvuutta kuvaavat kategoriat 3 (vahva) ja 2 (keskivahva/neutraali). Samoin kuin hypoteesissa kaksi, on näistäkin muodostettu ristiin muuttujat, jotta saadaan mahdollinen yhteisvaikutus esiin. Vertailevia kategorioita tässä mallissa edustavat heikon argumentaation luokka 1 (heikko) ja toisaalta yhteydettömät väitteet (aiemmin 0) sekä tasaisen väitteen havainnot.

Kaava 5. Hypoteesin 3 regressiolauseke

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 POS_i + \beta_2 NEG_i + \beta_3 W3_i + \beta_4 W2_i + \beta_5 POSW3_i + \beta_6 POSW2_i + \beta_7 NEGW3_i + \beta_8 NEGW2_i + \alpha_1 \ln TA_i + \alpha_2 \Delta GP_i + \varepsilon_i$$

6 TUTKIMUKSEN TULOKSET JA ANALYYSI

Tässä luvussa esitetään tutkimuksen tulokset ja analyysi. Ensin käydään läpi aineiston yleisiä tuloksia - esitetään muutamia esimerkkejä tulevaisuudennäkymistä ja kuvaillaan aineistoa sen perusteella mitä argumentaatiomalli paljastaa. Tämän jälkeen siirrytään enemmän tilastolliseen tutkimukseen ja testataan regression avulla asetettuja hypoteeseja.

6.1 Aineiston sisällönanalyysia

Aineistoa tarkasteltaessa voi huomata miksi tiedottamista ja sen vaikutuksia on mielenkiintoista tutkia: Tiedottamisen laatu ja laajuus vaihtelevat melkoisesti. Minimissään yritykset pyrkivät täyttämään lain asettamat vaatimukset. Kuitenkin esimerkiksi yleisenä tapana on ollut, että ennuste pyritään antamaan koko vuodelle, mutta osa yrityksistä on antanut näkemyksiään vain tilikauden ensimmäiselle puoliskolle, koska ovat kokeneet, etteivät pysty ennustamaan niin pitkälle ajanjaksolle kuin vuosi. Toisinaan ennusteiden antaminen voi olla yrityksille osa suurempaa strategista vuorovaikutuksen kokonaisuutta. Osa yrityksistä on pyrkinyt kertomaan toiminnastaan hyvin tarkasti esimerkiksi täydentämällä kokonaisennustetta vielä erittelemällä ennusteita liiketoimintasegmenteittäin. Merkittävää on kuitenkin se, että laaja näkemys ei välttämättä aina ole laadukas ja toisaalta, ytimekkäästi esitetty ennuste voi olla hyvinkin informatiivinen. Näkemyksiä on siis hyvä tarkastella kriittisesti, mutta ratkaiseeko sisältö? Tätä pohditaan muutaman eri toimialojen esimerkkien valossa. Taulukkoon 3 on laskettu keskiarvot, minimi, maksimit ja keskihajonta toimialoittain.

Taulukko 3. Epänormaalit tuotot toimialojen havaintojen mukaan vuosina 2008–2012

TOIMIALA	KPL	KA	MIN.	MAX.	HAJONTA
Kulutuspalvelut	55	-0,002	-0,197	0,203	0,080
Kulutustuotteet	65	0,013	-0,230	0,256	0,088
Perusteollisuus	45	0,001	-0,271	0,177	0,089
Teknologia	95	0,001	-0,368	0,510	0,101
Teollisuustuotteet ja -palvelut	195	0,008	-0,502	0,197	0,087
Terveystuotteet ja -palvelut	25	0,030	-0,096	0,200	0,079
YHTEENSÄ	480	0,007	-0,502	0,510	0,089

Jos lasketaan kaikille yrityksille viiden vuoden ajalta epänormaalien tuottojen keskiarvot (ks. liite 1) niin parhaimman tuoton tilinpäätöstiedotteiden tapahtumaikkunassa tuotti Nokian Renkaat, joka toimii kulutustuotteiden toimialalla. Keskiarvoinen tuotto oli 14,70 prosenttia markkinoiden tuottoa suurempaa, sen ollessa alimmillaan 3,69 prosenttia ja ylimmillään 25,57 prosenttia. Näin ollen hajonnaksi saatiin 7,77 prosenttia. Toisaalta nämä luvut eivät yllätä siinä valossa, että Nokian Renkaat ennustivat jokaisena tarkasteluvuonna lukuun ottamatta vuotta 2009 liikevaihdon ja kannattavuuden osalta sanallisesti positiivista kasvua edellisvuoteen nähden. Ennusteet olivat perusteltuja (lähinnä ulkoisilla tai ulkoisilla ja sisäisillä syillä) ja yhteys väitteeseen oli poikkeuksetta selkeä. Nokian Renkaiden argumentaatio oli vahvaa tai vähintäänkin keskivahvaa.

Vuoden 2012 ennuste on hyvä esimerkki Nokian Renkaiden selkeästä kommunikaatiosta. Tilinpäätöstiedotteen alussa on kerrottu lyhyesti tulevaisuudennäkymistä sekä taloudellisesta ohjeistuksesta:

*Nokian henkilöautorenkaiden kysyntä ja tilauskanta ovat säilyneet vahvoina kaikilla Nokian Renkaiden ydinmarkkinoilla maailmantalouden epävarmuustekijöistä huolimatta. Lisääntyvä tuotantokapasiteetti tarjoaa lisää kasvupotentiaalia ja tuottavuushyötyjä. Raaka-ainekustannusten lasku tukee kannattavuutta. Raskaiden renkaiden kysyntä on tasaantunut ja kysynnän odotetaan olevan heikompaa vuonna 2012...**Vuonna 2012 yhtiöllä on edellytykset kasvattaa liikevaihtoa ja liikevoittoa vuoteen 2011 verrattuna.***

Tilinpäätöstiedote 2011 (8.2.2012 klo 8.00)

Monet korostavatkin jotain tärkeänä pitämäänsä tietoa alussa ja toistavat saman laajemmin lopussa tai toisinaan tiedote saatetaan myös otsikoida sen mukaan, mitä ennustetaan. Myöhemmin Nokian Renkaiden tilinpäätöstiedotteessa on vielä tarkemmin eritelty perusteita kuten muun muassa maailman markkinoiden kehitystä, vahvaa kysyntää ja tilauskanta, parantunutta tuotantokapasiteettia sekä raaka-ainekustannusten laskua. Liitteessä 2 on tilinpäätöstiedote kokonaisuudessaan. Mainittakoon vielä, että kyseisen tilinpäätöstiedotteen aikaikkunassa markkinoiden indeksin ylittävä tuotto oli 15,12 prosenttia.

Puolestaan keskiarvoisesti pienimmästä tuotosta tilinpäätöstiedotteiden aikaikkunassa vastaa pieni teknologiayritys Ixonos. Viiden vuoden epänormaalien tuottojen keskiarvo oli -13,53 prosenttia sen ollessa minimissään -36,75 prosenttia ja maksimissaan 4,62 prosenttia. Tuottojen hajonta on ollut 15,41 prosenttia, joka on lähes puolet enemmän koko aineiston hajontaan nähden. On myös huomattava, että suurin osa Ixonoksen ennusteista ovat olleet

positiivisia (ja sanallisia) lukuun ottamatta vuotta 2009, jolloin ennuste annettiin vaan ensimmäiselle kvartaalille ja toisaalta vuoden 2012 näkemys oli negatiivinen (ja sanallinen). Tämän lisäksi yllättävää on se, että ennusteille on annettu kohtuullisesti perusteita (lähinnä ulkoisia tai molempia syitä käyttäen), vaikkakaan yhteys väitteeseen ei ole aina ollut looginen. Todennäköisesti Ixonoksen tapauksessa huomattavan negatiiviseen kallistuva epänormaalituotto johtuu jostain muusta syystä, joka ei näy ennusteessa. Yksi syy voi olla se, että Ixonoksen merkittävin yksittäinen asiakas on Nokia (Taloussanomien 2012). Nokian viime vuosien menestys on ollut heikohkoa ja kenties osittain tästä johtuen se ei ole pystynyt antamaan vuosille 2008–2012 yhtään selkeää ennustetta tulevaisuudesta ja epänormaali tuotto tilinpäätöstiedotteiden aikaikkunoissa kyseisinä vuosina on ollut keskiarvoisesti negatiivinen 1,63 prosenttia. Toisaalta on todettava, että voi olla, että Ixonoksen kohdalla argumentaatiomallin mukaiset muuttujat eivät mahdollisesti ole epänormaaleja tuottoja selittäviä tekijöitä. Liitteessä 3 Ixonoksen tulevaisuudennäkymät vuodelle 2011, jolloin markkinoiden indeksiä alittava tuotto oli suurimmillaan (-36,79 prosenttia).

Kaiken kaikkiaan teknologiayritysten markkinat saattavat olla hieman epävakaammat kuin muiden toimialojen. Tämä näkyy myös taulukosta 3, joka kertoo muun muassa markkinoiden indeksiin verrattavat tuotot toimialoittain. Teknologiayritykset eivät aivan vastaa negatiivisimmasta tuotosta, mutta positiivisimmasta (Innofactor 51,0 prosenttia) kylläkin. Innofactor (liite 4) on Ixonoksen tavoin esimerkki, jossa argumentaatio ei todennäköisesti ole tuottoihin vaikuttava tekijä. Ylipääntensä toimialan riskisyydestä kertoo myös muita korkeampi tuottojen hajonta (10,1 prosenttia). Teknologian alalla toiminnan ennakoitavuus saattaa olla hankalampaa. Näin voidaan päätellä, jos vaikka verrataan terveydenhuollon toimialaan, jossa liiketoiminnan ansaintalogiikka ja samalla tulevaisuudennäkymät ovat erilaisia johtuen muun muassa pitkistä tuotekehitysprojekteista. Terveydenhuollon yritysten tuotoissa onkin pienin vaihteluväli sekä hajonta, jotka kertovat alhaisemmasta riskistä. Tilastojen mukaan nämä yritykset tuottivat keskimäärin 3 prosenttia tilinpäätöstiedotteiden julkaisuaikaikkunoissa. Nimenomaan tämän suuruista tuottoa (3,37 prosenttia) edustaa Oral Hammaslääkärit vuoden 2008 positiivisella ennusteellaan, jota perustellaan seuraavasti:

Hammasterveyspalvelujen kysyntätilanne on tällä hetkellä hyvä, ja yksityisten hammasterveyspalveluiden markkinan odotetaan kasvavan. Erityisesti ikääntyvän väestön ostokyvyn parantumisen odotetaan lisäävän vaativien, yksityisellä hammasterveyssektorilla tehtävien toimenpiteiden kysyntää. Oral uskoo, että

pirstaloituneilla markkinoilla on kysyntää keskitetysti ja tehokkaasti hoidetulle hammasterveysketjulle.

Tilinpäätöstiedote 2007 (28.2.2008 klo 9.00)

Liitteestä 5 voi lukea tiedotteen kokonaisuudessaan. Ennusteessa on periaatteessa hyvin kerrottu kysynnän kasvusta, mutta se yhdistyy melko heikosti tarkkaan, numeeriseen kasvuennusteeseen tai kannattavuuden positiivisuuteen. Huomionarvoista on, että samantyyppistä tekstiä käytetään vuodesta toiseen väitteen perustana. Varsinkin kun annetaan selkeitä numeerisia ennusteita, olisi hyvä perustella argumenttia tarkemmin. Näistä huolimatta Oral Hammaslääkäreiden epänormaali tuotto on keskimäärin ollut 6,27 prosenttia tilinpäätöstiedotteiden aikaikkunoissa.

