

Jere Hyvärinen

HELSINGIN PÖRSSIYHTIÖIDEN OHJEISTUKSET JA NIIDEN TOTEUTUMINEN VUONNA 2022

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Kandinaatintutkielma
Huhtikuu 2023

TIIVISTELMÄ

Jere Hyvärinen: Helsingin pörssiyhtiöiden ohjeistukset ja niiden toteutuminen vuonna 2022
Kandidaatintutkielma
Tampereen yliopisto
Kauppätieteiden tutkinto-ohjelma, Yrityksen laskentatoimi
Toukokuu 2023

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, kuinka moni suomalainen pörssiyhtiö ohjeistaa määrällisesti sekä miten nämä ohjeistukset ovat toteutuneet. Määrällistä ohjeistamista ja ohjeistuksien toteutumista tutkitaan toimialoittain sekä yhtiökoon mukaan. Ohjeistuksella tarkoitetaan arviota kirjanpitovelvollisen todennäköisestä tulevasta kehityksestä. Ohjeistus on osa toimintakertomusta, joka julkisen osakeyhtiön on liitettävä tilinpäätökseen. Pörssiyhtiöiden erilaiset sidosryhmät ovat erityisen kiinnostuneita yhtiön tulevaisuuteen liittyvästä informaatiosta, ja ohjeistus on yksi harvoista tulevaisuusinformaatioista tilinpäätösraportoinnissa. Ohjeistuksien toteutumista tutkimalla saadaan lisätietoa siitä, kuinka hyvin ohjeistuksiin voidaan luottaa.

Tutkimus toteutettiin kvantitatiivisena tutkimuksena. Tutkimusaineistona toimi sekundääriaineisto, joka kerättiin tutkittavien pörssiyhtiöiden toimintakertomuksista sekä muista raporteista. Tutkimus rajautui tutkimaan suomalaisten pörssiyhtiöiden vuoden 2022 määrällistä ohjeistamista sekä näiden ohjeistuksien toteutumista. Tutkimusaineistosta muodostettiin havaintomatriisi, sille tehtiin kuvailevaa analyysiä sekä suoritettiin ristiintaulukointi.

Tutkimuksen taustateoria koostui agenttiteoriasta sekä sidosryhmäteoriasta, joiden avulla ohjeistuksen sisältöä, merkitystä ja mahdollisia puutteita pyrittiin selittämään. Agenttiteoriaan liittyy informaation epäsymmetrisyys, joka saattaa näkyä myös ohjeistuksissa piilotettuna informaationa. Sidoryhmäjohtaminen voidaan nähdä prosessina, jossa sovitaan yhteen yritysjohtajan omia tavoitteita ja sidosryhmien vaatimuksia. Sijoittajaviestintä on yksi merkittävä osa sidoryhmäjohtamisesta. Tutkimusta taustoitettiin aiheeseen liittyvällä lainsäädännöllä.

Tutkimuksen tuloksista selviää, että 126 yhtiötä 183:sta tutkitusta yhtiöstä on antanut määrällisen ohjeistuksen. Määrällisen ohjeistuksen antaneista yhtiöistä ohjeistuksen saavutti 63,5 %. Toimialoista määrällinen ohjeistus toteutui parhaiten perusteellisuuden sekä yleishyödyllisten palveluiden toimialoilla. Molemmissa toimialoissa kaikki määrälliset ohjeistukset toteutuivat. Huonoiten määrällinen ohjeistus toteutui kulutushyödykkeissä, jossa vain puolet määrällisistä ohjeistuksista toteutui. Yhtiökoon mukaan tutkituna määrällisen ohjeistuksen saavutti parhaiten Large Cap yhtiöt, joista 73,9 % saavutti ohjeistuksen. Huonoiten ohjeistukset toteutuivat Small Cap yhtiöillä, joista 58,5 % saavutti ohjeistuksen.

Toimialojen väliltä löytyi merkittäviä eroja ohjeistamisessa sekä siinä, kuinka ohjeistukset ovat toteutuneet. Yhtiökokojen väliltä eroja löytyi ohjeistuksien antamisesta ja niiden toteutumisesta, mutta erot olivat pienempiä. Monet suuret yhtiöt ohjeistivat ainoastaan tulevaa kvartaalia. Suuri osa yhtiöistä jättää kokonaan hyödyntämättä mahdollisuuden pienentää epäsymmetristä informaatiota johdon ja sidosryhmien välillä jättämällä ohjeistamatta määrällisesti.

Avainsanat: ohjeistus, näkymät, toimintakertomus, pörssiyhtiö

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO	4
1.1 Aiheenvalinnan tausta	4
1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset	6
1.3 Tutkimusmenetelmät.....	7
1.4 Tutkimuksen rakenne	8
2 KIRJALLISUUSKATSAUS.....	9
2.1 Agenttiteoria.....	9
2.2 Sidosryhmäteoria	11
2.3 Toimintakertomuksen määritelmä	12
2.4 Ohjeistuksen ja tulosvaroituksen määritelmät	13
3 TUTKIMUKSEN EMPIIRINEN OSUUS	15
3.1 Tutkimusmenetelmät.....	15
3.2 Tutkimusaineiston muodostaminen, esittely ja kuvailu	15
3.3 Aineiston käsittely ja analysointi	17
4 TUTKIMUKSEN TULOKSET.....	21
4.1 Kuinka moni yhtiö on ohjeistanut ja saavuttanut ohjeistamansa tavoitteet?	21
4.2 Ohjeistuksien toteutuminen toimialan mukaan.....	22
4.3 Ohjeistuksien toteutuminen yhtiökoon mukaan.....	24
4.4 Tulosten luotettavuus	26
5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	27
LÄHDELUETTELO.....	29
LIITE 1: HAVAINATOMATRIISI	31

1 JOHDANTO

1.1 Aiheenvalinnan tausta

Tutkimuksen aiheenvalinnan taustalla on useita tekijöitä. Ohjeistuksien toteutumisen tutkimista tukee se, että aiheesta löytyy vähän tutkimusta. Tutkimuksen vähyyden syitä voi vain arvailla. Yksi syy on ainakin se, että kansainvälisessä tilinpäätösraportoinnissa ei yleensä anneta ohjeistuksia, vaan tämä on suomalaisen raportoinnin erityispiirre. Suomalaiset yritykset antavat arvioita tulevaisuuden näkymistään toimintakertomuksessa, joka on usein osa vuosikertomusta. Arvio tulevaisuuden näkymistä annetaan usein sanallisena, joka tekee sen tulkitsemisesta haastavaa. Helpoiten tulkittavia ohjeistuksia ovat ne, joissa on annettu selkeitä numeerisia tunnuslukuja.

Tilinpäätöksen tarkoituksena on tuottaa informaatiota sidosryhmille. Ohjeistus on yksi harvoista tilinpäätösinformaation komponenteista, joka antaa tulevaisuuteen suuntautuvaa informaatiota. Tämä tulevaisuuteen liittyvä informaatio on monesti varsin kiinnostava osa tilinpäätösraporttia, koska sen avulla voidaan arvioida yritysten kykyä tuottaa kassavirtaa tulevaisuudessa. Osakkeiden hinnoittelu perustuu pitkälti tulevaisuuden odotuksiin eli tuleviin kassavirtoihin. Yhtiöiden ohjeistukset kiinnostavat monesti enemmän, kun saavutetut luvut, sillä osakkeiden hinnanmuodostus peilaa jo tulevaisuuteen.

Se mitä toimintakertomuksen tulevaisuuden näkymissä kerrotaan, on pitkälti johdon kontrolloimaa. Johdon antama arvio todennäköisestä tulevasta kehityksestä on hyvin vapaamuotoinen. Sidosryhmät, kuten sijoittajat ovat monesti epätietoisia siitä miten luotettavaa ja kattavaa informaatio on. Informaation epätasapainoa voidaan vähentää erilaisin sääntelytoimin. Yksi tällainen toimi on vaatia toimintakertomuksessa arviota yhtiön tulevaisuudennäkymistä. Ohjeistuksissa sanamuodot jättävät usein tulkinnan varaa. Johto voi esimerkiksi ohjeistaa liikevaihdon kasvavan selvästi tai kannattavuuden olevan hyvällä tasolla. Nämä ohjeistukset ovat hyvin epämääräisiä, mutta vertailemalla niitä aiempiin suorituksiin näillekin ohjeistuksille voidaan määritellä tietyt tasot.

Laadukkaalle, luotettavalle ja helposti ymmärrettävälle sijoittajaviestinnälle on yhä enemmän tarvetta, sillä yksityissijoittajien määrä kasvaa jatkuvasti. Tilinpäätösraportointi on yksi merkittävä osa sijoittajaviestintää, se poikkeaa muusta

viestinnästä siten, että se on myös tilintarkastettua. Suomessa on yli miljoona osakkeenomistajaa. Arvo-osuustilien lukumäärä on 2,1 miljoonaa ja suomalaisiin pörssiosakkeisiin kohdistuvien sijoitusten markkina-arvo on 297 miljardia euroa. (Euroclear Finland, 2022.) Vuonna 2019 otettiin käyttöön osakesäästötili. Osakesäästötili on ollut suosittu käyttöön tulostaan lähtien. Veroetu on saanut uusia sijoittajia innostumaan osakesijoittamisesta. Osakesäästötilin sisällä voi käydä kauppaa pörssiosakkeilla, eikä kaupoista tarvitse maksaa veroa. Myös osingot ovat verovapaita osakesäästötilin sisällä. Osakesäästötilin tuotto verotetaan vasta silloin, kun sieltä nostetaan rahaa. Rahaa osakesäästötilille voi tallettaa maksimissaan 50 000 euroa. Osakesäästötiliin liittyy kuitenkin myös ongelmia. Hankintameno-olettamaa ei voi hyödyntää, eikä tappioita vähentää ennen tilin sulkemista. (Sammalisto & Asunmaa, 2021, 198–199). Vuoden 2023 alussa Suomessa on yli 300 000 aktiivista osakesäästötiliä. Tilillä olevien suomalaisiin pörssiosakkeisiin kohdistuvien sijoitusten markkina-arvo on lähes 1,6 miljardia euroa. Naisten omistamia osakesäästötiliä on vajaa kolmasosa. (Euroclear Finland, 2023.) Tämän tutkimuksen tavoitteena on tuottaa etenkin sijoittajille uutta tietoa siitä, ovatko ohjeistetut luvut toteutuneet. Lähtökohtana tulisi olla se, että sijoittajat voisivat kohtuullisella varmuudella luottaa vuoden alussa annettuun ohjeistukseen.