Verrattuna terveydenhuollon kolmeen prosenttiin, perusteellisuuden keskimääräinen tuotto on lähes olematonta (0,1 prosenttia). Toisaalta kun keskiarvoinen tuotto on lähellä nolla, tarkoittaa se sitä, että tuotot ovat melko tasaisesti jakautuneita positiivisiin ja negatiivisiin. Toimialan tuotot ovat maksimissaan heikoimmat verrattuna muihin, mutta toisaalta minimissään ei kuitenkaan koeta niin suuria tappioita kuin toisilla toimialoilla. Tämä johtuu kenties siitä, että perusteellisuuden sekä teollisuustuotteiden alan yritykselle tulevaisuudennäkymiä on toisinaan helpompaa ja varmempaa ennustaa, koska jo vuoden alussa on tiedossa tulevien toimitusten tilauskanta ja näin ollen varsinkin liikevaihdon ennustaminen on melko selkeää. Tästä hyvänä esimerkkinä Konecranes, joka toimii teollisuustuotteiden ja –palveluiden toimialalla. Vuodelle 2008 annettaessa näkemystä (kokonaisuudessaan liite 6), yritys kertoi seuraavaa:

Vuoden lopun tilauskannan, tammikuun 2008 tilausten ja tarjouskyselyiden sekä alla esitettyjen lyhyen aikavälin kysyntänäkymien perusteella Konecranes-konsernin tavoitteena vuonna 2008 on kaksinumeroinen liikevaihdon kasvu. Liikevoittomarginaalia on mahdollista parantaa edelleen vuonna 2008. Liikevaihdon kasvua tavoitellaan kaikilla kolmella liiketoiminta-alueella...Standardinostolaitteiden vuoden lopun tilauskanta vastaa noin neljän kuukauden liikevaihtoa, mikä luo vahvan pohjan liikevaihdon kasvulle vuonna 2008. Raskasnostolaitteiden tilauskanta vuoden 2007 lopussa oli 16 prosenttia suurempi kuin edellisvuonna. Toimitussuunnitelmien perusteella Raskasnostolaitteiden vuoden 2008 liikevaihdon tavoitellaan selkeää kasvua. Kunnossapidon liikevaihdon ja tilausten odotetaan jatkavan yli 10 prosentin kasvua.

Tilinpäätöstiedote 2007 (8.2.2008 klo 09:00)

Konecranesin ennusteet ovat olleet vahvasti tai keskivahvasti argumentoituja myös silloin kun on annettu negatiivinen ennuste (vuodelle 2010). Pääasiassa ennusteet ovat kuitenkin olleet

positiivisia ja tuotto tarkasteluajanjaksolla tilinpäätöstiedotteiden aikaikkunoissa on ollut peräti 8,05 prosenttia. Yllä mainittuna esimerkivuonna se oli 3,91 prosenttia. Vuoden 2008 ennusteessa on muutakin huomionarvoista, sillä yritys korostaa jo tilinpäätöstiedotteen otsikossa näkymien olevan suotuisat vuodelle 2008. Tämä antaa ymmärtää näkemyksen tärkeyttä. Tästä huolimatta moni yritys julkaisee Konecranesin tavoin yleislausekkeita tai ohjeistuksia koskien tulevaisuudennäkymiä johtuen epävarmuudesta, joka ennusteisiin liittyy. Moni kokeekin perustelluksi mainita, että ennuste ei ole varma, joskin todennäköinen.

Suurin osa aineistosta on teollisuustuotteiden ja –palveluiden yrityksiä, joten havainnoissa on laajuutta. Epänormaalien tuottojen vaihteluväli on melko suuri, mutta toisaalta yritysten keskiarvoinen tuotto (0,8 prosenttia) sekä sen hajonta ovat pientä (8,7 prosenttia). Mainittakoon kuitenkin, että Aspocomp Group vuoden 2010 tilinpäätöstiedotteen vaikutuksella vastaa koko aineiston heikoimmasta tuotosta (-51,0 prosenttia). Liitteestä 7 voi lukea, kuinka yritys ennustaa sekä negatiivista liikevaihtoa että –tulosta perustellen sitä lähinnä intuitiivisesti sisäisillä syillä. Negatiivinen tuotto voisi näin ollen olla aiemmin esitettyjen teorioiden, kuten signaaliteorian, näkökulmasta odotettu reaktio markkinoilla.

Palvelualojen tulevaisuudennäkymien voisi kuvitella olevan hankalampia ennustaa, koska esimerkiksi samanlaista tilauskannan tapaista myynnin takuuta ei ole kuin teollisuudessa. Tämän vuoksi yritykset ovat kenties herkimpiä markkinoiden heilahduksille. Toisaalta on huomionarvoista, että kulutuspalveluiden tuottojen vaihteluväli on pienimmästä päästä. Kuitenkin tarkasteluajanjakson maailman markkinoiden taantuma näkyy todennäköisesti kulutuspalveluiden tuottojen pienenä keskiarvon negatiivisuutena (0,2 prosenttia). Toisinaan yritykset käyttävätkin pelkästään markkinoita ja kysyntää syynä ennusteeseen. Sopranon ennusteet lienevät aineiston ytimekkäämmästä päästä. Muutamana vuonna ennustelle ei ole saatu perusteita ollenkaan, vaikka saatetaan ennustetaa merkittävän suuria kasvuja. Keskimäärin tuotto on kuitenkin positiivinen (3,5 prosenttia), joskin hajonta on keskiarvoja suurempaa ollessa 9,76 prosenttia. On mielenkiintoista, että vuodelle 2012 (liite 8) liikevaihdon ennuste on Sopranon ennusteista kenties paras, mutta yrityksen tuotto markkinoihin nähden oli 5,14 prosenttia negatiivinen.

6.1.1 Väite

Kaiken kaikkiaan huomattavaa on se, kuinka epämääräisiä osa ennusteista on niin, että niistä ei saatu edes väitettä esille. Liikevaihdon ennusteista viiden vuoden ajalta keskimäärin 35 prosenttia on niin sanottuja 0-ennusteita eli lukijan on mahdoton tunnistaa näkemystä liikevaihdon kehityksestä. Kannattavuuden ennusteita on annettu hieman paremmin, koska viiden vuoden ajalta keskimääräinen luku sille, että ennustetta ei ole pystytty tunnistamaan on noin 32 prosenttia. Luku on korkea huolimatta siitä, että kannattavuuden ennusteisiin hyväksyttiin näkemyksiä laajemmassa merkityksessä. Yritysten ennustaessa liikevoittoa, liiketulosta, nettotulosta tai jopa edellisten marginaaleja, pyrittiin näkemyksestä tunnistamaan Toulminin menetelmän mukainen väite-tieto-yhteys –yksikkö. Taulukoissa 4 ja 5 on koottu tilastoa liikevaihdon ja kannattavuuden näkymistä väitteen mukaan eroteltuina: lukumäärät sekä epänormaalien tuottojen keskiarvot ja keskihajonnat.

Taulukko 4. Liikevaihdon ennusteet vuosina 2008–2012

VÄITE	2008			2009			2010			2011			2012			KPL PAINOTETTU		KA:N
	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KA	KA	HAJONTA
Positiivinen																		
Numeerinen	22	-0,016	0,054	2	0,017	0,163	3	-0,004	0,079	19	0,006	0,069	11	0,048	0,093	11	0,005	0,024
Positiivinen																		
Sanallinen	32	0,020	0,089	10	0,075	0,202	38	0,013	0,071	44	0,022	0,088	41	0,006	0,087	33	0,019	0,027
Tasainen																		
Negatiivinen	6	-0,054	0,054	5	0,027	0,104	17	0,005	0,043	6	-0,036	0,064	15	-0,011	0,056	10	-0,010	0,032
Negatiivinen																		
Sanallinen	0			24	0,046	0,108	2	0,034	0,104	1	-0,502		4	-0,070	0,044	6	0,013	0,258
Negatiivinen																		
Numeerinen	1	0,021		4	0,020	0,092	2	-0,007	0,012	0			1	0,099		2	0,023	0,046
Ei																		
ennustetta	35	-0,009	0,070	51	0,022	0,098	34	-0,011	0,025	26	0,001	0,075	24	-0,031	0,078	34	-0,002	0,019

Taulukko 5. Kannattavuuden ennusteet vuosina 2008–2012

VÄITE	2008			2009			2010			2011			2012			KPL PAINOTETTU		KA:N
	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KA	KA	HAJONTA
Positiivinen																		
Numeerinen	5	-0,012	0,026	0			1	-0,028	0,000	5	0,018	0,084	4	0,015	0,035	3	0,004	0,022
Positiivinen																		
Sanallinen	47	0,017	0,079	12	0,085	0,175	50	0,008	0,067	53	0,011	0,086	45	0,014	0,086	41	0,017	0,032
Tasainen																		
Negatiivinen	14	-0,036	0,065	8	0,036	0,078	14	0,016	0,043	9	-0,012	0,062	9	0,001	0,046	11	-0,002	0,027
Negatiivinen																		
Sanallinen	5	-0,045	0,079	24	0,032	0,107	2	-0,021	0,026	2	-0,190	0,442	9	-0,060	0,073	8	-0,010	0,082
Negatiivinen																		
Numeerinen	0			1	-0,030	0,000	1	-0,015	0,000	1	-0,080	0,000	4	0,011	0,078	1	-0,011	0,038
Ei																		
ennustetta	25	-0,012	0,069	51	0,023	0,105	28	-0,010	0,079	26	0,010	0,074	25	-0,021	0,092	31	0,002	0,018

Tilastojen perusteella voidaan tehdä muutamia huomioita. Ensinnäkin merkittävää on se, kuinka paljon yritykset antavat positiivisia ennusteita negatiivisiin ennusteisiin nähden. Liikevaihdon väitteistä lähes 46 prosenttia on positiivisia, kun negatiivisia on vain noin 8 prosentin verran. Kannattavuuden väitteissä luku positiiviselle ennustelle on täysin sama 46

prosenttia, kun vastaavasti negatiivisia kannattavuusennusteita annettiin keskimäärin 9 prosentissa yrityksistä. On myös mielenkiintoista huomata, että tasaisia ennusteita ei ollut 10 ja 11 prosenttia enempää, koska tuntuisi, että se saattaa olla helpompi valinta monelle yritykselle. Toisaalta, jos laskee tasaiset ennusteet yhteen niiden näkemysten kanssa, joissa ei ole annettu ennusteita ollenkaan, niin prosentuaalinen osuus kasvaa jopa yhtä suureksi positiivisten ennusteiden kanssa. Lieneekö sitten yritysten mielestä järkevää antaa joko positiivinen ennuste tai olla antamatta ennustetta ollenkaan.

Toinen asia, mikä tilastoista käy selkeästi ilmi, on vuoden 2009 heikot ennusteet. Sekä liikevaihdon että kannattavuuden ennusteista yli puolet (noin 53 prosenttia) ovat 0-ennusteita. Tämä tulos voidaan hyvin todennäköisesti selittää sillä, että maailmanlaajuinen talouskriisi iski syksyllä 2008 ja kun vuoden 2009 ennusteita annettiin keväällä 2009, on sanomattakin selvää, että näkymät olivat heikot. Tämä selittää osittain myös sitä miksi positiivisia ennusteita on annettu verrattain vähemmän ja puolestaan negatiivisia ennusteita huomattavasti enemmän. Ja kuten liikevaihdon väitteiden tilastosta käy ilmi positiivisten ja numeeristen ennusteiden määrä ei kyseisenä ajanjaksona enää palannut ennalleen. Kannattavuuden positiiviset ja sanalliset ennusteet näyttävät nousseen takaisin 2008 tasolle hieman nopeammin kuin liikevaihdon, joka on loogista, jos ajattelee yrityksen mahdollisuuksia vaikuttaa niin liikevaihtoon kuin kannattavuuteen.

Viimeisenä asiana väite-tilastojen lukumääristä voisi nostaa esiin ylipäättänsä numeeristen ennusteiden puuttumisen. On todennäköistä, että yritykset karttavat ääripää-ennusteiden antamista. On helpompaa antaa sanallinen ennuste tulevasta kehityksestä, jolloin suunta voi olla mitä tahansa edellisvuoden tason ylä- tai alapuolella. Numeeriset ennusteet pitävät sisällään muutamia niin sanottuja numeerisia tietyn välin (Range) ennusteita. Näitä luulisi olla helpompaa antaa, koska ennusteen väli voidaan asettaa hyvinkin leveäksi. Toisaalta, numeeristen ennusteiden antaminen voi olla liian harhaanjohtavaa ja näin ollen yritykset noudattavat lainsäädännön ohjeistusta.

Kun väitteille on laskettu toteutuneita tuottoja tilinpäätöstiedotteen julkaisemisen aikaikkunassa, päästään asteen lähemmäs tuloksia. Kun tarkastellaan keskimääräisiä tuottoja viideltä vuodelta, ei voida suoranaisesti vetää mitään johtopäätöksiä siitä miten tuotot kehittyvät suhteessa liikevaihdon ennusteeseen. Tuloksien mukaan annettaessa positiivinen ja numeerinen ennuste tuotto on keskimäärin 0,5 prosenttia. Vastaavasti sanallisen ennusteen

keskimääräinen tuotto on 1,9 prosenttia eli hieman enemmän. Tasaisen ennusteen tuotto on 1,0 prosenttia negatiivinen. Yllättäen positiivisia ennusteita suuremmat ovat negatiivisten ennusteiden keskimääräiset tuotot niiden ollessa sanallisille ennusteille 1,3 prosenttia ja numeerisille 2,3 prosenttia. Ainoastaan 0-ennusteiden keskimääräiset tuotot ovat aavistuksen negatiivinen (-0,2 prosenttia). Huomionarvoista on kuitenkin se, että keskiarvojen keskihajonta on jopa 25,8 prosenttia väitteen ollessa negatiivinen ja sanallinen. Suuri hajonta saattaa johtua siitä, että vuonna 2011 on vain yksi havainto, vaikkakin se on huomattavan negatiivinen. Huomattavaa on myös se, että vuoden 2009 keskiarvot vaikuttaisivat olevan positiivisia ja etenkin jos yritys on ennustanut positiivista tulevaisuudennäkymää, on tuotto keskimäärin ollut jopa 7,5 prosenttia. Toisaalta tuottojen hajontojen muuten ollessa maltillisia (alle 10 prosenttia), vuoden 2009 tuottojen hajonnat ovat suurimmillaan 20,2 prosentissa.

Kannattavuuden tuotot ovat puolestaan maltillisempia ja vastaavat ehkä paremmin kategorian odotusten mukaista ennustetta, positiivisten tuottaessa positiivisia tuottoja ja negatiivisten negatiivisia. Positiivinen ja numeerinen ennuste on ollut keskimäärin 0,4 prosenttia, kun vastaavat sanalliset tuottivat 1,7 prosenttia. Tasaisen ennusteen tuotto on hiukan negatiivisen puolella 0,2 prosenttia. Molempien negatiivisten ennusteiden tuotot ovat siis negatiivisia noin prosentin verran, joskin negatiivisten väitteiden keskiarvojen keskihajonnat ovat muita hieman korkeammat. Kun liikevaihdon 0-ennusteet tuottivat aavistus negatiivisesti, niin kannattavuuden vastaavat ovat aavistus positiivisen puolella. Samoin kuin liikevaihdon, niin myös kannattavuuden ennusteiden tuottojen hajonnassa näkyy nousua vuonna 2009. Tosin itse tuotot ovat keskiarvoisesti korkeimmat koko tarkastelujakson aikana lukuun ottamatta negatiivisia ja numeerisia ennusteita.

6.1.2 Tieto

Tiedon kanssa pyrittiin ensin siihen, että saataisiin mahdollisimman hyvin eroteltua sisäisten ja ulkoisten syiden vaikutus, mutta käytännössä havaittiin, että on otettava huomioon myös niiden yhteisvaikutus. Taulukkojen 6 ja 7 tulokset paljastavat, että tämä lisäys on ollut tarpeen sillä niin liikevaihdon kuin kannattavuuden ennusteiden perustelemiseen on keskimäärin 21 ja 29 prosentissa tapauksista perusteltu molemmilla syillä. Ottaen huomioon, että tiedon kolmoskategoria pitää sisällään sekä sisäiset että ulkoiset syyt, voidaan todeta liikevaihdon ennusteiden perusteiden painottuvan hiukan enemmän ulkoisiin syihin (33 prosenttia) kuin sisäisiin (6 prosenttia). Puolestaan kannattavuuden näkymien perustelemisen on jakautunut

tasaisemmin sekä ulkoisten (21 prosenttia) että sisäisten (14 prosenttia) syiden käyttämiseen ja samantyyppistä relaatiota ei voida tehdä. Se, että ennusteelle ei annettu syytä ollenkaan nousi liikevaihdon osalta 40 prosenttiin ja puolestaan kannattavuuden osalta 36 prosenttiin. Luvut ovat aavistus enemmän kuin väitteen 0-kategoriassa, mikä johtuu siitä, että aineistossa on muutamia väitteitä, joita ei ole pystytty perustelemaan, vaikka ennuste on annettu.

Taulukko 6. Liikevaihdon ennusteen peruste vuosina 2008–2012

TIETO	2008			2009			2010			2011			2012			KPL PAINOTETTU KA:N		
	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KA	KA	HAJONTA
Molemmat	26	-0,010	0,078	11	0,085	0,092	21	-0,004	0,064	19	0,038	0,070	24	0,016	0,094	20	0,017	0,038
Ulkoinen	27	-0,004	0,082	30	0,045	0,145	31	0,021	0,065	38	0,002	0,091	35	0,004	0,080	32	0,013	0,020
Sisäinen	7	0,049	0,038	3	-0,050	0,031	5	0,026	0,057	6	-0,059	0,231	7	-0,020	0,091	6	-0,006	0,047
Ei syytä	36	-0,008	0,041	52	0,021	0,167	39	-0,012	0,037	33	-0,001	0,069	30	-0,023	0,075	38	-0,002	0,016

Taulukko 7. Kannattavuuden ennusteen peruste vuosina 2008–2012

TIETO	2008			2009			2010			2011			2012			KPL PAINOTETTU KA:N		
	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KA	KA	HAJONTA
Molemmat	36	-0,014	0,083	19	0,039	0,100	27	-0,006	0,071	31	0,000	0,100	25	0,012	0,088	28	0,003	0,021
Ulkoinen	19	0,003	0,079	15	0,039	0,119	19	0,029	0,062	22	0,018	0,068	24	0,001	0,069	20	0,016	0,016
Sisäinen	14	0,010	0,062	10	0,075	0,178	20	0,012	0,043	9	-0,047	0,185	17	-0,010	0,090	14	0,007	0,044
Ei syytä	27	-0,013	0,067	52	0,022	0,104	30	-0,012	0,076	34	0,011	0,071	30	-0,016	0,088	35	0,002	0,017

Kuten väitetilastoista kävi ilmi, vuonna 2009 ennusteita annettiin huomattavasti vähemmän ja tiedon tilastot ovat linjassa tämän seikan kanssa. Niistä ennusteista joita annettiin, voidaan todeta, että ulkoisilla syillä perusteleminen on aavistuksen korkeampaa muihin vuosiin nähden. Tämä on looginen tulos ajatellen tuolloista maailmantaloudellista tilannetta. Liikevaihdon osalta sekä ulkoisilla että molemmilla syillä perusteleminen onkin ollut aavistuksen nousujohteinen. Toisaalta voi olla, että liikevaihtoa on helpompaa perustella ulkoisilla syillä kuten kysynnällä ja tilauskannalla, kun taas kannattavuuteen vaikuttaa myös sisäiset syyt kuten muutokset kustannuksissa.

Kun tarkastellaan tietoa liikevaihdon keskimääräisille tuotoille, voidaan huomata, että perusteltaessa ulkoisilla syillä tuotto on 1,3 prosenttia ja puolestaan molempia syitä käytettäessä 1,7 prosenttia. Sisäisillä syillä perusteltaessa tuotto on keskimäärin negatiivinen 0,6 prosenttia, joskin näissäkin tuloksissa on otettava huomioon, että muutamat havainnot saattavat vääristää tätä tulosta. Keskiarvojen hajonta on korkein sisäisillä syillä ja varsinkin vuoden 2011 hajonta on huomattavan korkea. Tiedon puuttuminen aiheuttaa negatiivisen tuoton (-0,2 prosenttia), mutta se on kuitenkin vähemmän mitä sisäisillä syillä perusteltaessa. Tiedon 0-kategoria tuottaa saman kuin väitteen 0-kategoria, joka on loogista, sillä se sisältää vain muutaman tunnistetun ennusteen enemmän, joita ei ole perusteltu.

Kannattavuuden tiedoista voidaan havaita, että ulkoisilla syyt tuottavat keskimäärin 1,6 prosenttia, joka vaikuttaisi olevan liikevaihdon lukujen tavoin korkein. Puolestaan niin sisäisillä syillä perusteltaessa tuotto on 0,7 prosenttia, joka on aavistus enemmän kuin mitä, jos perustellaan sekä sisäisillä että ulkoisilla syillä (0,3 prosenttia). Sisäisten syiden hajonta on liikevaihdon tulosten tavoin korkein, joka saattaa johtua havaintojen pienestä lukumäärästä. Verrattuna liikevaihdon tietoihin, kannattavuuden 0-kategoria on aavistus positiivinen 0,2 prosentin verran. Myös tietojen tuottojen tuloksissa on huomioitavaa se, että vuonna 2009 sekä liikevaihdon että kannattavuuden hajonnat ovat pääasiallisesti korkeampia kuin muina vuosina. Tämä tulos on linjassa aiemmin väitteen yhteydessä havaittujen korkeampien hajontojen kanssa.

6.1.3 Yhteys - Argumentaatiovahvuus

Taulukoihin 8 ja 9 on laadittu tilastoa liittyen argumentaatiovahvuuteen. Ilman tietoa ei muodostu yhteyttä ja näin ollen lukumääriä tarkastellessa saadaan yhteydettömille liikevaihdon ennusteille sama keskimääräinen 40 prosenttia, kuten tiedon tuloksista kävi ilmi. Kannattavuuden vastaava luku on siis 36 prosenttia. Huomattavaa jäljelle jäävässä aineistossa on, että liikevaihdon ennusteet näyttävät olleen painottuneen vahvempaan yhteyteen (29 prosenttia), joka kertoo siitä, että ennusteita pystytään tukemaan selkeästi ja loogisesti annetulla tiedolla. Liikevaihdon keskivahvaa argumentointia on noin 17 prosenttia ennusteista, kun taas heikon yhteyden omaavia näkemyksiä on vain 5 prosentin verran. Jos argumentointia verrataan kannattavuuden ennusteiden argumentointiin, näyttäisi kaiken kaikkiaan liikevaihdon ennusteiden argumentoinnin olevan vahvempaa. Liikevaihdon ennustaminen voi olla uskottavampaa, sillä jonkun tietyn kannattavuuden perusteleminen vaatii kenties enemmän informaatiota tuekseen. Kannattavuus ei ole niin yksiselitteisesti riippuva jostain tietystä syystä. Näin ollen kannattavuuden ennusteiden vahvuus on jakautunut melko tasaisesti: vahvoja linkkejä on 23 prosenttia, keskivahvoja on 25 prosenttia ja heikkoja 16 prosenttia.

Kuten aiemmissa tuloksissa, myös argumentaatiovahvuuden yhteydessä näkyy vuoden 2009 heikko tulevaisuudennäkömyien ennustaminen. Tosin on mielenkiintoista, että ne ennusteet, joita on annettu, ovat olleet melko hyviä. Vuonna 2009 talouden tilanteen ollessa heikko, ovat yritykset kuitenkin pystyneet argumentoimaan vahvasti ja selkeästi ennusteiden puolesta

niin, että intuitiivisia ennusteita on keskiarvoa vähemmän. Toisaalta tämä voi olla myös loogista senkin takia, että sijoittajat eivät kyseenalaista sitä, jos tulevaisuudennäkymät ovat negatiiviset, kun ottaa huomioon vallitsevan tilanteen.

Taulukko 8. Liikevaihdon ennusteen vahvuus vuosina 2008–2012

YHTEYS	2008			2009			2010			2011			2012			KPL PAINOTETTU		KA:N
	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KA	KA	HAJONTA
Vahva	42	0,000	0,082	29	0,032	0,107	36	0,005	0,063	38	0,016	0,089	38	0,010	0,095	37	0,012	0,012
Neutraali	14	-0,006	0,064	12	0,039	0,125	17	0,025	0,071	18	0,000	0,085	21	-0,002	0,079	16	0,009	0,020
Heikko	4	0,017	0,094	3	0,244	0,248	4	0,017	0,036	7	-0,024	0,216	7	0,006	0,059	5	0,029	0,109
Ei tietoa	36	-0,008	0,069	52	0,021	0,097	39	-0,012	0,037	33	-0,001	0,069	30	-0,023	0,075	38	-0,002	0,016

Taulukko 9. Kannattavuuden ennusteen vahvuus vuosina 2008–2012

YHTEYS	2008			2009			2010			2011			2012			KPL PAINOTETTU		KA:N
	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KPL	KA	Hajonta	KA	KA	HAJONTA
Vahva	22	0,006	0,094	20	0,033	0,098	27	-0,006	0,062	19	0,015	0,074	22	0,019	0,091	22	0,012	0,015
Neutraali	33	-0,008	0,069	19	0,021	0,109	25	0,011	0,054	24	-0,015	0,101	20	-0,012	0,092	24	-0,002	0,016
Heikko	14	0,013	0,069	5	0,203	0,184	14	0,036	0,069	19	0,006	0,139	24	0,000	0,060	15	0,024	0,086
Ei tietoa	27	-0,013	0,067	52	0,022	0,104	30	-0,012	0,076	34	0,011	0,071	30	-0,016	0,088	35	0,002	0,017

Yhteyden keskimääräisissä tuotoissa olisi odottanut näkevän laskusuhdanteen sen mukaan, että vahvin argumentti tuottaa korkeimman tuoton ja heikkomat sitten vähemmän. Näin ei kuitenkaan ole, vaan itse asiassa intuitiiviset, ensimmäisen kategorian tuotot näyttävät korkeimmilta. Liikevaihdon heikon argumentin tuotto on keskimäärin 2,9 prosenttia, kun vastaava kannattavuuden luku on 2,4 prosenttia. Huomattavaa kuitenkin on se, että molempien keskihajonnat ovat moninkertaiset muihin hajontoihin nähden. Tämä tulos kertoo kenties menetelmän subjektiivisuudesta ja siitä, että heikossa kategoriassa on todennäköisesti hyvin erityyppisiä näkemyksiä. Voihan olla, että osa kuuluisikin joko keskivahvaan tai 0-kategoriaan.