Osakkeen hinnoittelu perustuu sijoittajille jaettaviin tulevaisuuden kassavirtoihin. Näille tulevaisuuden kassavirroille lasketaan nykyarvo. Osakkeen hinnoittelu on siis käytännössä yksinkertaista: arvioidaan tulevat kassavirrat, määrätään tuottovaatimus ja diskontataan tulevaisuuden kassavirrat nykyarvoon. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 94.) Osakkeen tulevaisuuden kassavirtoja on usein haastavaa arvioida kovin pitkälle tulevaisuuteen. Ohjeistus on yksi apuväline, jonka avulla voidaan ennustaa ainakin lähitulevaisuuden kassavirtoja. Jos ohjeistus sisältää paljon uutta informaatiota yrityksen tuloksenteekokyvystä, sillä saattaa olla suurikin merkitys osakkeen hinnan muodostukselle diskontattaessa tulevaisuuden kassavirtoja nykypäivään. Tulevaisuuden kassavirrat ovat arvioita, kuten ovat ohjeistuksetkin. Hyvin laaditut ohjeistukset lisäävät omalta osaltaan markkinoiden tehokkuutta. Analytiikot antavat usein osakkeelle käyvän arvon, joka saattaa erota huomattavasti osakekurssista. Yksi syy tälle osakekurssin ja käyvän arvon väliselle erolle on se, että ulkoisilla sidosryhmillä on niukasti informaatiota yrityksestä. Ohjeistuksella onkin sitä enemmän merkitystä, mitä vähemmän muuta informaatiota yhtiöstä on saatavilla.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset

Tutkimuksen tavoitteena on muodostaa käsitys suomalaisten pörssiyhtiöiden ohjeistuksista sekä niiden toteutumisesta. Tavoitteena on tutkia sekä Nasdaq Helsingin päälistalle, että First North-kauppapaikalle listattujen pörssiyhtiöiden määrällisten ohjeistusten toteutumista. Taustamuuttujina toimivat yhtiökoot ja toimialat, sillä mielenkiinto kohdistuu etenkin siihen, onko ohjeistuksien toteutumisissa eroja eri yhtiökokojen ja toimialojen välillä. Tutkimuskysymykset ovat seuraavat:

- 1. Kuinka moni Helsingin pörssiyhtiö on päässyt ohjeistamaansa määrälliseen tavoitteeseen?*
- 2. Onko yhtiön toimialalla tai kokoluokalla merkitystä tutkittaessa ohjeistukseen pääsemistä?*

Tutkimus rajautuu ainoastaan suomalaisiin pörssiyhtiöihin, sillä ulkomaisilla yhtiöillä ei ole samanlaista velvollisuutta antaa ohjeistusta, kuten Suomen lainsäädännössä määrätään. First North yhtiöt ovat mukana tutkimuksessa, sillä ne ovat kaikkein pienimpiä julkisesti noteerattuja yhtiöitä ja niiden ohjeistuksien toteutumista on relevanttia tutkia suurempien yhtiöiden rinnalla. Ohjeistuksien keräämisen jälkeen, yhtiöistä karsitaan pois sellaiset, joiden ohjeistuksen toteutumista ei voida tutkia kvantitatiivisesti. Karsittavat yhtiöt ovat antaneet vain laadullisia ohjeistuksia, joita ei voida muuttaa mitattavaan muotoon. Tällaisia yhtiöitä tulee olemaan aiempien tutkimusten perusteella huomattavan paljon. Tarkemmat rajaukset siitä, millaisia ohjeistuksia voidaan ottaa mukaan mittauksiin, selviävät vasta aineistoa kerättyä. Esimerkiksi laadullisten adjektiivien kuten: huomattavasti, merkittävästi, selvästi tulkitseminen on haastavaa ja näille määritellään ennen mittauksia tarkat rajat tai ne jätetään mittauksien ulkopuolelle.

Ohjeistusten toteutumista tutkitaan ainoastaan vuodelta 2022. Rajasin tutkimusaiheen koskemaan ainoastaan yhtä tilikautta, sillä tavoitteenani on tehdä useista havaintoyksiköistä (Suomen pörssiyhtiöt) yksi mittaus (vuosi 2022), eli tavoitteenani on tuottaa poikkileikkausaineisto. Poikkileikkausaineiston avulla pystytään kuvailemaan ilmiötä ja havaitsemaan, onko ohjeistuksien toteutumisissa eroja eri kokoisten yhtiöiden välillä. Tutkittavaksi tilikaudeksi valikoitui tilikausi 2022, sillä se tuottaa kaikista tuoreinta tietoa yhtiöiden ohjeistamisesta ja ohjeistuksien toteutumisesta. Vuoden 2022 ohjeistamista ovat vaikeuttaneet Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa sekä nopeasti

kiihtynyt inflaatio, kuitenkin koronapandemiaan liittyvät huolet ovat vähäisemmät. Vuonna 2021 koronapandemia vaikutti varmasti huomattavammin ohjeistuksiin sekä niiden toteutumiseen, joten vuosi 2022 on tältä kannalta normaalimpi vuosi.

Aiempaa tutkimusta pörssiyhtiöiden ohjeistamiseen liittyen löytyy melko niukasti. Posti (2000) on tutkinut pro gradu -tutkielmassaan suomalaisten pörssiyhtiöiden vuosikertomusten tulosennusteita ja niiden toteutumista. Postin tutkielma pyrki selvittämään etenkin sitä, voiko erityisesti laadullisten tulosennusteiden avulla tehdä oletuksia seuraavan tilikauden toteutuvasta tulosmuutoksesta. Tutkimuksen tulos oli, että yritysten toteutuneet tulosmuutokset eivät olleet merkittävästi yhteydessä ennusteiden julkistamiseen. Juntunen (2022) on tutkinut kandidaatintutkielmassaan Helsingin pörssin Small Cap -indeksin yhtiöiden ohjeistuksia. Juntusen tutkimuksessa tutkittiin ohjeistuksien sisältöä laadullisin menetelmin. Tuloksena oli, että yhtiöt ohjeistivat pääosin kehitystä sanallisesti vain muutaman yhtiön ohjeistaessa numeerisesti.

1.3 Tutkimusmenetelmät

Tutkimusmenetelmänä käytetään kvantitatiivisia eli määrällisiä menetelmiä. Tutkielmassa hyödynnetään kuvailevan tilastoanalyysin välineitä kuten tunnuslukuja, ristiintaulukointia sekä Khiin neliötestiä. Määrällisen tutkimuksen ominaispiirteitä ovat tiedon strukturointi, mittaaminen, tiedon esittäminen numeroin, tutkimuksen objektiivisuus sekä vastaajien suuri lukumäärä (Vilkka, 2007, 13). Tutkimusaineistoina toimivat yhtiöiden toimintakertomukset, osavuosikatsaukset sekä tilinpäätöstiedotteet. Aineisto on siis sekundääriaineisto, eli toisen käden aineisto, jonka materiaalit eivät perustu omakohtaiseen kokemukseen tai itsenäiseen tutkimukseen. (Vilkka, 2007, 177). Aineistoista poimitaan ohjeistukset, ohjeistuksien muutokset sekä jokaisen yhtiön osalta ne määrälliset tunnusluvut, joita yhtiö on ohjeistanut, jotta voidaan selvittää, onko ohjeistus toteutunut.

Tavoitteena on koostaa havaintomatriisi, johon kootaan yhtiöiden vuoden 2022 ohjeistukset. Lisäksi havaintomatriisiin taulukoidaan: onko yhtiö ohjeistanut vuodelle 2022 määrällisin tunnusluvin, millaisin määrällisin tunnusluvin yhtiö on ohjeistanut sekä onko yhtiö saavuttanut ohjeistamansa määrälliset tunnusluvut vuonna 2022. Havaintomatriisiin tullaan myös merkitsemään pörssiyhtiöiden kokoluokat sekä toimialat. Yhtiökoot ja toimialat ovat analyysivaiheessa taustamuuttujia, kun kartoitetaan ohjeistuksien toteutumista. Havaintomatriisista on tarkoituksena löytää muuttujien välisiä

riippuvuuksia ristiintaulukoimalla. Ristiintaulukointi suoritetaan SPSS-ohjelmistolla. Ristiintaulukoinnin tuloksia esitetään sanallisesti sekä taulukoiden avulla.

Tutkimuksessa ei voida hyödyntää korrelaatiokertoimia tai t-testejä, sillä havaintoaineisto koostuu kategorisista muuttujista. Jos kaikki tarkasteltavat muuttujat ovat kategorisia, muuttujille ei voida käyttää korrelaatiokertoimia tai t-testejä (Nummenmaa, 2021, 415). Tutkimuksessa voitaisiin hyödyntää logistista regressioanalyysiä, jos tutkimuksen aineisto olisi suurempi. Logistisessa regressiossa selittävien muuttujien avulla yritetään ennustaa selitettävän muuttujan vaihtelua. Logistisessa regressioanalyysissä aineistoa tulisi olla ainakin 40–100 havaintoa selittävää muuttujaa kohden. (Nummenmaa, 2021, 585).