Sekä liikevaihdon että kannattavuuden vahvat ennusteet tuottivat keskimäärin 1,2 prosenttia hajontojen ollessa maltillisia. Keskivahvat yhteydet tuottivat vähemmän, niin kuin oli odotettukin, tosin kannattavuuden tuotto painui jopa aavistuksen negatiiviselle (0,2 prosenttia) liikevaihdon tuoton ollessa 0,9 prosenttia positiivinen. Tiedottomien eli myös yhteydettömien tuottojen tulokset ovat aavistuksen nollan molemmin puolin.

Kaiken kaikkiaan on muistettava, että tässä ryhmittely on tehty ainoastaan yhteyden perusteella, joka tarkoittaa sitä, että yhteyden kategoriat pitävät sisällään sekä positiivisen että negatiivisen väitteen ennusteita. Tämän voi osaltaan olettaa vaikuttavan tuloksiin. Tutkimusasetelman ollessa uusi, aiempia samantyyppisten menetelmien tuloksia ei ole

hyödynnettävissä. Näinpä voidaankin todeta, että kirjallisuudesta saadaan tukea enimmäkseen väitteen ja tiedon keskimääräisille tuotoille. Koska tässä osiossa selittäviä muuttujia on tarkasteltu erikseen, tarvitaan regressiota, jotta voidaan nähdä muuttujien yhteisvaikutusta. Tämä tarkoittaa sitä, että aineistoa on ryhmitelty vastaamaan väite-tieto-yhteys –yksikköjä ja näin ollen saadaan kenties odotettavia tuloksia argumentoinnistakin.

6.2 Regressioanalyysi

Regressioanalyysin tuloksia tarkasteltaessa on huomioitava, että selitettävien muuttujien ollessa täysin kategorisia dummy-muuttujia, ovat mallin selitysasteet huonompia kuin mitä, jos selitettävissä muuttujissa olisi enemmän skaala-muuttujia. Mallin erikoisuudesta johtuen on päätetty hiukan laajentaa tilastollisten merkitsevyyksien tarkastelemista normaalista asteikosta. Tuloksissa tilastollisesti merkitsevät luvut ovat lihavoituja ($p < 0,05$), kun taas lähes tilastollisesti merkitsevät lihavoituja ja kursivoituja ($p < 0,10$).

6.2.1 H1: Väite

Hypoteesi 1 esittää kysymyksen ennusteen väittämän suunnan vaikutuksesta epänormaaleihin tuottoihin. Numeeriset ja sanalliset ennusteet koodattiin yhteen niin, että viiden aiemmin esitetyn kategorian sijaan on kolme tarkasteltavaa muuttujaa: positiiviset, negatiiviset ja neutraalit. *Liikevaihdon osalta* tulokset ovat taulukossa 10 vasemmalla. Tehdyn testin perusteella voidaan todeta, että malli huono selittämään epänormaaleja tuottoja. Selitysaste on 0,3 prosenttia. Toisaalta Durbin-Watson-arvo on lähellä kahta, niin kuin kuuluukin. ANOVA:n F-testin perusteella voidaan mallista lisäksi todeta, että p-arvo on kaukana merkitsevän rajasta.

Muuttujia tarkasteltaessa p-arvolla 0,067 voidaan pitää positiivisia ennusteita tilastollisesti merkitsevinä selittämään epänormaaleja tuottoja. Sen mukaan positiivisella ennusteella on 1,7 prosentin kerroinvaikutus tuottoihin. Tosin huomioitavaa on, että negatiivisilla ennusteilla näyttäisi olevan myös positiivinen 1,6 prosentin kerroinvaikutus, kun taas neutraaleilla ennusteilla vaikutus on negatiivinen 0,9 prosentin verran. Negatiivisilla tai neutraaleilla ennusteilla ei näyttäisi olevan tilastollista merkitystä.

Kannattavuuden regression tulokset hypoteesista 1 (taulukossa 10 oikealla) ovat puolestaan heikompia, sillä mallin selitysaste on vielä huonompi. Durbin-Watson-arvo on tosin liikevaihdon tuloksiin verrattuna laskenut hieman. Puolestaan F-arvo on laskenut, samalla kun sen p-arvo on noussut. Kaiken kaikkiaan näitä voidaan pitää indikaattorina heikommasta mallista. Muuttujienkaan p-arvot eivät paljasta mitään tilastollisesti merkitsevää. Regressiokertoimien mukaan myös kannattavuuden positiiviset ennusteet vaikuttavat positiivisesti epänormaaleihin tuottoihin. Erona liikevaihdon ennusteisiin on se, että negatiiviset ennusteet vaikuttavatkin negatiivisesti (niin kuin teorian pohjalta voi odottaa). Myös neutraalien vaikutus on negatiivinen, joskin melko lähellä nollaa. On huomattavaa, että yrityksen koolla tai tuloksen muutoksella ei näyttäisi olevan vaikutusta kumpaankaan liiketoiminnan tai kannattavuuden ennusteiden tuottoihin tilinpäätöstiedotteen aikaikkunassa.

Taulukko 10. Hypoteesin 1 tulokset

Hypoteesi 1	Liikevaihto			Kannattavuus		
	Regressio-kerroin	t-arvo	p-arvo	Regressio-kerroin	t-arvo	p-arvo
Muuttuja						
Vakiotermi	0,026	0,623	0,533	0,035	0,867	0,386
RPOS	0,017	1,839	0,067	0,013	1,433	0,152
RNEG	0,016	1,029	0,304	-0,012	-0,855	0,393
RNEUT	-0,009	-0,605	0,546	-0,004	-0,266	0,790
LN(TA)	-0,001	-0,673	0,501	-0,002	-0,828	0,408
PR%	-0,003	-0,445	0,656	-0,001	-0,194	0,846
Mallin selitysaste	0,003			0,001		
F-arvo	1,273	(p: 0,274)		1,136	(p: 0,340)	
Durbin-Watson	2,032			2,018		

6.2.2 H2: Tieto

Hypoteesissa 2 on tarkasteltu väittämän suunnan lisäksi datan perustetta. Aiemmin esitetyn hypoteesi 1 muuttujista mukaan on otettu positiiviset ja negatiiviset ennusteet, joita testattiin erikseen. Tämän lisäksi testattiin erikseen ulkoisten ja sisäisten syiden vaikutus. Ja lopulta muodostettiin muuttujia ennusteen ja perusteen yhteisvaikutuksesta. Vaikka muuttujia testattiin erikseen osissa, antavat kaikki muuttujat sisältävä malli parhaimmat tulokset kuvaamaan hypoteesia.

Taulukko 11. Hypoteesin 2 tulokset

Hypoteesi 2	Liikevaihto			Kannattavuus		
	Regressio-kerroin	t-arvo	p-arvo	Regressio-kerroin	t-arvo	p-arvo
Muuttuja						
Vakiotermi	0,036	0,892	0,373	0,041	1,010	0,313
RPOS	0,015	0,850	0,396	0,011	0,674	0,501
RNEG	-0,196	-3,502	0,001	-0,056	-1,280	0,201
RULK	-0,001	-0,039	0,969	-0,005	-0,311	0,756
RSIS	-0,014	-0,452	0,651	-0,005	-0,274	0,784
RPOSULK	0,006	0,248	0,805	0,009	0,400	0,689
RPOSSIS	0,012	0,365	0,715	0,004	0,186	0,852
RNEGULK	0,217	3,922	0,000	0,078	1,870	0,062
RNEGSIS	0,073	1,563	0,119	-0,025	-0,739	0,460
LN(TA)	-0,002	-0,972	0,331	-0,002	-0,953	0,341
PR%	-0,004	-0,556	0,578	-0,001	-0,177	0,859
Mallin selitysaste	0,027			0,006		
F-arvo	2,328	(p: 0,011)		1,281	(p: 0,238)	
Durbin-Watson	2,007			2,023		

Taulukosta 11 käy ilmi, että mallin selitysaste (2,7 prosenttia) *liikevaihdon* osalta on hiukan parempi kuin edellä esitetyn hypoteesi 1 kohdalla. Myös Durbin-Watson-arvo on parempi, sen ollessa lähellä arvoa kaksi. Huomattavaa on kuitenkin se, että ANOVA:n perusteella malli on p-arvolla 0,011 tilastollisesti merkitsevä. Kerrointaulukon perusteella voidaan todeta, että muuttujista niin negatiiviset ennusteet kuin negatiiviset ulkoisen perustelun omaavat ennusteet ovat tilastollisesti merkittäviä. Negatiivisten ennusteiden kerroinvaikutus epänormaaleihin tuottoihin on jopa 19,6 prosenttia negatiivinen. Kuitenkin tarkasteltaessa yhteisvaikutuksia mielenkiintoista on se, että ylipäättänsä kun positiivinen tai negatiivinen ennuste perustellaan, on sillä positiivinen kerroinvaikutus. Negatiivisten ennusteiden osalta tämä on huomattavampaa ja nimenomaan ulkoisilla syillä perusteltaessa kääntyy vaikutus epänormaaliin tuottoon jopa 21,7 prosenttia positiiviseksi.

Hypoteesin 2 mallin selitysaste *kannattavuuden* ennusteiden osalta on parempi hypoteesiin 1 verrattuna, mutta heikompi liikevaihtoon nähden. Durbin-Watson-arvo pysyy edelleen maltillisesti kahden paikkeilla, joskin se on hiukan suurempi kuin hypoteesin 1 kohdalla. Myöskään ANOVA:n mukaan malli ei ole tilastollisesti merkitsevä, koska F-testin p-arvo on reippaasti yli 0,05. Kerrointaulukon perusteella voidaan todeta, että myös kannattavuuden muuttujista ennusteet, jotka ovat negatiivisia ja joita on perusteltu ulkoisilla syillä, ovat tilastollisesti lähes merkitseviä (0,062). Vaikutus on 7,8 prosenttia positiivinen, vaikka yleisesti negatiivisten ennusteiden vaikutus on negatiivinen. Verrattuna liikevaihtoon muuttujien vaikutukset näyttäisivät olevan samansuuntaisia lukuun ottamatta kannattavuuden negatiivisia ennusteita, joita perustellaan sisäisillä syillä. Tällöin vaikutus tuottoon on

negatiivinen. Tosin tämä ei ole tilastollisesti merkitsevä tulos. On huomattavaa, että yrityksen koolla tai tuloksen muutoksella ei näyttäisi olevan vaikutusta kumpaankaan liiketoiminnan tai kannattavuuden ennusteiden tuottoihin tilinpäätöstiedotteen aikaikkunassa.

6.2.3 H3: Yhteys - Argumentaatiovahvuus

Hypoteesissa 3 on tarkasteltu väittämän suunnan lisäksi argumentaatiovahvuutta. Aiemmin esitetyn hypoteesi 1 muuttujista mukaan on otettu positiiviset ja negatiiviset ennusteet, joita testattiin erikseen. Tämän lisäksi testattiin erikseen vahvan sekä keskivahvan argumentaation vaikutus. Heikon argumentaation jättämistä referenssiksi tukee aiemmin saadut tulokset suuresta hajonnasta verrattuna muihin luokkiin. Ja lopulta muodostettiin muuttujia ennusteen ja argumentaatiovahvuuden yhteisvaikutuksesta. Vaikka muuttujia testattiin erikseen osissa, antavat kaikki muuttujat sisältävä malli parhaimmat tulokset kuvaamaan hypoteesia.

Taulukko 12. Hypoteesin 3 tulokset

Hypoteesi 3	Liikevaihto			Kannattavuus		
	Regressio-kerroin	t-arvo	p-arvo	Regressio-kerroin	t-arvo	p-arvo
Muuttuja						
Vakiotermi	0,017	0,414	0,679	0,032	0,786	0,432
RPOS	0,035	2,099	0,036	0,000	0,018	0,986
RNEG	-0,126	-2,449	0,015	0,004	0,207	0,836
RW3	0,006	0,339	0,735	0,030	2,449	0,015
RW2	-0,025	-1,037	0,300	-0,069	-1,883	0,060
RW3POS	-0,026	-1,048	0,295	-0,009	-0,330	0,742
RW2POS	0,004	0,126	0,900	-0,041	-1,707	0,088
RW3NEG	0,139	2,428	0,016	0,060	1,307	0,192
RW2NEG	0,201	3,255	0,001	0,070	1,535	0,125
LN(TA)	-0,001	-0,483	0,629	-0,002	-0,781	0,435
PR%	-0,002	-0,384		-0,001	-0,146	0,884
Mallin selitysaste	0,017			0,013		
F-arvo	1,847	(p: 0,051)		1,610	(p: 0,101)	
Durbin-Watson	2,039			1,991		

Liikevaihdon mallin selitysaste on jälleen heikentynyt, jos vertaa hypoteesin 2 tuloksiin, mutta tarkasteltaessa F-testin p-arvoa on se kuitenkin lähes tilastollisesti merkitsevä (0,051). Durbin-Watson-arvo on noussut hieman verrattuna niin hypoteesiin 2, kuin hypoteesin 3 kannattavuuden vastaavaan tulokseen. Testin tulokset vaikuttavat mielenkiintoisilta. Tilastollisesti merkitseviä muuttujia saatiin neljä. Ensinnäkin havaittiin, että positiivisilla ennusteilla on 3,5 prosentin positiivinen vaikutus tuottoihin ja puolestaan negatiivisilla ennusteilla vaikutus on negatiivinen peräti 12,6 prosentin verran. Tästä negatiivisten ennusteiden negatiivisesta vaikutuksesta huolimatta on huomattavaa, että argumentoinnin

vahvuus näyttäisi vaikuttavan negatiivisiin ennusteisiin positiivisesti eli epänormaali tuotto onkin positiivinen. Ennusteen ollessa vahva vaikutus tuottoihin on 13,9 prosenttia ja keskivahvan ennusteen tapauksessa jopa 20,1 prosenttia. Mainittakoon kuitenkin, että positiivisten ennusteiden ja argumentoinnin vahvuuden perusteella ei näytä olevan samanlaista positiivista kerroinvaikutusta, vaan itse asiassa vahvimmalla argumentilla näyttää olevan jopa aavistus negatiivinen vaikutus. Näitä muuttujia ei voida kuitenkaan pitää tilastollisesti merkitsevinä.

Hypoteesin 3 mallin selitysaste *kannattavuuden* ennusteiden osalta on liikevaihdon vastaavaan verrattuna hieman pienempi, mutta toisaalta aavistuksen parempi verrattuna kannattavuuden hypoteesiin 2. Durbin-Watson-arvo on ensimmäistä kertaa alle kahdessa. ANOVA:n F-testin mukaan malli on lähes tilastollisesti merkitsevä (0,101). Muuttujia tarkasteltaessa on mielenkiintoista, että argumentaation vahvuudella näyttäisi olevan tilastollista merkitsevyyttä. Vahvan argumentaation vaikutus tuottoon on 3 prosenttia positiivinen, mutta keskivahvan argumentin vaikutus on negatiivinen 6,9 prosentin verran. Toisin kuin odotettua, positiivisten ennusteiden ja argumentaation vahvuuden yhteisvaikutus näyttäisi olevan negatiivinen (4,1 prosenttia) jopa niin, että keskivahvalla argumentoinnilla on lähes tilastollinen merkitsevyys (0,088). Kuitenkin negatiivisten ennusteiden yhteisvaikutus argumentaation vahvuuden kanssa näyttäisi olevan positiivinen samoin kuin liikevaihdon osalta. Nämä tulokset eivät tosin ole tilastollisesti merkitseviä. On huomattavaa, että yrityksen koolla tai tuloksen muutoksella ei näyttäisi olevan vaikutusta kumpaankaan liiketoiminnan tai kannattavuuden ennusteiden tuottoihin tilinpäätöstiedotteen aikaikkunassa.

6.3 Rajoitukset

Tehdylle tutkimukselle on tunnistettu kolme rajoittavaa tekijää, jotka tulee ottaa huomioon johtopäätöksiä tehdessä sekä mahdolliseen jatkotutkimukseen ryhdyttäessä. Ensinnäkin Toulminin argumentaatiomallin mukainen kategorisointi on melko *subjektiivista*. Väitteen tunnistamisessa ei liene ongelmaa, mutta syiden luokittelu saattaa olla hankalaa, vaikka Baginskin ym. (2004) lista onkin hyvin kattava. Kaikkein haastavinta on sijoittaa ennuste argumentaation perusteella tiettyyn kategoriaan. Vahvan yhteyden omaava ennuste on usein selkeä, mutta toisinaan keskivahvan ja heikon kategorian välillä joutuu pohtimaan. Tästä on kenties merkinä heikon kategorian korkeat keskiarvojen hajontatulokset. Jos tutkimuksesta

haluaa luotettavamman, tulisi Toulminin menetelmän mukainen kategorisointi teettää useammalla ihmisellä ja ottaa mahdollisia keskiarvo- tai enemmistöpäätöksiä siitä mihin kategoriaan ennuste kuuluu. Lisäksi luokittelua tulisi kenties pyytää useilta erityyppisiltä sijoittajilta tarkoittaen, että mitä heterogeenisempi ryhmä sen todenmukaisemmat tulokset ja edelleen näin luetun ymmärtäminen sekä tulkinta vastaisivat enemmän oikeita markkinoita. Nyt tilinpäätöstiedotteista noin 10 prosenttia ja niistä tehdyt kategorisoinnit on luetettu ohjaajalla. Suurimmasta osasta on oltu samaa mieltä tai lähes samaa mieltä. Ennusteista on keskusteltu konsensuksen löytämiseksi, jonka mukaan loppuaineisto on kategorisoitu.

Toinen tutkimusta rajoittava tekijä on sen *regressiomalli*. Vaikka aiempaa kirjallisuutta käytiin laajalti läpi, ei vastaavanlaista tutkimusta ollut. Näin ollen tutkimusasetelma oli uudentyypinen. Tästä syystä tämän tutkimuksen regressiomallia ei ole ehkä jalostettu tarpeeksi, josta tuloksena se, että kategorisilla muuttujilla on vaikeaa selittää epänormaaleja tuottoja. Tämä puolestaan näkyy mallin heikkona selitysasteena. Koska dummy-muuttujille sopivaa mallia ei ole löydetty, mallin vertailua aiempaan tutkimukseen ei pystytä tekemään. Verrattakoon tosin, että muun muassa tätä aihetta sivuavan Henryn (2008) tutkimuksen mallin selitysaste on noin 10 prosenttia. Mahdollisesti mukaan olisi kannattanut kehittää skaalamuuttujia, mutta toisaalta pelättiin, että alkuperäinen idea sisällön ja argumentaation vahvuudesta häviää. Huomionarvoista tässä on se, että koska mallia selittävät luvut ovat heikkoja, on tuloksiin suhtauduttava varauksella, vaikka osaa voitaisiin pitää tilastollisesti merkittävänä.

Viimeinen rajoittava tekijä liittyy myös regressiomalliin. Tilinpäätöstiedote sisältää paljon informaatiota, mutta sen voi karkeasti jakaa kahteen: toteutuneisiin tuloksiin ja tulevaisuudennäkymiin. Tässä tutkimuksessa historiallista informaatiota on pyritty *kontrolloimaan* luomalla tuloksen muutosta kuvaava muuttuja. Regressioanalyysin perusteella sillä ei kuitenkaan ollut tilastollista merkitystä. Näin ollen toteutuneen tuloksen vaikutusta tulisi pystyä kontrolloimaan jollain muulla tapaa. Analyytikkojen ennusteiden toteutuminen olisi voinut olla yksi vaihtoehto tähän, mutta kuten aiemmin todettiin, analyytikot eivät seuraa kaikkia aineiston yrityksiä, joten muuttujaa ei pystytty rakentamaan.

7 YHTEENVETO

7.1 Johtopäätökset

Tämän tutkielman avulla on pyritty selvittämään *onko tulevaisuudennäkymien sisällöllä informaatioarvoa markkinoilla*. Tutkimuskysymystä lähestyttiin kiinnittämällä tulevaisuudennäköykymät institutionaaliseen ympäristöönsä. Niin arvopaperimarkkinalaki (vanha) kuin kirjapitolakikin velvoittavat, että yrityksen on julkaistava jotain tulevaisuudennäkymistään. Tarkemmin ei ole kuitenkaan määritelty mitä todennäköisellä kehityksellä tarkoitetaan ja millä tavalla näkymistä tulisi kertoa. Näin ollen tulevaisuudennäkymien laatu ja laajuus vaihtelevat aikalailla. Huomionarvoista on, että laaja ei ole aina laadukas ja toisaalta ytimekäs voi olla hyvinkin informatiivinen. Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että johdon antamat ennusteet tulevasta ovat olennainen osa yrityksen tuottamasta informaatiosta.

Lainsäädännön ja ohjeistuksien kenttää täydentämään käytiin läpi aiempaa tutkimusta ja teorioita, joita aiheen ympäriltä on olemassa. Tehokkaiden markkinoiden teoria selittää sitä että osakkeiden hinnat eivät ole todellisella tasollaan, koska kaikkea informaatiota ei julkaista. Vapaaehtoisen tiedottamisen teorial puolestaan vastaavat siihen miksi kaikki tieto ei ole julkista. Agenttiteorian mukaan johdon ja sijoittajien intressit saattavat erota toisistaan, jonka vuoksi vain tiettyä tietoa valikoituu julkaistavaksi. Myös signaaliteorian mukaan johtoa saattaa motivoida esittää tietyn tyyppistä tietoa tai jopa pidättäytyä jonkun informaation jakamisesta. Kilpailukustannusteoria puolestaan ottaa huomioon sen, että tiedolla on niin hyötynsä kuin kustannuksensa. Jos tiedon julkaisemisen kustannukset ylittävät siitä saatavan hyödyn, on järkevää jättää informaatio yrityksen sisäiseksi. Kaikki valitut teorial ovat siis enemmän tai vähemmän nivoutuneet epäsymmetrisen informaation ja tiedon merkityksen ympärille.

Teorian perusteella tutkielmalle rakennettiin hypoteesit, joihin regressioanalyysin avulla haettiin vastauksia itse tutkimuskysymykseen. Tutkielmassa päädyttiin käyttämään kahta menetelmää, jotta saatiin regressiomalliin selitettävä tekijä ja sitä selittäviä muuttujat. Toulminin argumentaatiomallilla kategorisoitiin tulevaisuudennäkymiä ennusteen (väitteen) suunnan, sen tueksi annetun datan ja näitä yhdistävän linkin perusteella. Tämän luokittelun

avulla pyrittiin selittämään yrityksen epänormaalia tuottoa, joka laskettiin vertaamalla yrityksen tuottoa markkinoiden indeksin tuottoon tilinpäätöstiedotteen julkaisuikkunassa. Tämän tyyppistä kumulatiivisen epänormaalin tuoton selvittämisen menetelmää kutsutaan tapahtumatutkimukseksi (Event Study). Näin ollen molempia menetelmiä niin Toulminin argumentaatiomallia että tapahtumatutkimusta tarvittiin yhtäläillä, jotta voitiin rakentaa tutkielmalle regressiomalli.

Tutkimusaineisto koostui 96 NASDAQ OMX Helsinkiin listatun yrityksen tulevaisuudennäkymistä vuosille 2008–2012, joten havaintoaineistoksi muodostui 480 ennustetta, joista pyrittiin erottamaan näkemys tulevasta liikevaihdosta ja kannattavuudesta. Tuloksien mukaan aineisto sisälsikin melko paljon epämääräisiä ennusteista sillä vuosittain noin kolmannekselle ei pystytty tunnistamaan tulevaisuudennäkymää liikevaihdon tai kannattavuuden osalta. Mikä on mielenkiintoista, on se, että näiden yritysten keskiarvoiset tuotot olivat pienimmillään verrattuna niihin yrityksiin, joiden tulevaisuudennäkymistä ennusteet pystyttiin tunnistamaan. Eroa ei varsinkaan kannattavuuden osalta ollut paljoa, mutta tämän perusteella voidaan ainakin todeta sillä olevan väliä annetaanko ennustetta vai ei. Tulevaisuudennäkymän antaminen vaikuttaisi kannattavan.