1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus jakaantuu viiden pääluvun alle. Johdantoluvussa taustoitetaan tutkimusta kertomalla, miten tutkittavaan aiheeseen on päädytty ja miksi sitä tulisi tutkia enemmän. Johdannossa esitellään tutkimuksen aihealue, perustellaan siihen tehtyjä rajoituksia sekä esitellään tutkimuskysymykset. Alaluvussa 1.3 kerrotaan tutkimusmenetelmä, aineistonkeruutapa, aineiston analyysitavat sekä esitellään hieman aiempia tutkimuksista aiheeseen liittyen. Toinen luku on kirjallisuuskatsaus, jossa esitellään tutkielman teoriatausta. Lisäksi toisessa luvussa esitellään tutkimuksen kannalta relevantti sääntely ja määritellään ohjeistuksen käsite. Kolmas luku koostuu tutkimuksen empiirisestä osuudesta. Luvussa esitellään käytettyjä tutkimusmenetelmiä, kerrotaan tutkimusaineiston keräämisen vaiheista ja kuvaillaan aineisto. Seuraavaksi luvussa kerrotaan, miten aineistoa on käsitelty ja millä tavoin sitä on analysoitu. Neljännessä luvussa esitellään tutkimuksen tulokset, pohditaan niitä ja vastataan tutkimuskysymyksiin. Tuloksia esitellään yhtiökokojen mukaan sekä toimialoitain. Luvussa pohditaan myös tulosten luotettavuutta. Viides luku on yhteenvetoluku, jossa kootaan tutkimus yhteen, tehdään johtopäätöksiä taustateoriaan peilaten sekä pohditaan mahdollisia jatkotutkimusmahdollisuuksia.

2 KIRJALLISUUSKATSAUS

Kirjallisuuskatsauksen tavoitteena on esitellä tutkimuksen kannalta oleellinen taustateoria tutkimalla aiheeseen liittyvää kirjallisuutta kriittisesti ja analyysoivasti. Teoreettinen viitekehys pyritään kytkemään tutkimuksen aiheeseen luontevasti. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys koostuu agenttiteoriasta ja sidosryhmäteoriasta. Lisäksi tässä luvussa esitellään tutkimuksen kannalta oleellinen lainsäädäntö sekä määritellään tutkimuksen kannalta keskeiset käsitteet mahdollisimman täsmällisesti.

2.1 Agenttiteoria

Ohjeistuksien sisältöä ja niiden toteutumista voidaan selittää agenttiteorian avulla. Ohjeistuksella pyritään tasaamaan päämiesten (sijoittajien) ja agenttien (johdon) välistä epäsymmetristä informaatiota. Johdolla on yleensä paras arvio yhtiön tulevaisuudesta. Johto saattaa kuitenkin arvioida tulevaa kehitystään toimintakertomuksessa hyvin niukasti, sillä lainsäädäntö ei tätä estä. Finanssivalvonnan kanta on, että hyväksyttävää ovat niin suppeat, kun täsmällisetkin tulosenusteet (Leppiniemi, Leppiniemi & Kaisanlahti, 2000). Agenttiteoriaa on tutkittu 1970-luvulta alkaen varsin paljon ja sitä on hyödynnetty useilla eri tutkimuksen alueilla. Tämän takia teoriasta on saatavilla varsin paljon materiaalia ja myös erilaisia näkemyksiä.

Kirjallisuudessa agenttiteoriaa on keskitytty tutkimaan pääasiassa johtajien ja osakkeenomistajien välisenä suhteena. Myöhemmin agenttiteorian vaikutuksia on alettu tutkimaan organisaatiokäyttäytymiseen, organisaatioteoriaan sekä strategiseen johtamiseen. (Hill & Jones, 1992, 131.) Jensen ja Meckling (1976, 308) määrittelevät agenttisuhteen sopimukseksi, jossa päämies ottaa toisen henkilön (agentin) palvelukseensa. Agentti suorittaa päämiehen puolesta tehtäviä, eli päämies on siirtänyt päätösvalan agentilleen. Jos molemmat osapuolet maksimoivat hyötyään, on syytä epäillä, ettei agentti toimi aina päämiehen edun mukaisesti. Agentin toimintaan liittyviä riskejä voidaan pienentää tietyin mekanismein. Agentin toimintaan liittyviä riskejä sanotaan agenttiongelmiksi ja näiden riskien hallitsemiseksi vaadittuja kustannuksia kutsutaan agenttikustannuksiksi. Agenttikustannukset voidaan luokitella kolmeen ryhmään: valvontakustannukset, sitouttamiskustannukset ja jäännöskustannukset. (Jensen & Meckling, 1976, 308.) Riskejä pienentäviä toimia ovat mm. agentin

sitouttaminen ja valvominen, jotka aiheuttavat kuitenkin yhtiölle ylimääräisiä kustannuksia – agenttikustannuksia. (Kankaanpää, 2020, 22.)

Pörssiyhtiöissä johtoa pyritään usein sitouttamaan jollain tapaa yhtiöön, jotta johdon ja omistajien intressit olisivat yhteneväiset. Yksi hyvä keino sitouttaa johtoa ovat erilaiset johdon kannustinohjelmat, joissa johtoa palkitaan erilaisten strategisten tavoitteiden saavuttamisesta. Tällaisia tavoitteita ovat usein erilaiset kasvu- ja kannattavuustavoitteet. Johdon sitouttamisella yhtiöön tavoitellaan tilannetta, jossa johdon ja omistajien tavoitteet ovat yhteneväiset. Osakeyhtiölain 1:5 §:n mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä. Yksi hyvä johdon sitouttamisen keino on osakepohjainen kannustinjärjestelmä. Kun johto on myös omistajan (päämiehen) roolissa, johdon ja omistajien tavoitteet pitäisivät olla samat. Huonosti suunnitelluilla kannustinjärjestelmillä saattaa kuitenkin olla negatiivisia vaikutuksia agenttiongelmien poistamisessa. Huonosti suunnitellut kannustinohjelmat saattavat motivoida johtoa esimerkiksi luovaan laskentatoimeen, jolloin syntyy taas uusia agenttiongelmia. Näsin (2017, 102) mukaan luovaa laskentatoimea voidaan pitää eräänlaisena yläkäsitteenä, jonka alle mahtuu erilaisia tapoja muokata kirjanpitoa ja tilinpäätösinformaatiota haluttuun suuntaan. Yrityksen johto voi tehdä sellaisia toimia yhdessä laskennan ammattilaisten kanssa, joilla tietoisesti muokataan yrityksen tuloksesta tai taloudellisesta asemasta annettavaa kuvaa. Usein tämä tapahtuu tavoiteltaessa yrityksen intressien lisäksi myös henkilökohtaisia intressejä. Tilinpäätöksen laatija pyrkii edistämään omia tavoitteitaan ja samalla useimmiten harhauttamaan muita informaation saajia. (Näsi, 2017, 102–103.)

Agenttiteorian mukaan informaation epäsymmetrisyys vallitsee aina silloin, kun agentilla ja päämiehellä ei ole samaa tietoa ja tästä asetelmasta odotetaan syntyvän ongelmia (Mayston, 1993). Epäsymmetrisen informaation haitat liittyvät piilotettuun informaatioon tai piilotettuihin toimiin. Piilotettuihin toimiin liittyy moraalikato, joka syntyy silloin, kun agentin toimia ei voida havaita tai toimen merkitys on erilainen agentille ja päämiehelle. (Kankaanpää, 2020.) Informaation epäsymmetrisyys kytkeytyy tutkielmaan ohjeistuksen kautta. Ohjeistus on informaatioita, jota agentti antaa päämiehilleen. Ohjeistukseen voi kuitenkin liittyä piilotettua informaatiota. Ohjeistuksessa ei välttämättä kerrota suoraan yhtiön tekemistä toimista, mutta yhtiön tekemät toimet ovat merkittävä osa toimintakertomusta. Joidenkin toimien peitteleminen saattaa olla hyvinkin haitallista omistajien sijoituspäätösten kannalta. Ohjeistuksissa voi esiintyä suoraan epäsymmetristä

informaatiota piilotetun informaation muodossa. Ohjeistus saattaa olla liian pessimistinen, optimistinen tai epätarkka, vaikka johdolla olisikin mahdollisuus antaa laadukkaampi ohjeistus. Toisaalta on olemassa monia syitä, jotka puoltavat maltillisen ohjeistuksen antamista.

2.2 Sidosryhmäteoria

Ohjeistus on sijoittajaviestintää, joka on sisäisten sidosryhmien tuottamaa tietoa ulkoisille sidosryhmille. Ohjeistuksen merkitystä, tarkoitusta sekä laatua voidaan hahmotella sidosryhmäteorian avulla. Rhenmanin ja Stymnen (1964, 60–61) mukaan organisaatiolla ei ole omaa päämäärää, vaan organisaatio ja sen päämäärä muodostuvat sidosryhmien päämääristä. Sidosryhmäteorian kehittäjänä pidetään R. Edward Freemania, joka julkaisi kirjan *Strategic Management: A Stakeholder Approach* vuonna 1984. Sidosryhmät ovat henkilöitä tai ryhmiä, jotka voivat vaikuttaa yrityksen toimintaan tai joihin yritys voi vaikuttaa (Freeman, 1984, 46). Freemanin (1984, 27) mukaan sidosryhmäteorian hyödyntäminen on tärkeää, jotta organisaatioita kyettäisiin johtamaan tehokkaasti nopeasti muuttuvassa toimintaympäristössä. Näsin (1995, 20) mukaan sidosryhmäteoria kuvastaa yrityksen ja sen ympäristön välistä suhdetta yrityksen näkökulmasta. Carroll (1999, 282) määrittelee yritykselle kolme eri moraalista tilaa: immoraalinen, amoraalinen ja moraalinen, sekä arvioi näiden moraalisten tilojen suhdetta tärkeimpiin sidosryhmiin. Mallin mukaan eettinen johtaminen johtaa sidosryhmien huomioimiseen. Eettisesti toimimisessa puolestaan auttaa sidosryhmäteorian hyödyntäminen ajattelun apuvälineenä. (Carroll 1999, 282.) Asiakkaat, omistajat ja henkilökunta ovat kaikille yrityksille tärkeitä sidosryhmiä. Muiden sidosryhmien tärkeys riippuu yrityksen toiminnan laadusta ja toimialasta. Se, miten ja mitä sidosryhmiä otetaan huomioon, määritellään yrityksen strategiassa. (Lehtipuu & Monni 2007, 42.)