Myös sillä näyttäisi olevan merkitystä mitä syitä kerrotaan. Liikevaihdon väitteitä perusteltiin keskimäärin enemmän ulkoisilla syillä tai sitten yhdessä sisäisten syiden kanssa ja tuotot olivatkin suuremmat verrattuna siihen, että perustetta ei ole ollenkaan tai, että perustellaan sisäisillä syillä. Ulkoisia syitä on kenties helpompaa antaa, koska ne ovat usein sellaisia, joihin yritys ei voi vaikuttaa. Se tekee niistä ehkä hyväksyttävämpiä ja toisaalta ne voidaan kokea luotettaviksi. On luonnollista, että sisäisiä syitä käytetään varovaisemmin. Esimerkiksi, jos ajatellaan, että yritys tekee joitain strategisia muutoksia, jotka eivät tuokaan haluttua tulosta, voi se olla jokin signaali yrityksen liiketoiminnan kannattavuudesta ja osaamisesta. On myös loogista, että perusteltaessa tietyillä ulkoisilla syillä, kuten kysynnällä tai tilauskannalla, voidaan nähdä yhteys etenkin liikevaihdon ennusteiden kanssa. Tätä indikoi toimialojen välinen vertailu. Näiden perusteella voi päätellä liikevaihdon ennusteiden olevan vahvemmin argumentoituja, kun kannattavuuden.

Vuosi 2009 oli jokseenkin poikkeuksellinen monessa suhteessa. Tuolloin yritykset ennustivat luonnollisesti negatiivista näkymää, jos ennustivat ylipäätänsä jotain. Keskiarvoiset tuotot tilinpäätöstiedotteen aikaikkunassa olivat kuitenkin lähes poikkeuksetta positiivisia, tosin

hajonta oli tuolloin suurimmillaan. Mikä on huomattavaa, on se, että ennusteet kyseisenä vuonna olivat keskimäärin melko vahvoja. Toisaalta lieneekö syynä se, että taustaoletuksena voidaan pitää maailman talouden kriisiä, josta ennusteet saavat aika vahvan perusteen.

Tutkielmalle asetettiin kolme hypoteesia. Ensinnäkin väitettiin, että *epänormaaleihin tuottoihin vaikuttaa ennusteen väittämän suunta*. Myös johdannossa määriteltiin, että tutkielman yhtenä tavoitteena on pyrkiä selvittämään mukailevatko markkinoiden reaktiot suoraan väitettyä ennustetta. Jos tarkastellaan kaikkien hypoteesin tuloksia yhdessä, näyttäisi ainakin liikevaihdon osalta niin positiivisten kuin negatiivisten ennusteiden vaikutus tuottoon olevan odotetun mukainen: positiiviselle ennusteella positiivinen ja negatiivisella negatiivinen. Näin ollen voitaisiin vahvistaa, että epänormaaleihin tuottoihin vaikuttaa liikevaihdon ennusteen väittämän suunta. Samaa ei voida todeta kannattavuuden osalta.

Toiseksi väitettiin, että *epänormaaleihin tuottoihin vaikuttaa ennusteen lisäksi tiedon peruste*. Tueksi esitetyllä tiedolla ei vaikuttaisi yksinään olevan mitään relevanssia, mutta yhdessä ennusteen kanssa on havaittavissa jotain merkittävää. Niin liikevaihdon kuin kannattavuudenkin tulokset hypoteesista kaksi osoittavat, että annettaessa negatiivinen ennuste, mutta perusteltaessa ulkoisilla syillä, on mahdollista kääntää negatiivinen tuotto-odotus positiiviseksi. Vaikka tämä yhteys oli ainoa tilastollisesti merkittäväksi havaittu tulos, vaikuttaisivat muutkin yhteydet merkitsevän sitä, että perusteilla on väliä. Vahvistettava tulos on kuitenkin ainoastaan se, että epänormaaleihin tuottoihin vaikuttaa negatiivinen ennuste yhdessä ulkoisten perusteiden kanssa.

Väitteen ja ennusteen perusteella voidaan havaita argumentaation vahvuus ja tähän perustuu kolmannen hypoteesin väite: *Epänormaaleihin tuottoihin vaikuttaa ennusteen lisäksi argumentaatiovahvuus*. Kannattavuuden osalta saatiin tuloksia jopa pelkän yhteyden merkittävydestä eli vahvan argumentaation ennusteiden vaikutus epänormaaleihin tuottoihin on positiivinen. Liikevaihdon osalta puolestaan tulokset kertovat, että kun negatiivisen ennusteen argumentaatio on vahvaa tai keskivahvaa, niin osaketuotto voidaan kääntää positiiviseksi. Nämä ovat samantyyppisiä tuloksia kuin mitä saatiin liikevaihdon hypoteesin 2 osalta. Selkeä ennuste perusteineen luo vahvan näkemyksen tulevasta, jolloin vaikutus voidaan nähdä markkinoilla. Kannattavuuden keskivahvat ennusteet puolestaan antoivat heikkoa signaalia siitä, että ei niin selkeällä argumentaatiolla voi olla jopa negatiivinen vaikutus osaketuottoon. Tämän perusteella ei voida varsinaisesti vahvistaa sitä, että

epämääräinen ennuste ja yrityksen heikko näkemys tulevasta aiheuttaisi markkinoilla epäluottamusta ja negatiivista reaktiota. Vaikka regression tulokset tulee ottaa kriittisesti, on muun muassa liikevaihdon osalta hypoteesin 2 ja 3 mallit tilastollisesti merkitseviä. Kaiken kaikkiaan argumentaatiovahvuudella voidaan jokseenkin todeta olevan merkitystä ja edelleen, voidaan varovaisesti vahvistaa näkemys, että tulevaisuudennäkymillä on jossain määrin informaatioarvoa.

7.2 Jatkotutkimusmahdollisuudet

Tässä tutkielmassa käsitellylle tutkimusaiheelle on nähtävissä useita jatkotutkimusmahdollisuuksia. Koska tulevaisuudennäkymistä tiedottaminen on olennainen osa yrityksen sijoittajaviestintää, liikutaan monen tutkimusalueen rajapinnoilla. Tarvitaan muun muassa juridiikan, laskentatoimen, rahoituksen, viestinnän ja markkinoinnin osaamista. Tällä kertaa pääpaino oli laskentatoimen ja rahoituksen teorioissa, joista moni on vuosikymmeniä vanhoja ja ideaalia olisikin löytää uusia näkökulmia. Teorian laajentaminen muun muassa viestinnän ja markkinoiden alueelle saattaisi tuoda vaihtoehtoista näkemystä tulevaisuudennäkymien sisältöön.

Kuten tässä tutkimuksessa kävi ilmi yritykset ovat raportoineet melko epämääräisesti tulevaisuudennäkymistä. Onkin mielenkiintoista, että vuoden 2013 alusta voimaan tullut uusi arvopaperimarkkinalaki on ennemmin keventänyt vaatimuksiaan kuin kiristänyt niitä. Tulevaisuudennäkymien esittämistä ei enää vaadita tilinpäätöstiedotteissa, joskin moni todennäköisesti jatkaa niiden esittämistä samaan malliin, sillä kirjanpitolain mukaan vaatimus on edelleen olemassa ja yritysten tulee jatkossakin esittää toimintakertomuksessaan näkymistä. Tämä kuitenkin herättää kysymyksiä muun muassa siitä, että tulisiko olla tarkempaa ohjeistusta, koska markkinat kuitenkin kokevat tulevaisuutta koskevan informaation olennaiseksi ja luottamusta herättäväksi. Juridiikan näkökulmasta yksi jatkotutkimusmahdollisuus voisi olla tarkastella perusteita uuden arvopaperimarkkinalain säätämällä nimenomaan tulevaisuudennäkymien aspektista.

Tutkielman menetelmät olivat haasteelliset - jatkossa tutkimusprosessin ja menetelmien osalta olisi hyvä huomioida muutamia asioita. Toulminin argumentaatiomalli on sinällään hyvä, mutta tulosten objektiivisuuden takaamiseksi olisi hyvä luetuttaa ennusteet heterogeenisellä

tutkimusryhmällä. Mahdollisuuksien mukaan ennusteita tulisi lukea uudelleen ainakin niiden osalta, joista ollaan täysin eri mieltä ja kuten aiemmin oli esillä, kenties tulisi hyödyntää tämänkin jälkeen keskiarvo- tai enemmistöpäätöksiä. Lisäksi tässä tutkimuksessa katsottiin järkeväksi yhdistää numeeristen että sanallisten väitteiden kategoriat, joten näistä ei erikseen saatu tuloksia. Aineiston ajallinen kasvattaminen olisi voinut tuoda enemmän havaintoja numeerisiin kategorioihin tai tarkastelun laajentaminen muihin maihin olisi voinut tuoda samalla vertailevaa tietoa. Toisaalta näin laaja prosessi ylittää laajuudeltaan maisterin tutkielman. Samantyyppisestä aiheesta onkin tulossa väitöstutkielma Kristian Hurstilta. Hän tutkii tulevaisuudennäkymiä puolivuotiskatsauksissa eurooppalaisella aineistolla.

Käsillä olevan tutkielman selkeä haaste oli regressiomalli, jota tulisi kenties muokata niin, että argumentaatiomallista luotaisiin jollain tapaa skaalamuuttujia. Esimerkiksi pisteytysjärjestelmä voisi olla vaihtoehtona nykyisille dummy-muuttujille. Selkeästi käyttämällä lähes pelkästään nominaali-muuttujia, ei regressiomalli pysty selittämään vaikutuksia riittävästi. Lisäksi kontrollimuuttujaksi olisi ollut hyvä saada analyytikoiden ennusteiden toteutumista kuvaava tekijä. Yhden mielenkiintoisen näkökulman olisi voinut myös tuoda se, että tutkitaan miten yritysten arvioimat tulevaisuudennäkymät ovat toteutuneet.

Toisaalta aihe tarjoaa mahdollisuuden tehdä kvalitatiivista tutkimusta. Yhä useamman yrityksen johtoon kuuluu sijoitussuhdejohtaja ja olisikin mielenkiintoista päästä seuraamaan prosessia, jonka tuloksena tehdään ennusteet tulevasta. Mieleen nousee monia kysymyksiä, kuten mitkä tahot osallistuvat tulevaisuudennäkymien laatimiseen? Koetaanko ennusteen antaminen pakonomaisena vai nähdäänkö se mahdollisuutena vaikuttaa markkinoihin? Mikä prosessissa koetaan haasteelliseksi tai helpoksi? Kuinka tarkkaan ennusteiden argumentaatiota mietitään? Näitä kysymyksiä lienee haasteellista yhdistää käsillä olleen tutkimusasetelman kanssa, mutta niitä voisi myös käsitellä aivan erillisinä tutkimuskokonaisuuksina.

LÄHTEET

Ahmed, K. & Curtis, J. 1999. Association between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis. *British Accounting Review*, Vol. 31(1), 35-61.

Akerlof, G.A. 1970. The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84(3), 488-500.

Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495. Saatavilla:

<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/kumotut/1989/19890495>, Vierailtu 5.12.2012.

Avoimuusdirektiivi 2004. Saatavilla:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:FI:PDF>,

Vierailtu 5.12.2012.

Avoimuusdirektiivin tarkastelu 2010. Saatavilla:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/com-2010-243_fi.pdf, Vierailtu 5.12.2012.

Ball, R., & Kothari, S. 1991. Security returns around earnings announcements. *Accounting Review*, Vol. 66(4), 718-738.

Beyer, A., Cohen, D.A., Lys, T.Z. & Walther, B.R 2010. The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, 296-343.

Botosan, C.A. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, Vol. 72(3), 323-349.

Brown, S. & Hillegeist, S.A. & Lo, K. The effect of earnings surprises on information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 47(3), 208-225.

Brown, S., & Warner, J. 1985. Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, Vol. 14(1), 3-31.

Cazavan-Jeny, A. & Jeanjean, T. 2007. Levels of voluntary disclosure in IPO prospectuses: an empirical analysis. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 6(2), 131-149.

Chen, S., Matsumoto, D. & Rajgopal, S. 2011. Is silence golden? An empirical analysis of firms that stop giving quarterly earnings guidance. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 51(1-2), 134-150.