Kun sidosryhmiä huomioidaan voiton maksimoimiseksi, ei kyse ole sosiaalisesta vastuusta vaan kapitalismin rakenteista. Osakkeenomistajateorian ja sidosryhmäteorian välillä on käsitteellinen ero keinoista, joilla pyritään liiketoiminnan menestymiseen. Osakkeenomistajateoriassa liiketoiminnan menestys perustuu voiton maksimointiin. Sidosryhmäteoriassa mietitään keinoja ja lainalaisuuksia, joiden avulla tehdään liiketoiminnasta menestyvää. (Freeman, 2010, 10–11.) Sidosryhmäjohtaminen voidaan nähdä prosessina, jossa sovitetaan yhteen yritysjohton omia tavoitteita ja sidosryhmien vaatimuksia (Carroll, 1991). Yhtenä osana tätä sidosryhmäjohtamista on

sijoittajaviestintä. Sidosryhmät ovat sitä tyytyväisempiä, mitä paremmin yhtiö harjoittaa sijoittajaviestintää. Sidosryhmäsuhteet saattavat olla koetuksella, jos yritysjohto ei viesti avoimesti tavoitteistaan.

2.3 Toimintakertomuksen määritelmä

Kirjanpitolain mukaan tilikaudelta laadittavaan tilinpäätökseen on liitettävä toimintakertomus, jos kirjanpitovelvollinen on yleisen edun kannalta merkittävä yhteisö (KPL 3:1.3 §). Suomalainen yhteisö, jonka liikkeeseen laskema osake on kaupankäynnin kohteena arvopaperimarkkinalain (746/2012) 2 luvun 5 §:ssä tarkoitettulla säännellyllä markkinalla on yleisen edun kannalta merkittävä yhteisö (KPL 1:9.1 §). Tutkimukseeni valittavat suomalaiset pörssiyhtiöt ovat yleisen edun kannalta merkittäviä yhteisöjä, joten niiden on liitettävä tilinpäätökseensä toimintakertomus. Toimintakertomuksessa on esitettävä arvio kirjanpitovelvollisen todennäköisestä tulevasta kehityksestä (KPL 3:1 a.4 §).

Kirjanpitolautakunnan mukaan toimintakertomuksen kannalta keskeisimmät laadintaperiaatteet ovat olennaisuus, johdonmukaisuus sekä varovaisuus. Näitä periaatteita Kirjanpitolautakunta on avannut tarkemmin laatimassaan yleisohjeessa toimintakertomuksen laatimisesta. (Kirjanpitolautakunta, 2006.) Toimintakertomuksessa esitetään taustatietoa merkittävistä tekijöistä tilikauden aikana, jotka ovat vaikuttaneet yrityksen taloudelliseen suoritukseen ja asemaan. Toimintakertomuksesta käy ilmi johdon näkemys yrityksen tulevasta kehityksestä sekä toimintaan liittyvistä riskeistä. Tulkittaessa tilikauden tilinpäätöslaskelmien lukuja sekä pohdittaessa yrityksen johdon strategian, päätösten ja toimintojen taloudellisia vaikutuksia, toimintakertomuksen tiedoilla on merkittävä rooli. (Seppänen, 2011, 57–58.)

IFRS-normistossa ei ole määräyksiä toimintakertomuksen sisällöstä, koska IFRS-standardeihin ei sisälly toimintakertomuksen esittämisvaatimusta. Monet yhteisöt saattavat esittää tilinpäätöksen ohella johdon taloudellisen katsauksen IAS 1:n (International Accounting Standards) mukaisesti. Taloudellisessa katsauksessa kuvataan ja selostetaan taloudellisen tuloksen ja taloudellisen aseman kannalta keskeisiä piirteitä ja epävarmuustekijöitä. IFRS-standardien soveltamisalaan eivät kuulu taloudelliset katsaukset eivätkä muutkaan tilinpäätöksen ohella esitettävät raportit. Vuonna 2010 IASB on julkaissut johdon taloudellisen katsauksen sisältöä koskevan suosituksen, mutta se ei

ole sitova standardi. (Halonen ym., 2013, 44–45.) MacKenzien (2014, 35) mukaan johdon katsauksen tulisi sisältää ainakin seuraavat pääelementit:

- liiketoiminnan luonne
- johdon tavoitteet ja strategia tavoitteiden saavuttamiseksi
- merkittävimmät resurssit, riskit ja sidosryhmät
- toimintojen tuloksellisuus ja ennusteet
- tärkeimmät suorituskyvyn mittarit ja indikaattorit, joita johto käyttää mitatessaan suoriutumista tavoitteisiin nähden.

IFRS-standardien mukaisen tilinpäätöksen laatijan on laadittava toimintakertomus, koska IAS 1:ssä esitetyt esimerkit johdon taloudellisessa katsauksessa esitettävistä tiedoista eivät täysin vastaa kirjanpitolain ja osakeyhtiölain vaatimuksia toimintakertomuksesta. Johdon taloudellinen katsaus ei siis korvaa toimintakertomusta. (Halonen ym., 2013, 45–46.)

2.4 Ohjeistuksen ja tulosvaroituksen määritelmät

Tässä tutkimuksessa puhutaan yleisemmin ohjeistuksesta, kun tarkoitetaan kirjanpitovelvollisen arviota todennäköisestä tulevasta kehityksestä. Arviolle todennäköisestä tulevasta kehityksestä löytyy monta eri synonyymiä, ja niitä käytetään vaihtelevasti ja sekaisin eri paikoissa. Muita synonyymeja ovat esimerkiksi: taloudellinen ohjeistus, tulosohjeistus, tulevaisuuden näkymät, näkymät sekä tulosennuste. Yhtiön strategisia tavoitteita ei kuitenkaan pidä sekoittaa ohjeistukseen, ellei yhtiö erikseen mainitse, että strategiassa kerrotut tavoitteet toimivat myös tilikauden ohjeistuksena.

Laissa ei ole asetettu jatkuvaa velvollisuutta julkistaa arvioita tulevaisuudennäkymistä tai antaa varsinaisia tulosennusteita. Aiemmin Arvopaperimarkkinalaissa yhtiöillä oli velvollisuus arvioida osavuositiedotuksissa ja tilinpäätöstiedotteissa todennäköistä kehitystä kuluvana tilikautena. Osakeannin yhteydessä laadittavassa esitteessä on annettavan tulevaisuudennäkymiä koskevia tietoja ainakin kuluvalla tilikaudella. Kirjanpitolautakunnan mukaan arvio todennäköisestä tulevasta kehityksestä tulisi pyrkiä antamaan. Kehitysarvio on vapaamuotoinen se voi olla numeerinen tai verbaalinen. Numeerisen arvion tulee olla vertailukelpoinen aiemmin annettujen taloudellisten tietojen

kanssa. Arvion yhteydessä tulisi esittää arvioon liittyvät perusteet sekä epävarmuustekijät. Kehitysarvioon liittyvän epävarmuuden vuoksi se tulisi erottaa selkeästi toimintakertomuksen muusta informaatiosta. (Kirjanpitolautakunta, 2006.)

Tulevaisuuden kehitysnäkymiä koskevien arvioiden tulee aina olla objektiivisesti perusteltuja. Arvioiden taustalla olevia oletuksia ja niiden nojalla esitettyjä arvioita tulee kyetä perustelemaan. Varovaisuusperiaatteen noudattaminen on tärkeää annettaessa ohjeistuksia. Tulevaisuutta koskevissa arvioissa on tuotava esille odotuksiin liittyvät riskit, kuten toimialariskit ja yhtiökohtaiset riskit. Riskitekijöitä on myös päivitettävä jatkuvasti. (Häyrynen & Kajala, 2013, 178–180.)

Yhtiöllä on velvollisuus julkistaa markkinoille tieto, mikäli yhtiön tulos tai taloudelliset kehitysnäkymät tulevat olennaisesti poikkeamaan yhtiön aikaisemmin julkaisemasta tiedosta. Kyseessä voi olla joko tulosvaroitusta tai ennakkotieto. Laissa ei säädetä erikseen tulosvaroitusta, mutta se on osa jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta.

Tulosvaroitusta viittaa terminä kaikkeen tietoon, joiden tulevaa kehitystä liikkeeseenlaskija on arvioinut. Yhtiön on tiedotettava molemmissa tilanteissa, kehitys voi olla positiivisempaa tai negatiivisempaa, kun mitä on ohjeistettu. Markkinoiden tai analyytikkojen odotuksiin ei tarvitse kiinnittää huomiota, jos kehitys on linjassa yhtiön julkistamaan ohjeistuksen kanssa. Tulosennuste eli ohjeistus muodostaa lähtökohdan sijoittajan perustellulle arviolle tuloskehityksestä. Yhtiön antaessa täsmällisiä sanallisia tai numeerisia ennusteita, on sillä korostunut velvollisuus täsmentää arvioita tarvittaessa. Yhtiön velvollisuus julkistaa tulosvaroitusta säilyy, vaikka se ei olisikaan arvioinut tulevaisuudennäkymiä. Tällaisessa tilanteessa perusteltu arvio on muodostettava yhtiön aiemmin julkistetun historiatiedon perusteella. Jos yhtiö ei ohjeista, voidaan nojata edellisten vuosien lukuihin ja arvioida näiden perusteella tulevaa. Yhtiön niukka ohjeistus ei myöskään poista yhtiön velvollisuutta antaa tulosvaroitusta, jos kyseinen tieto on olennaista suhteessa yhtiön aiempaan tulohistoriaan. Tulosvaroitusta julkistamiskynnys on kuitenkin hyvin yhtiökohtaista, sillä esimerkiksi olennaisuuden periaatetta tulkitaan eri tavoin. (Häyrynen & Kajala, 2013, 180–183.) Yhtiöiden erilaiset tavat antaa tulosvaroitusta kävivät hyvin ilmi kootessa havaintomatriisia.

3 TUTKIMUKSEN EMPIIRINEN OSUUS

3.1 Tutkimusmenetelmät

Tutkielma toteutettiin määrällisenä eli kvantitatiivisena tutkimuksena. Määrällisen tutkimuksen ominaispiirteitä ovat tiedon strukturointi, mittaaminen, tiedon esittäminen numeroin, tutkimuksen objektiivisuus sekä vastaajien suuri lukumäärä (Vilkka, 2007, 13). Tutkimuksen keskiössä ovat aina tutkimuksen tavoite ja tutkimusongelma, joten ne ohjaavat myös tutkimusstrategian valintaa. Tutkimusstrategia tulisi valita niin, että kerätyn aineiston perusteella tutkimuksen kohdetta voidaan analysoida luotettavasti. (Puusa, Juuti & Aaltio, 2020, 88.)

Tutkimuksen tavoitteena on tutkia, kuinka suomalaiset pörssiyhtiöt ovat ohjeistaneet vuonna 2022 ja onko näitä ohjeistettuja lukuja saavutettu. Määrällisiin tutkimusmenetelmiin päädyttiin tutkimuksen luonteen, tavoitteiden, aineiston ja ohjeistuksen rakenteen takia. Ohjeistuksien toteutumista on järkevää tutkia määrällisin menetelmin, sillä ohjeistuksia on lähes 190 kappaletta ja lisäksi niiden toteutumista tutkitaan yhdessä taustamuuttujien kanssa. Jos tutkimuksen ainut tarkoitus olisi ollut tutkia ohjeistuksien sisältöä, laadulliset tutkimusmenetelmät olisivat sopineet siihen todennäköisesti paremmin. Tilastollinen analyysi suoritettiin SPSS-ohjelmistolla, jolla suoritettiin ristiintaulukointi. Ristiintaulukoinnilla tarkoitetaan menettelyä, jossa kahden kategorisen muuttujan välille lasketaan yhteisjakauma eli kaksiulotteinen frekvenssijakauma. Ristiintaulukoinnin lopputuloksena saadaan kontingenssitaulu. (Nummenmaa, Holopainen & Pulkkinen, 2019, 43.)

3.2 Tutkimusaineiston muodostaminen, esittely ja kuvailu

Tutkimusaineistoa lähdettiin kokoamaan havaintomatriisiksi keräämällä tutkimuksen tavoitteiden ja rajausten mukaisesti informaatiota yhtiöiden pörssitiedotteista. Tutkimusaineisto on siis sekundääriaineisto, mutta se on hyvin levällään yhtiön erilaisissa pörssi- ja tilinpäätöstiedotteissa. Aineiston keräämiseen kului huomattava määrä aikaa, sillä suomalaisia pörssiyhtiöitä on yli 180 kappaletta. Tutkimusaineisto kerättiin pörssiyhtiöiden omilta verkkosivuilta pörssitiedotteet osioista. Lisäksi keräämisessä helpottavana apuvälineenä toimi Inderes.fi verkkosivusto. Inderes on suomalainen

pörssi-yhtiö ja sen päätoimialaa ovat osakeanalyysien tuottaminen sekä sijoittajaviestinnän palveluiden tarjoaminen. Inderes tuottaa analyyseja suurimmasta osasta suomalaisia pörssi-yhtiöitä. Suurin osa yhtiöistä maksaa Inderesin analyysipalveluista. Inderesin tuottamiin analyyseihin on kerätty yhtiöiden ohjeistukset, joten tämä helpotti omaa työtäni. Analyysit tuotetaan yleensä osavuositarkastusten jälkeen, joten niissä on huomioitu myös suurin osa ohjeistusten muutoksista.

Tutkimuksen havaintomatriisi kerättiin Exceliin. Myöhemmin havaintomatriisille suoritettiin tilastollinen analyysi SPSS-ohjelmiston avulla. Havaintomatriisiin kerättiin sekundääriaineistojen tietoa loogiseen järjestykseen. Havaintomatriisin jokainen vaakarivi sisältää yhteen tilastoyksikköön, eli tässä tapauksessa tiettyyn pörssi-yhtiöön liittyvät muuttujien arvot. Jokainen pystyrivi eli sarake puolestaan sisältää puolestaan yhden muuttujan kaikki arvot. Yksi sarake muodostaa siis kyseisen muuttujan jakauman. Aluksi havaintomatriisiin poimittiin kaikki suomalaiset pörssi-yhtiöt. Nasdaqin sivuilta löytyi ajankohtainen lista suomalaisista pörssi-yhtiöistä. Seuraavaksi havaintomatriisiin kerättiin erilaisia muuttujia. Toimialojen ja yhtiökokojen keräämisessä hyödynnettiin Nasdaqin verkkosivuja. Nasdaq OMX:n käyttämä toimialaluokitus pohjautuu ICB-järjestelmään (Industry Classification Benchmark). Nasdaq on siirtynyt käyttämään tätä toimialaluokitusta vuodesta 2012 alkaen. ICB-järjestelmässä toimialat jaetaan yhteentoista eri luokkaan, jotka ovat: energia, perusteollisuus, teollisuustuotteet ja -palvelut, peruskulutustuotteet, terveydenhuolto, kulutushyödykkeet, tietoliikennepalvelut, yleishyödylliset palvelut, rahoitus, teknologia sekä kiinteistöyhtiöt. Yhtiökoot luokiteltiin neljään eri ryhmään, jotka ovat: Large Cap, Mid Cap, Small Cap sekä First North. Kolme ensimmäistä kokoluokkaa ovat yhteneväiset Nasdaqin määritelmän mukaisesti. Large Cap sisältää yhtiöt, joiden markkina-arvo on yli miljardi euroa. Mid Cap sisältää yhtiöt, joiden markkina-arvo on 150–1000 miljoonaa euroa. Small Capiin kuuluvat yhtiöt, joiden markkina-arvo on alle 150 miljoonaa euroa. First Northiin kuuluvat yhtiöt ovat yleensä markkina-arvoltaan pienimpiä, joten ne luokiteltiin pienimmäksi yhtiökooksi. Yhtiökoot on siis luokiteltu neljään eri kokoluokkaan suurimmasta pienimpään numeroin 1-4.

Seuraavaksi alettiin keräämään yhtiöiden ohjeistuksia ja tietoa siitä, kuinka ne ovat toteutuneet. Ensin luotiin sarake muuttujalle: ohjeistaako yhtiö määrällisesti vuodelle 2022. Määrällisen ohjeistuksen määritelmää tarkennettiin jatkuvasti havaintomatriisiin aineistoa kerättyä. Havaintomatriisiin kerättiin myös tietoa siitä, millaisin määrällisin

menetelmin yhtiöt ohjeistavat. Määrälliset tunnusluvut luokiteltiin viiteen eri luokkaan. Yleisimmät neljä tunnuslukua, joita yhtiöt ohjeistivat, olivat: liikevaihto, liiketulos/liikevoitto/EBITA, käyttökate (EBITDA) ja kannattavuusmarginaalit eli $EBIT\%/EBITA\%/EBITDA\%$. Liiketulos ja liikevoitto tarkoittavat samaa asiaa eli voittoa ennen rahoituskuluja ja veroja. EBITA puolestaan tarkoittaa liikevoittoa ennen arvonalentumisia. Oikaisun tarkoituksena on tehdä EBIT-luvusta vertailukelpoinen (Seppänen, 2011, 169). Käyttökateella kuvataan yrityksen varsinaisen liiketoiminnan tulosta ennen poistoja, rahoituseriä ja veroja. Viidenteen luokkaan kuuluvat kaikki muut määrälliset tunnusluvut. Havaintomatriisiin kerättiin lisäksi vuoden 2022 määrälliset ohjeistukset sanallisina, toteutuneet ohjeistetut tunnusluvut, sekä ohjeistusten muutokset/tarkennukset sanallisina. Ohjeistuksen toteutumiseksi luotiin oma sarake, jossa vaihtoehtoina olivat kyllä tai ei. Ohjeistuksen toteutumisen arviointia tarkennettiin myös jatkuvasti havaintomatriisia kerätessä. Lisäksi havaintomatriisiin kerättiin omille sarakkeilleen vielä tiedot positiivisista sekä negatiivisista tulosvaroituksista sekä vuoden 2023 ohjeistuksen suunnasta, vaikka näitä tietoja ei ollutkaan alun perin tarkoitus tutkia. Myös näiden muuttujien määritelmät tarkentuivat havaintoaineistoa kerätessä.

3.3 Aineiston käsittely ja analysointi

Havaintomatriisia kootessa vastaan tuli monia tilanteita, joissa piti pohtia mm. onko ohjeistus määrällinen, mihin kategoriaan määrällinen ohjeistus kuuluu tai mitä pidetään tulosvaroituksena. Tässä luvussa avataan tarkemmin näitä linjauksia, joiden avulla havaintomatriisia on muodostettu.