Chow, C.W. & Wong-Boren, A. 1997. Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations. *The Accounting Review*, Vol. 62(3), 533-541.

Cotter, J., Lokman, N. & Najah, M.M. 2011. Voluntary disclosure research: Which theory is relevant? *Journal of Theoretical Accounting Research*. Vol. 6(2), 77-95.

Craven, B.M. & Marston, C.L. 1999. Financial reporting on the Internet by leading UK companies *European Accounting Review*, Vol. 8(2), 321-333.

Diamond, W. & Verrecchia, R. 1987. Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information. *Journal of Financial Economics*, Vol. 18(2), 277-311.

Diamond, D. & Verrecchia, R. 1991. Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, Vol. 44(4), 1325-1359.

Fama, E.F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *The Journal of Finance*, Vol. 25(2), 383-423.

Fama, E.F. & Jensen, M.C. 1983. Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26(2), 327-349.

Fama, E.F. 1991. Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, Vol. 46(5), 1575-1610.

Fivan Markkinat-tiedote 4/2008. Saatavilla:

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Arkisto/Markkinat/Documents/markkinat_4_2008.pdf, Vierailtu 30.4.2013.

Fivan Markkinat-tiedote 4/2012. Saatavilla:

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat_4_2012.pdf, Vierailtu 30.4.2013.

Fivan standardi 5.1 2008. Saatavilla:

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Rahoitussektori/5_Tietojen_julkistaminen/Documents/5.1.std2.pdf, Vierailtu 29.4.2013.

Fivan standardi 5.2b 2005. Saatavilla:

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Rahoitussektori/5_Tietojen_julkistaminen/Documents/5.2b.std6.pdf, Vierailtu 5.12.2012.

Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. 2002. Expanded disclosures and the increased usefulness of earnings announcements. *Accounting Review*, Vol. 77(3), 515-546.

Gray, S., Radebaugh, L. & Roberts, C., 1990. International perceptions of cost constraints on voluntary information disclosures: A comparative study of U.K. and U.S. multinationals. *Journal of International Business Studies*, Vol. 21(4), 597-622.

Grossman, S. 1981. An introduction to the theory of rational expectations under asymmetric information. *Review of Economic Studies*, Vol. 48(4), 541–559.

Healy, P.M. & Palepu, K.G. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 31(1-3), 405-440.

Henry, E. 2008. Are Investors Influenced By How Earnings Press Releases Are Written? *Journal of Business Communication*, Vol. 45(4), 363-407.

Hoppu, K. 2004. *Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely*. WSOY, Helsinki.

Huovinen, S. 2004. *Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media*. Gummerus, Jyväskylä.

Hursti, K. 2011. Management Earnings Forecasts: Could an Investor Reliably Detect an Unduly Positive Bias on the Basis of the Strength of the Argumentation? *Journal of Business Communication*, Vol. 48(4), 393-408.

Hursti, K. 2013. Quantifying Language in European Half-Yearly Financial Report Forecasts: Is the Strength of the Forecast Argument Associated with Forecast Accuracy? *Aalto-yliopiston Kauppakorkeakoulu*, Working Paper. Esitetty Pariisissa 4.5.2013 (European Accounting Association Colloquium).

Hussainey, K. & Aal-Eisa, J. 2009. Disclosure and dividend signalling when sustained earnings growth declines. *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24(5), 445-454.

Hutton, A.P., Miller, G.S & Skinner, D.J. 2003. The Role of Supplementary Statements with Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*, Vol. 41(5), 867-890.

IBM 2013.

<http://www-01.ibm.com/software/fi/analytics/spss/products/statistics/>, Vierailtu 24.7.2013.

IFRS Practice Statement Project 2010. Saatavilla:

<http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Management-Commentary/Pages/Management-Commentary.aspx>, Vierailtu 4.12.2012.

IFRS Practice Statement 2010. Saatavilla:

<http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Management-Commentary/IFRS-Practice-Statement/Documents/Managementcommentarypracticestatement8December.pdf>, Vierailtu 5.12.2012.

Jensen, M. & Meckling, W. 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(4), 305 - 360.

Kaakkola, A. 2012. Tulevaisuudennäkymistä kertominen. Tutkimus pörssiyrityksen tulevaisuudennäkymistä kertomiseen liittyvistä vaatimuksista ja haasteista Suomen arvopaperimarkkinoilla. *Helsingin yliopisto, Oikeustieteellinen tiedekunta (Kauppaoikeus)*.

Karjalainen, J., Laurila, O. & Parkkonen, J. 2008. *Arvopaperimarkkinalaki*. Talentum, Helsinki.

Kasanen, E. & Puttonen, V. 1994. Suomalaisen pörssiyritysten sijoittajaviestintä. *Helsingin kauppakorkeakoulu, Working Papers W-101*.

Khlifi, F. & Bouri, A. 2010. Corporate Disclosure and Firm Characteristics: A Puzzling Relationship. *Journal of Accounting, Business & Management*. Vol. 17(1), 62-89.

Kinnunen, J., Laitinen, E.K., Laitinen, T., Leppiniemi, J. & Puttonen, V. 2007. *Avain laskentatoimeen ja rahoitukseen*. Otavan Kirjapaino Oy, Keuruu.

Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336. Saatavilla:

<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971336>, Vierailtu 5.12.2012.

Kirjanpitolautakunnan lausunto 2013. Saatavilla:

<http://ktm.elinar.fi/ktm/fin/kirjanpi.nsf/717602942eb71ebdc22570210049e02b/1d5d73c315441bc9c2257b1800297d51?OpenDocument>,

Vierailtu 30.4.2013.

Kirjanpitolautakunnan yleisohje 2006. Saatavilla:

<http://ktm.elinar.fi/ktm/fin/kirjanpi.nsf/all/F656564842BC1755C22571ED0047A0B1?openDocument>, Vierailtu 29.4.2013.

KvantiMOTV 2008.

<http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/regressio/analyysi.html>, Vierailtu 24.7.2013.

Lambert, R. 2001. Contracting Theory and Accounting. *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 32(1-3), 3-87.

MacKinlay, C.A. 1997. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, Vol. 35(1), 13-39.

Mars, M., Virtanen, M. & Virtanen, O.V. 2000. *Sijoittajaviestintä strategisena työkaluna*. Edita, Helsinki

Marston, C. & Poley, A. 2004. Corporate reporting on the Internet by German companies. *International Journal of Accounting Information Systems*, Vol. 5(3), 285 –311.

Milgrom, P.R. 1981. Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 12(2), 380-391.

Miller, G. S. (2009). Should managers provide forecasts of earnings? A review of the empirical literature and normative policy recommendations. Saatavilla:
http://www.capmksreg.org/pdfs/09-Sept-15_CCMR-Miller_Study_on_Earnings_Guidance.pdf

Morris, D. 1987. Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Counting and Business Research*, Vol. 18(4), 47–56.

Mustonen, A. 2013. Pörssiyrhtiöt kaipaavat analyysiä. *Kauppalehti*, No.48, C18-C19.

Mähönen, J & Villa, S. 2006. *Osakeyhtiö I. Yleiset opit*. WSOY, Helsinki.

NIRI 2003.

About NIRI: Definition of Investor Relations (adopted by the NIRI Board of Directors, March 2003). <http://www.niri.org>, Vierailtu 7.4.2013.

OMX Helsinki GI –indeksi 2013.

<https://indexes.nasdaqomx.com/Index/Overview/OMXHGI> , Vierailtu 28.4.2013.

OMX Helsinki Uutiset.

<http://www.nasdaqomxnordic.com/uutiset/yhtiotiedotteet/>

OMX Helsinki Tiedote 2012. Saatavilla:

http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/83/83410_tiedote_listayhtiille_nasdaqomxhelsingin_sntjensoveltaminenjatu....pdf, Vierailtu 30.7.2013.

OMX Helsingin pörssin säännöt 2009. Saatavilla:

http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/59/59541_ARVOPAPERIP_RSSIN_S_NN_T_16032009.pdf, Vierailtu 5.12.2012.

Patell, J. M., & Wolfson, M. A. 1981. The ex ante and ex post price effects of quarterly earnings announcements reflected in options and stock prices. *Journal of Accounting Research*, Vol. 19(2), 434-458.

Pohjola, M., Pekkarinen, J. & Sutela, P. 2006. *Taloustiede*. WSOY Oppimateriaalit Oy, Helsinki.

Porwal, L.S. 2001. *Accounting Theory. An Introduction*. Tata McGraw-Hill, New Delhi.

Pörssisäätiö 2010.

Mitä arvopapereista tulisi tietää? Saatavilla:

http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/01/matt2010_2.pdf, Vierailtu 6.5.2013.

Rennekamp, K. 2012. Processing Fluency and Investors' Reactions to Disclosure Readability. *Journal of Accounting Research*, Vol. 50(5), 1319-1354.

Roe, M.J. 2004. The Institutions of Corporate Governance. *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Paper Series*. Paper 488.

Rämö, S. 2011. Tavoitteena luottamus. *Ekonomi*, 6.11, 24-27.

Securities Act of 1933. Saatavilla:

<http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>, Vierailtu 28.4.2013.

Schrand, C. M., & Walther, B. R. 2000. Strategic benchmarks in earnings announcements: The selective disclosure of prior-period earnings components. *Accounting Review*, Vol. 75(2), 151-177.

Scott, W.R. 2009. *Financial Accounting Theory, 5th edition*. Pearson Prentice Hall, Canada.

Scott, W.R. 2012. *Financial accounting theory, sixth edition*. Pearson Prentice Hall, Canada.

Smith, C.W. & Warner, J.B. 1979. On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, 117-161.

Skinner, D. 1994. Why Firms Voluntarily Disclosure Bad News. *Journal of Accounting Research*, Vol. 32(1), 38-60.

Suijs, J. 2007. Voluntary disclosure of information when firms are uncertain of investors response. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 43(2-3), 391-410.

Suomen listayhtiöiden hallinointikoodi 2010. Saatavilla:

<http://cgfinland.fi/suositukset/suomen-listayhtioiden-hallinointikoodi-corporate-governance/>,

Vierailtu 28.4.2013.

Taloussanomat 2012.

<http://www.taloussanomat.fi/tyomarkkinat/2012/07/25/nokian-laineet-jatkuvat-ixonos-aloittaa-yt-neuvottelut/201234229/12>, Vierailtu 4.6.2013.

Toulmin, S.E 2003. *The Uses of Argument*. Cambridge University Press, UK.

Troberg, P. 2007. *IFRS and US GAAP. A Finnish Perspective*. Economica, Helsinki.

Verrecchia, R. 1983. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, 179–194.

Verrecchia, R. 2001. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32(1-3), 97-180.

Virtanen, M. 2010. *Sijoittajasuhteet johdon vastuuna*. WSOYpro Oy, Helsinki.

Wagenhofer, A. 1990. Voluntary disclosure with a strategic opponent. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, 341-363.

Werder, A. 1999. Argumentation rationality of management decisions. *Organization Science*, Vol. 10(5), 672-690.

Yang, H.I. 2012. Capital market consequences of managers' voluntary disclosure styles. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 53, 167-184.

Liite 2. Nokian Renkaiden tulevaisuudennäkymät 2012

TILINPÄÄTÖSTIEDOTE 2011 (8.2.2012 klo 8.00):

Näkymät:

Nokian henkilöautonrenkaiden kysyntä ja tilauskanta ovat säilyneet vahvoina kaikilla Nokian Renkaiden ydinmarkkinoilla maailmantalouden epävarmuustekijöistä huolimatta. Lisääntyvä tuotantokapasiteetti tarjoaa lisää kasvupotentiaalia ja tuottavuushyötyjä. Raaka-ainekustannusten lasku tukee kannattavuutta. Raskaiden renkaiden kysyntä on tasaantunut ja kysynnän odotetaan olevan heikompaa vuonna 2012.

Taloudellinen ohjeistus:

Vuonna 2012 yhtiöllä on edellytykset kasvattaa liikevaihtoa ja liikevoittoa vuoteen 2011 verrattuna.