Jos yhtiö tarkensi vuonna 2022 ohjeistustaan useaan kertaan, se saattoi antaa sekä positiivisen, että negatiivisen tulosvaroituksen. Jos ohjeistusta tarkennetaan siten, että se pysyy alkuperäisen ohjeistuksen rajoissa kyseessä ei ole tulosvaroitusta. Ohjeistuksen perumista pidettiin puolestaan negatiivisena tulosvaroituksena. Moni yhtiö ohjeisti jotain tunnuslukua sanallisesti. Jos tunnusluvun arvioitiin olevan: noin, arviolta, samalla tasolla tai muuta vastaavaa, jossa ohjeistushaarukkaa ei anneta, poikkeamaksi ohjeistuksesta/vertailuluvusta hyväksyttiin 7 %. Esimerkiksi Ponsse ohjeisti konsernin euromääräisen liiketuloksen olevan samalla tasolla kuin 2021. Tämä ohjeistus toteutui tutkimuksen kriteerein täpärästi, vaikka Ponsse perui antamansa ohjeistuksen ja antoi uuden ohjeistuksen myöhemmin. Useat suuremmat pörssi-yhtiöt ohjeistivat ainoastaan tulevaa kvartaalia. Tutkimuksessani yhtiön ei katsota antaneen ohjeistusta, jos se ei

ohjeista koko tilikautta. Tämän vuoksi esimerkiksi Finnairin, Metsä Boardin, Metso Outotecin, Outokummun, SSAB:n, UPM:n, Wärtsilän ei katsottu antaneen määrällistä ohjeistusta vuodelle 2022. Fortum ohjeisti sähkön suojaushintoja, niitä ei pidetty kuitenkaan määrällisenä ohjeistuksena, koska niiden toteutumiseen ei liity minkäänlaista riskiä. Gofore puolestaan julkaisi joka kuukausi liiketoimintakatsauksen, jossa kuvattiin liikevaihdon kehitystä, tätäkään ei voitu pitää määrällisenä ohjeistuksena, koska yhtiö ei ohjeistanut koko tilikautta. Myöskään Nanoformin ohjeistamaa asiakasprojektien määrää ei pidetty määrällisenä ohjeistuksena.

Monilla aloilla koronapandemian aiheuttama epävarmuus näkyi ohjeistuksien perumisena sekä useina tulosvaroituksina. Näin tapahtui esimerkiksi Kamuxille, Finnairille, Lehto Groupille, Viking Linelle sekä Nokian Renkaille. Useat yhtiöt, kuten YIT alkoivat ohjeistamaan jatkuvien liiketoimintojen tunnuslukuja kesken tilikauden 2022. Tähän oli usein syynä se, että Venäjän liiketoiminnoista oli luovuttu hyökkäyssodan alettua Ukrainassa. Mikäli ohjeistus pysyi muuten samana, tällä ohjeistuksen muutoksella ei ollut merkitystä ohjeistuksen toteutumiseen, eikä sitä nähty tulosvaroituksena. Myös vertailukausi laskettiin tällöin jatkuvien liiketoimintojen mukaisesti. Havaintomatriisista karsittiin muutama yhtiö pois. Tallink poistettiin, koska se on rinnakkaislistattu yhtiö, jonka pääkonttori on Virossa. Rinnakkaislistatut yhtiöt otettiin mukaan, jos ohjeistus oli helposti löydettävissä. Soprano, josta tuli myöhemmin Wetteri poistettiin, koska tilinpäätöstä 2022 ei ole julkaistu vielä 1.4.2023 mennessä, yhtiön ohjeistukset muuttuivat myös osakevaihdon myötä. Asuntosalkku poistettiin, koska se listautui 22.6.2022 ja ohjeistus on annettu tilikaudelle 10/22–9/23. Tamtron poistettiin listalta, koska se listautui vasta loppuvuodesta 2023. Yhtiöt, joiden tilikausi poikkeaa kalenterivuodesta, otettiin mukaan aineistoon. Tällöin tilikausi on päättynyt kesken vuoden 2022, kuten Duellilla. Lemonsoft päivitti ohjeistustaan yrityskauppojen jälkeen, laskien ohjeistustaan kannattavuusmarginaalista, tätä ei kuitenkaan pidetä negatiivisena tulosvaroituksena.

Muiksi tunnusluvuiksi määriteltiin kaikki ne määrälliset tunnusluvut, jotka eivät sopineet muhin tunnuslukukategorioihin. Osakekohtainen tulos luokiteltiin kategoriaan muu määrällinen tunnusluku. Kaivosyhtiöt, Endominens ja Sotkamo Silver ohjeistivat tuotantokapasiteettia, mutta tätä ei pidetä muuna määrällisenä tunnuslukuna, eli yhtiöiden ei katsota antaneen määrällistä ohjeistusta. Eq ohjeistaa tietyn segmentin liikevaihdon sekä liikevoiton kehitystä. Efecte puolestaan ohjeistaa saas-liikevaihtoa. Nämä

ohjeistukset luokiteltiin liikevaihdoksi ja liikevoitoksi, vaikka ne olivatkin segmenttikohtaisia. Yhtiöiden strategisia tavoitteita ei pidetä ohjeistuksina. Large Capiin kuuluva Huhtamäki ei ohjeistanut ollenkaan määrällisin tunnusluvuin. Kiinteistösijoitusyhtiöt ohjeistivat usein operatiivisia tunnuslukuja eli ERPA-lukuja. Esimerkiksi Investor House ohjeisti ERPA-tulosta, johon ei ole sisällytetty operatiiviseen liiketoimintaan kuulumattomia eriä, kuten kiinteistöjen käyvän arvon muutoksia, myyntivoittoja tai tappioita. Yhtiöt ennustivat liikevaihtoa ja käyttökattetta hieman eri tavoin. Esimerkiksi Kemira ohjeisti liikevaihtoa paikallisissa valuutoissa yritysostot ja -myynnit pois lukien. Käyttökattetta Kemria ohjeisti operatiivisena, jolloin käyttökatteesta oikaistaan pois vertailukelpoistuuheen vaikuttavat erät. Kaikki muunnemat liikevaihdosta, liikevoitosta ja käyttökatteesta luokiteltiin kuitenkin pääkategorian alle. Kojamo ohjeisti kassavirtaa ennen käyttöpääoman muutosta, tämä luokiteltiin muuksi määrälliseksi ohjeistukseksi. Nordea ohjeisti oman pääoman tuottosuhdetta sekä kulu/tuottosuhdetta. Sampo ohjeisti kulusuhdetta. Nämäkin luokiteltiin muihin määrällisiin tunnuslukuihin. Heeros ohjeisti liikevaihdon ja käyttökatemarginaalin kasvuprosentin yhteissummaa, eli muuta määrällistä tunnuslukua.

Ohjeistuksen toteutumista verrattiin lähtökohtaisesti ensimmäiseen vuodelle 2022 annettuun ohjeistukseen, joka yleensä annetaan tilinpäätöksen yhteydessä. Ohjeistus on toteutunut silloin, kun yhtiö on antanut positiivisen tulosvaroituksen ja näistä luvuista jäädään, mutta alkuperäinen ohjeistus ylitetään. Vuoden 2023 ohjeistuksen suuntaa arvioidaan seuraavasti: 0=ei määrällistä ohjeistusta, 1=negatiivinen, 2=neutraali tai 3=positiivinen. Ohjeistettuja lukuja verrataan edelliseen tilikauden toteutuneisiin lukuihin. Positiivisessa ohjeistetut luvut nousevat, neutraalissa pysyvät samalla tasolla ja negatiivisessa laskevat. Liikevoiton merkitystä pidetään suurempana. Esimerkiksi, jos ohjeistetaan liikevoiton laskevan, mutta liikevaihdon kasvavan ohjeistus on negatiivinen. Jos ohjeistetaan liikevoiton pysyvän samana ja liikevaihdon kasvavan, ohjeistus on neutraali.

Kun havaintomatriisi oli saatu haluttuun muotoon, oli vuorossa aineiston analysointi. Kuten aiemmin on kerrottu, tutkimuksessa käytettiin kvantitatiivisia analyysimenetelmiä, joista tässä tutkielmassa päädyttiin ristiintaulukointiin ja merkitsevyytestaukseen khiin neliötestin avulla. Ristiintaulukoinnissa saatiin aikaan isoja taulukoita, joiden heikkous on siinä, että olennainen tieto voi hukkaa liikaan informaatioon (Valli & Aaltola, 2018, 221). Yhtiökoot päädyttiin luokittelemaan neljään eri kokoluokkaan sekä toimialat

yhteentoista eri toimialaan, sillä myös Nasdaq luokittelee yhtiöt samaan tapaan. Jos kontingenssitauluista olisi halunnut saada pienempiä, olisi toimialoja täytynyt luokitella keinotekoisesti tiiviimmin. Kontingenssitauluissa on esitetty sekä frekvenssit, että prosenttiosuudet. Aineisto on yleensä riittävä pelkkään prosentuaaliseen tarkasteluun, kun havaintojen määrä ylittää sadan. Jos osaryhmissä yhden havainnon osuus on merkittävän suuri, saattaa kuitenkin olla myös tarpeen ilmoittaa frekvenssit. (Valli & Aaltola, 2018, 221). Tilastollisten merkitsevyydestäusten avulla voidaan tutkia, millaisella varmuudella tiedot voidaan yleistää koskemaan perusjoukon alkioita tai jäseniä. Tilastollista merkitsevyyttä kuvataan p-luvulla. Jos p-luku on alle 0,05, tutkimus on tilastollisesti melkein merkitsevä. Tilastollisesti melkein merkitsevän luvun kohdalla sattuman todennäköisyys on 5 %. (Valli, 2015, 60). Tämä tutkimus perustuu kokonaisotantaan tutkittavista yksilöistä eli tutkimuksessa on mukana kaikki suomalaiset pörssiyhtiöt. Merkitsevyydestäuksen käyttäminen on tämän perusteella hieman ongelmallista, sillä merkitsevyydestäuksen avulla tutkitaan, millä varmuudella tiedot voidaan yleistää koskemaan perusjoukon alkioita tai sen jäseniä.

4 TUTKIMUKSEN TULOKSET

4.1 Kuinka moni yhtiö on ohjeistanut ja saavuttanut ohjeistamansa tavoitteet?

Tutkimukseen valikoitui lopulta 183 yhtiötä. Ohjeistuksen toteutumisen määritelmiä on avattu luvussa 3.3. SPSS-ohjelmistossa suoritettuna ristiintaulukoinnin perusteella 68,9 % eli 126 yhtiötä 183 yhtiöstä antoi määrällisenä pidettävän ohjeistuksen vuodelle 2022. Ohjeistetut tunnusluvut saavutettiin 80 yhtiössä 126:sta. Määrällisen ohjeistuksen antoi siis 68,9 % pörssiyhtiöistä ja ohjeistuksen antaneista yhtiöistä 63,5 % saavutti ohjeistamansa tunnusluvut. Negatiivisen tulosvaroituksen antoi 52 yhtiötä 126 yhtiöstä, jotka antoivat määrällisen ohjeistuksen. Negatiivisten tulosvaroitusten suhteellinen osuus on siis 41,3 % ohjeistaneista yhtiöistä. Positiivisten tulosvaroituksen antoi puolestaan 34 yhtiötä 126:sta yhtiöstä.

Taulukko 1. Pörssiyhtiöiden määrä tutkimuksen eri vaiheissa.

Kaikki suomalaiset pörssiyhtiöt	187 kpl
Tutkimukseen valitut pörssiyhtiöt	183 kpl
Määrällisen ohjeistuksen antaneet yhtiöt	126 kpl

Tulokset osoittavat, että varsin huomattava osa yhtiöistä on jättänyt kokonaan ohjeistamatta määrällisesti. Ohjeistuksien antamatta jättämiselle löytyy monia erilaisia syitä. Yleisimpiä kerrottuja syitä ovat koronaviruspandemian aiheuttama epävarmuus, toimintaympäristön epävarmuudet, Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa ja sen aiheuttama kiristynyt geopoliittinen tilanne sekä periaatteet siitä, että lyhyen aikavälin näkymiä ei anneta. Tulosten perusteella voidaan sanoa, että yhtiöiden ohjeistamisessa on vielä huomattavasti parantamisen varaa, jotta liiketoiminnasta saadaan läpinäkyvää ja sidosryhmät saavat parhaan mahdollisen kuvan tulevasta kehityksestä. Mitä paremmin sidosryhmät voivat arvioida tulevaa, sitä paremmin osaketta voidaan hinnoitella. Osake hinnoitellaan usein diskonttaamalla tulevaisuuden kassavirrat nykyhetkeen. Tulevaisuuden kassavirtoja on sitä helpompi arvioida, mitä läpinäkyvämmän yhtiö

ohjeistaa. Ohjeistuksesta ja ylipäättään toimintakertomuksesta voi olla hyötyä laskettaessa yrityksen rahoituksen hintaa eli WACC:ia.

4.2 Ohjeistuksien toteutuminen toimialan mukaan

Eniten pörssiyrityksiä oli teollisuustuotteet ja -palvelut toimialalla. Teollisuustuotteet ja -palvelut ovat siis toimialojen moodi. Tähän toimialaan on luokiteltu kuuluvaksi 58 yhtiötä. Seuraavaksi suurimmat toimialat ovat teknologia 29:llä yhtiöllä sekä kulutushyödykkeet 28:lla yhtiöllä. Pienimmät toimialat olivat energia 2:lla yhtiöllä, yleishyödylliset palvelut 3:lla yhtiöllä sekä tietoliikennepalvelut 4:llä yhtiöllä. Useimmiten toimialoista ohjeistuksen antoivat kiinteistöyhtiöt ja tietoliikennepalvelut. Kaikki kiinteistöyhtiöt (5 kpl) ja tietoliikennepalvelut (4 kpl) ohjeistivat määrällisin tunnusluvuin. Seuraavaksi useimmin suhteellisesti ohjeistivat peruskulutustuotteet (90 %, 9/10) ja teknologia (79,3 %, 23/29). Suhteellisesti vähiten määrällisiä ohjeistuksia antoivat energia (0 %, 0/2), perusteollisuus (36,4 %, 4/11) ja terveydenhuolto (46,7 %, 7/15).

Kiinteistöyhtiöiden ja tietoliikennepalveluiden toiminta on yleisesti melko vakaata ja defensiivistä, joten tämä saattaa selittää näiden toimialojen kattavaa määrällistä ohjeistamista. Kiinteistöyhtiöiden kassavirrat ovat melko ennustettavia, sillä ne perustuvat usein vuokrasuhteisiin. Tutkimuksessa havaittiin myös, että kiinteistöyhtiöt ohjeistivat usein EPRA-tunnuslukuja eli operatiivisia tunnuslukuja, joissa eivät näy kiinteistöjen käyvän arvon muutokset-, myyntivoitot- tai tappiot. Tietoliikennepalveluiden liiketoiminta on yleisesti hyvin ennustettavaa, sillä toiminta on yleensä hyvin defensiivistä, kuten esimerkiksi Elisan ja Telian erilaiset liittymäpalvelut. Energia toimialaan kuuluu vain kaksi yhtiötä, joten tämä selittää osittain toimialan huonoa ohjeistamisen määrää. Tutkimuksen energiayhtiöt olivat Neste ja Savosolar. Neste ohjeisti kyllä kvartaalikohtaisesti, mutta tätä ei pidetty tutkimuksessa riittävänä määrällisenä ohjeistuksena, vaan ohjeistus olisi tullut antaa koko tilikaudelle 2022. Perusteollisuuden pientä ohjeistamisen määrää selittää ainakin se, että toimialaan kuuluu useita kaivosyhtiöitä, jotka ohjeistivat usein vain pelkkää tuotantokapasiteetin tasoa, tätä ei pidetty tutkimuksessa määrällisenä ohjeistuksena. Toimialaan kuului myös useita Large Cap -yhtiöitä, jotka antoivat ohjeistuksen ainoastaan tulevalle kvartaalille.

Taulukko 2. Määrällisesti ohjeistaneet yhtiöt toimialoittain.

		Crosstab												Total
		toimiala												Total
		Energia	Kiinteistöyhtiöt	Kulutushyödykkeet	Peruskulutustuotteet	Perusteollisuus	Rahoitus	Teknologia	Teollisuus tuotteet ja -palvelut	Terveystuotteet ja -palvelut	Tietoliikennepalvelut	Yleishyödylliset palvelut	Total	
ohjeistaako määrällisesti vuodelle 2022	Ei	Count	2	0	8	1	7	8	6	16	8	0	1	57
		% within toimiala	100,0%	0,0%	28,6%	10,0%	63,6%	44,4%	20,7%	27,6%	53,3%	0,0%	33,3%	31,1%
	Kyllä	Count	0	5	20	9	4	10	23	42	7	4	2	126
		% within toimiala	0,0%	100,0%	71,4%	90,0%	36,4%	55,6%	79,3%	72,4%	46,7%	100,0%	66,7%	68,9%
Total		Count	2	5	28	10	11	18	29	58	15	4	3	183
		% within toimiala	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Toimialoista parhaiten ohjeistuksien toteutumisessa onnistuivat perusteollisuus ja yleishyödylliset palvelut. Molemmassa toimialoissa määrälliset ohjeistukset vuodelle 2022 toteutuivat kaikissa niissä yhtiöissä, jotka sellaisen antoivat. Seuraavaksi parhaiten ohjeistuksien toteutumisessa onnistuivat kiinteistöyhtiöt, joilla neljällä viidestä eli 80 %:lla ohjeistetut luvut myös toteutuivat. Myös rahoituksen yhtiöistä kahdeksalla kymmenestä eli 80 %:lla ohjeistetut luvut toteutuivat. Vähiten ohjeistuksia toteutui kulutushyödykkeissä, joissa vain 50 % eli kymmenen kahdestakymmenestä yhtiöstä saavutti ohjeistamansa tunnusluvut. Seuraavaksi huonoiten ohjeistukset toteutuivat teknologiassa sekä peruskulutustuotteissa. Teknologiassa 12:sta 23:sta yhtiöstä eli 52,2 % saavutti ohjeistamansa tunnusluvut. Peruskulutustuotteissa puolestaan viisi yhdeksästä eli 55,6% saavutti ohjeistamansa tunnusluvut.

Taulukko 3. Ohjeistuksien toteutuminen toimialoittain.

		Crosstab												Total
		toimiala												Total
		Kiinteistöyhtiöt	Kulutushyödykkeet	Peruskulutustuotteet	Perusteollisuus	Rahoitus	Teknologia	Teollisuus tuotteet ja -palvelut	Terveystuotteet ja -palvelut	Tietoliikennepalvelut	Yleishyödylliset palvelut	Total		
onko ohjeistus toteutunut	Ei	Count	1	10	4	0	2	11	15	2	1	0	46	
		% within toimiala	20,0%	50,0%	44,4%	0,0%	20,0%	47,8%	35,7%	28,6%	25,0%	0,0%	36,5%	
	Kyllä	Count	4	10	5	4	8	12	27	5	3	2	80	
		% within toimiala	80,0%	50,0%	55,6%	100,0%	80,0%	52,2%	64,3%	71,4%	75,0%	100,0%	63,5%	
Total		Count	5	20	9	4	10	23	42	7	4	2	126	
		% within toimiala	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

Kulutushyödykkeet toimialan ohjeistuksista toteutui ainoastaan puolet. Kulutushyödykkeiden myynti kärsi erityisen paljon koronaviruspandemiasta. Joidenkin yhtiöiden toiminta on saattanut keskeytyä kokonaan viranomaisten asettamien koronarajoitusten vuoksi. Toimialalla ohjeistuksista jäivät: Fiskars, Ilkka, Kamux, Keskisuomalainen, Nokian Renkaat, PunaMusta Media, Rapala VMC, Remedy Entertainment, Tokmanni Group sekä Verkkokauppa.com. Tulosvaroitusten syinä

toistuivat tekijät heikentyneestä kysynnästä, kuluttajaluottamuksen laskusta, raaka-aineiden hinnannoususta, yleisestä inflaatiosta sekä heikentyneestä toimintaympäristöstä.