NÄKYMÄT VUODELLE 2012

Nokian henkilöautonrenkaiden kysyntä ja tilauskanta ovat säilyneet vahvoina kaikilla Nokian Renkaiden ydinmarkkinoilla maailmantalouden epävarmuustekijöistä huolimatta. Vuonna 2012 henkilöautonrenkaiden maailmanlaajuisen kysynnän odotetaan lisääntyvän kehittyvien markkinoiden kasvun vetäminä 2-4 %. Euroopan arvioidaan polkevan paikallaan tai kasvavan hitaasti, Pohjois-Euroopan valtioiden suoriutuessa suhteellisen hyvin. Venäjällä kysynnän arvioidaan lisääntyvän BKT:n, automyyntin ja jälkimarkkinamyynnin kasvun tukemana. Nokian Renkaiden ydinmarkkinoilla varastot ovat normaalilla tasolla sekä kesä- että talvirenkaissa. Konevalmistajien kysyntä raskaiden renkailla on tasaantunut ja kysynnän odotetaan olevan heikompaa vuonna 2012.

Lisääntyvä tuotantokapasiteetti tarjoaa lisää kasvupotentiaalia ja tuottavuushyötyjä. Tuotantoa ovat lisänneet vuoden 2011 toisella puoliskolla Venäjän-tehtaan kahden uuden tuotantolinjan käyttöönotto ja Nokian-tehtaan siirtyminen 7-päiväiseen tuotantokapasiteetin täyskäyttöön. Yhtiö myös rakentaa uutta tehdasta nykyisen Venäjän-tehtaan yhteyteen, mikä lisää vuosikapasiteettia 5-6 miljoonalla henkilöautonrenkaalla. Suunnitelmien mukaan tuotanto uudessa tehtaassa alkaa vuoden 2012 aikana ja uusi tuotantokapasiteetti voidaan kokonaisuudessaan ottaa käyttöön vuosien 2012-2014 aikana. Yhtiö ja Venäjän viranomaiset ovat allekirjoittaneet sopimukset, jotka pidentävät verohuojennusaikaa yhdeksällä vuodella.

Nokian Renkaiden raaka-ainekustannukset ovat asteittain tasaantumassa ja vuoden 2012 raaka-ainekustannusten arvioidaan laskevan 0-2 % vuoteen 2011 verrattuna.

Vahva kysyntä ja tilauskanta, laajeneva jakeluverkosto, sujuva sesonkilogistiikka, parantunut kustannusrakenne jossa pääosa valmistuksesta on Venäjän ja IVY-maiden tullimuurien sisäpuolella, sekä uudet testivoittajatuotteet antavat Nokian Renkailla hyvät edellytykset vahvistaa markkinajohtajuutta ydinmarkkinoillaan sekä jatkaa vahvaa ja kannattavaa kasvuaan.

Taloudellinen ohjeistus:

Vuonna 2012 yhtiöllä on edellytykset kasvattaa liikevaihtoa ja liikevoittoa vuoteen 2011 verrattuna.

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=489410&lang=fi>

LIKEVAIHTO 4-2-3

LIKEVOITTO 4-3-3

Liite 3. Ixonoksen tulevaisuudennäkymät 2011

TILINPÄÄTÖSTIEDOTE 2010 (10.2.2011 klo 13:00):

Alussa:

Tulevaisuuden näkymät lyhyesti:

- Koko vuoden 2011 liikevaihdon ennustetaan ylittävän selvästi edellisen vuoden liikevaihdon. Koko vuoden liikevoiton odotetaan ylittävän selvästi viime vuoden liikevoiton.

Lopussa:

TULEVAISUUDEN NÄKYMÄT

Gartnerin tutkimusten mukaan maailmanlaajuisen älypuhelin- sekä älypuhelimissa käytettävien palveluiden markkinoiden odotetaan edelleen kasvavan voimakkaasti vuoden 2011 aikana. Lisäksi langattoman tiedonsiirron käytön odotetaan leviävän edelleen yhä uusille kulutuselektroniikan alueille. Market-Vision mukaan Suomen ICT-markkinat kasvavat vuoden 2011 aikana noin 4 prosenttia, mikä on lähellä pitkän aikavälin keskiarvoa.

Ixonosin koko vuoden 2011 liikevaihdon ennustetaan ylittävän selvästi edellisen vuoden liikevaihdon. Koko vuoden liikevoiton odotetaan ylittävän selvästi viime vuoden liikevoiton.

Yhtiön tavoitteena on edelleen jatkaa toiminnan tehostamista, palveluiden kehittämistä, palvelutuotannon laajentamista edullisemmän kustannustason maissa sekä vahvistaa liiketoiminnan kassavirtaa ja kannattavuutta.

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=437937&lang=fi>

LIKEVAIHTO 4-2-3

LIKEVOITTO 4-3-2

Liite 4. Innofactorin tulevaisuudennäkymät 2009

TILINPÄÄTÖSTIEDOTE 2008 (12.2.2009 klo 8:40):
(WESTEND ICT –KONSERNIN NIMELLÄ)

LÄHIAJAN NÄKYMÄT

Vuoden 2009 tavoitteena on yhtiön liikevaihdon ja liiketuloksen parantaminen vuoden 2008 toteutumiin verrattuna.

Asetettuun tavoitteeseen pääsemisessä on kuitenkin suurena riskinä vallitsevasta taloudellisesta tilanteesta johtuva epävarmuus markkinoilla.

Tilikauden tuloksen ennakointi on vaikeaa, koska muiden rahoitusvarojen erään kirjattujen, julkisesti noteerattujen Group Business Software AG -yhtiön osakkeiden pörssikurssin heilahtelulla on ollut ja tulee olemaan suuri vaikutus rahoitustuottoihin/-kuluihin ja siten myös tilikauden tulokseen.

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=311336&lang=fi>

LIKEVAIHTO JA -VOITTO 4-2-1

Liite 5. Oral Hammaslääkäreiden tulevaisuudennäkymät 2008

TILINPÄÄTÖSTIEDOTE 2007 (28.2.2008 klo 9.00):

Alussa:

- Vuoden 2008 liikevaihdoksi arvioidaan noin 24 milj.euroa ja liiketuloksen arvioidaan muodostuvan positiiviseksi

Lopussa:

Arvio todennäköisestä tulevasta kehityksestä

Hammasterveyspalvelujen kysyntätilanne on tällä hetkellä hyvä, ja yksityisten hammasterveyspalveluiden markkinan odotetaan kasvavan. Erityisesti ikääntyvän väestön ostokyvyn parantumisen odotetaan lisäävän vaativien, yksityisellä hammasterveyssektorilla tehtävien toimenpiteiden kysyntää. Oral uskoo, että pirstaloituneilla markkinoilla on kysyntää keskitetysti ja tehokkaasti hoidetulle hammasterveysketjulle.

Oral arvioi vuoden 2008 liikevaihdokseen noin 24 miljoonaa euroa ilman uusia yritys- ja liiketoimintakauppoja. Liiketuloksen arvioidaan muodostuvan positiiviseksi.

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=259179&lang=fi>

LIKEVAIHTO 5-2-2

LIKETULOS 4-2-1

Liite 6. Konecranesin tulevaisuudennäkymät 2008

TILINPÄÄTÖSTIEDOTE 2007 (8.2.2008 klo 09:00):

Otsikko: Erinomainen tulos 2007, suotuisat näkymät vuodelle 2008

Alussa:

- Vuoden 2008 tavoitteena on kaksinumeroinen liikevaihdon kasvuprosentti, liikevoittomarginaalia on mahdollista parantaa edelleen.

Lopussa:

Tulevaisuuden näkymät

Vuoden lopun tilauskannan, tammikuun 2008 tilausten ja tarjouskyselyiden sekä alla esitettyjen lyhyen aikavälin kysyntänäkymien perusteella Konecranes-konsernin tavoitteena vuonna 2008 on kaksinumeroinen liikevaihdon kasvu. Liikevoittomarginaalia on mahdollista parantaa edelleen vuonna 2008. Liikevaihdon kasvua tavoitellaan kaikilla kolmella liiketoiminta-alueella.

Maailmantalouden lisääntynyt epävarmuus tekee myös nostolaittekysynnän ennustamisesta viime vuosia vaikeampaa. Tämä koskee pääasiassa laitevalmistusta, sillä kunnossapidon kysynnän odotetaan jatkavan kasvuaan. Pitkällä aikavälillä nostolaitteiden kysynnän ennustetaan kasvavan voimakkaasti monilla avainasiakastoimialoilla mukaan lukien satamat, energiantuotanto, petrokemia, kaivostoiminta, metalliteollisuus, kuljetus, merenkulku ja jätteiden käsittely. Monilla näistä teollisuudenaloista myös lyhyen aikavälin näkymät ovat suotuisat, etenkin nopeasti kehittyvissä maissa. Jatkamme maantieteellistä laajentumistamme hyödyntääksemme nämä mahdollisuudet.

Vuonna 2008 nostolaitteiden kysynnän ennustetaan kasvavan Aasian-Tyynenmeren alueella kaikilla avainasiakastoimialoilla. Länsi-Euroopan alueella konepajateollisuuden kysynnän odotetaan vakiintuvan korkealle tasolle. Venäjän, itäisen Euroopan ja Lähi-idän sekä monien yllä mainittujen kasvavien teollisuudenalojen kysynnän odotetaan paranevan. Pohjois-Amerikassa satamien investointien ennustetaan pienenevän vuosien 2006 ja 2007 hyvältä tasolta. Muilla asiakastoimialoilla Pohjois-Amerikassa ei ole selkeitä merkkejä isoista kysyntämuutoksista. Yhdysvaltojen heikentyneet talousnäkömätkin huomioiden kysynnän odotetaan vakiintuvan korkealle tasolle.

Standardinostolaitteiden vuoden lopun tilauskanta vastaa noin neljän kuukauden liikevaihtoa, mikä luo vahvan pohjan liikevaihdon kasvulle vuonna 2008. Raskasnostolaitteiden tilauskanta vuoden 2007 lopussa oli 16 prosenttia suurempi kuin edellisvuonna. Toimitussuunnitelmien perusteella Raskasnostolaitteiden vuoden 2008 liikevaihdolle tavoitellaan selkeää kasvua. Kunnossapidon liikevaihdon ja tilausten odotetaan jatkavan yli 10 prosentin kasvua.

Ja yleinen lauseke:

Yleislauseke

Tähän raporttiin sisältyvät muut kuin jo toteutuneisiin tapahtumiin liittyvät lausunnot, kuten lausunnot yleisen markkinatilanteen ja talouden kehityksestä, kasvuodotuksista ja ennakkoidusta kannattavuudesta sekä lausunnot, joissa käytetään ilmaisuja "uskoa", "odottaa", "arvioida" ja "ennakoida" tai vastaavia ilmaisuja ovat tulevaisuuteen kohdistuvia lausuntoja. Luonteensa vuoksi ne sisältävät riskejä ja epävarmuustekijöitä, joiden takia todellinen tulos saattaa poiketa tällaisissa lausunnoissa esitetyistä arvioista. Tällaiset epävarmuustekijät liittyvät, mutta eivät rajoitu, muun muassa yhtiön omaan toimintaan sekä teollisuuden alan ja yleiseen talouskehitykseen.

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=256015&lang=fi>

LIKEVAIHTO 4-2-3

LIKEVOITTO MARGINAALI 4-2-2

Liite 7. Aspocomp Groupin tulevaisuudennäkymät 2011

TILINPÄÄTÖSTIEDOTE 2010 (18.2.2011 klo 9.00):

TULEVAISUUDEN NÄKYMÄT

Aspocompin liiketoiminnan painopisteen ollessa prototyypeissä ja pikatoimituksissa koko vuoden liikevaihdon ennakoiminen on vaikeaa. Vuonna 2011 liikevaihdon arvioidaan kasvavan ja liiketuloksen muodostuvan voitolliseksi, mutta jäävän alhaisemmaksi kuin vuonna 2010.

Konsernin liiketoimintojen kehittämisen lisäksi hallitus kartoittaa erilaisia rakenteellisia kehittämiskäytännöitä, mukaan lukien yritysjärjestelyjen toteuttaminen tulevaisuudessa.

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=439257&lang=fi>

LIKEVAIHTO 2-1-1

LIKETULOS 2-1-1

Liite 8. Sopranon tulevaisuudennäkymät 2012

TILINPÄÄTÖSTIEDOTE 2011 (16.2.2012 klo 09.00):

TULEVAISUUDEN NÄKYMÄT TILIKAUDELLE 2012

Taloustilanteen epävarmuudesta huolimatta yhtiön tuotteiden ja palveluiden kysyntä on jatkunut edellisvuotta vahvempana myös alkuvuonna 2012. Soprano Oyj:n hallitus ennakoi, että Sopranon liikevaihto vuonna 2012 kasvaa vuodesta 2011 ja liiketulos vuonna 2012 on parempi kuin vuonna 2011.

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=491079&lang=fi>

LIKEVAIHTO 4-2-2

LIKETULOS 4-2-1