4.3 Ohjeistuksien toteutuminen yhtiökoon mukaan

Yhtiökoot luokiteltiin neljään eri luokkaan: Large Capiin, Mid Capiin, Small Capiin ja First North -yhtiöihin. Small Cap oli tutkimuksen yhtiökokojen moodi, siihen kuului 52 yhtiötä. Lähes saman verran yhtiöitä kuului myös Mid Capiin (49 kpl) ja First Northiin (49 kpl). Vähiten yhtiöitä kuului Large Capiin, johon kuului 33 yhtiötä. Small Cap -yhtiöt ohjeistivat suhteellisesti eniten määrällisesti. Small Cap -yhtiöistä 78,8 % eli 41/52 ohjeisti määrällisesti. Mid Cap -yhtiöt ohjeistivat toiseksi useimmin. Mid Cap-yhtiöistä määrällisen ohjeistuksen antoi 75,5 % eli 37/49. Large Cap -yhtiöistä 69,7 % eli 23/33 antoi määrällisen ohjeistuksen. Vähiten määrällisiä ohjeistuksi antoivat First North -yhtiöt, joista 51,0 % eli 25/49 antoi määrällisen ohjeistuksen.

Taulukko 4. Määrällisesti ohjeistaneet yhtiöt yhtiökokoluokittain.

		Crosstab					
		yhtiökoko					
		Large Cap	Mid Cap	Small Cap	First North	Total	
ohjeistaako määrällisesti vuodelle 2022	Ei	Count	10	12	11	24	57
		% within yhtiökoko	30,3%	24,5%	21,2%	49,0%	31,1%
	Kyllä	Count	23	37	41	25	126
		% within yhtiökoko	69,7%	75,5%	78,8%	51,0%	68,9%
Total	Count	33	49	52	49	183	
	% within yhtiökoko	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

First North -yhtiöiden jääminen viimeiseksi määrällisten ohjeistusten antamisessa ei yllättänyt. First North -yhtiöt ovat yleensä kasvuvaiheen yhtiöitä ja monella yhtiöllä ei ole vielä vakiintunutta liiketoimintaa. Tällaisten yhtiöiden liiketoiminnan ohjeistamien ei ole välttämättä helppoa, joten moni yhtiö ei ole antanut määrällistä ohjeistusta. Hieman yllättävää oli se, että Large Cap -yhtiöt antoivat määrällisiä ohjeistuksia toiseksi vähiten. On huomattava, että moni Large Cap yhtiö antoi kyllä määrällisen ohjeistuksen, mutta vain seuraavalle kvartaalille. Jotta yhtiön voitiin katsoa antaneen määrällisen ohjeistuksen, sen tuli ohjeistaa koko tilikautta 2022. Onkin mielenkiintoista nähdä, lisääntykö tämä kvartaalikohtainen ohjeistaminen tulevaisuudessa myös pienemmillä yhtiöillä. Ohjeistamiseen liittyvä hyvin suppea sääntely mahdollistaa tämän. Mid Cap -yhtiö Gofore julkistaa kuukausittaisen liiketoimintakatsauksen, jossa kuvataan liikevaihdon kehitystä. Myös First North -yhtiö Inderes aloitti tänä vuonna kuukausittaisen

raportoinnin, jossa raportoidaan liikevaihto sekä johdon arvio liiketoiminnan kehityksestä katsauskauden aikana. Näitä raportteja ei kuitenkaan voida pitää ohjeistuksina, sillä ne ovat menneisyyttä kuvaavia lukuja.

Taulukko 5. Ohjeistuksien toteutuminen yhtiökoon mukaan.

		yhtiökoko					
		Large Cap	Mid Cap	Small Cap	First North	Total	
onko ohjeistus toteutunut	Ei	Count	6	14	17	9	46
		% within yhtiökoko	26,1%	37,8%	41,5%	36,0%	36,5%
	Kyllä	Count	17	23	24	16	80
		% within yhtiökoko	73,9%	62,2%	58,5%	64,0%	63,5%
Total	Count	23	37	41	25	126	
	% within yhtiökoko	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

Suurimmilla yhtiöillä ohjeistukset ovat toteutuneet parhaiten. Large Capin -yhtiöistä 73,9 % on saavuttanut ohjeistamansa määrälliset tunnusluvut. Lopuilla yhtiökoilla ei ole kovin suuria eroja ohjeistuksien saavuttamisessa. First North -yhtiöistä 64,0 % on saavuttanut ohjeistetut tavoitteet. Mid Cap- yhtiöistä 62,2 % on saavuttanut ohjeistetut määrälliset tunnusluvut. Heikoin ovat pärjänneet Small Cap – yhtiöt, joista 58,5 % on saavuttanut ohjeistetut tavoitteet. Ohjeistuksien toteutumisessa yhtiökokoluokittain ei ollut suuria yllätyksiä. Large Cap -yhtiöillä on parhaat resurssit ennakoita tulevaa toimintaansa ja yhtiöiden toiminta on monesti myös vakaamalla pohjalla kuin pienempien yhtiöiden. Muiden yhtiökokoluokkien välillä ei kuitenkaan ole merkittäviä eroja.

Määrällisten ohjeistuksien antamista ja niiden toteutumista yhtiökokoluokittain voidaan tutkia myös merkitsevyydestä avulla. Tilastollisten merkitsevyydestä avulla voidaan päätellä, millaisella varmuudella tieto voidaan yleistää koskemaan perusjoukkoa. Tilastollisissa merkitsevyydestä avuissa p-luku kertoo, millainen riski tulosten yleistettävyydellä on eli mikä on sattuman mahdollisuus. Jos p-luku on alle 0,05, voidaan alkaa puhua tilastollisesta merkitsevyydestä. Khiin neliötesti on turvallinen valinta merkitsevyydestä avuun ja se soveltuu myös luokitteluaasteikkoiselle muuttujalle. Testitulokset liitetään aina ristiintaulukoinnin yhteyteen ja selvitetään vertailtavien muuttujien liittymistä toisiinsa. (Valli, 2015, 61.) Khiin neliötestin tekemiseen liittyy tiettyjä ehtoja. Korkeintaan 20 % odotetuista frekvensseistä saa olla pienempiä kuin viisi. Jokaisen frekvenssin tulee olla myös suurempi kuin yksi. Jos nämä ehdot eivät täyty, ei analyysille saada luotettavaa p-arvoa. (Heikkilä, 2014, 201.) Yhtiöluokkien

merkitsevyyttä ohjeistuksien antamiseen ja toteutumiseen, ei voida tutkia sillä frekvenssit jäävät liian pieniksi eikä toimialoja kannata ruveta yhdistelemään keinotekoisesti.

Tutkittaessa yhtiökoon merkitsevyyttä määrällisen ohjeistuksen antamiseen, p-luvuksi saadaan 0,013. Kun puolestaan tutkitaan yhtiökoon merkitsevyyttä määrällisen ohjeistuksen toteutumiseen p-luvuksi, tulee 0,672. Tässä tapauksessa saatuja tuloksia ei voida yleistää perusjoukkoon, sillä p-luvut ovat liian suuria.

4.4 Tulosten luotettavuus

Tutkimuksen onnistumista on mahdollista mitata arvioimalla tutkimuksen reliabiliteettia eli luotettavuutta ja validiteettia eli pätevyyttä. Reliabiliteetilla mitataan tutkimuksen luotettavuutta, eli sitä, kuinka tarkat ja paikkaansa pitävät tutkimuksesta saadut tulokset ovat. Validiteetilla sen sijaan mitataan sitä, kuinka hyvin tutkimus on vastannut niihin kysymyksiin, joihin sen on ollut tarkoitus vastata. (Heikkilä, 2014, 27–28). Havaintomatriisi koottiin kaikista suomalaisista pörssiyhtiöistä, ainoastaan muutama pörssiyhtiö jätettiin tutkimuksen ulkopuolelle aiemmin perustelluista syistä. Tutkimuksessa käytetty kokonaisotanta lisää tulosten luotettavuutta, sillä kaikki yhtiöt ovat mukana tutkimuksessa. Tutkimukseen valikoitui 183 suomalaista pörssiyhtiötä, joten aineisto on suhteellisen kattava. Tulosten luotettavuutta kuitenkin heikentää se, että ne perustuvat ainoastaan yhden vuoden ohjeistusten tutkimuksiin, joten tuloksista ei voida muodostaa minkäänlaista aikasarja-analyysiä. Erilaisten ilmiöiden esiintyminen vaihtelee ajan kuluessa. Mittaamalla samaa asiaa toistuvasti samalla tavalla, voitaisiin muodostaa ajallista muutosta kuvaavia aikasarjoja. Aikasarja-analyysien avulla voitaisiin analysoida erilaisten prosessien kehityssuuntaa ja muutoksia. Lisäksi voitaisiin laatia mahdollisesti tulevaisuutta koskevia ennusteita. (Nummenmaa, 2021, 461.)

Vuosi 2022 oli poikkeuksellinen vuosi, sillä koronapandemia vaikutti vielä yhtiöiden ohjeistuksiin. Venäjän vuoden 2022 aikana aloittama hyökkäysota Ukrainassa vaikeutti jo ohjeistettujen tunnuslukujen saavuttamista monessa yhtiössä. Lisäksi yrityksiin vaikuttivat monet poliittiset ja makrotaloudelliset tekijät, joiden vaikutusten arvioiminen yhtiöiden toimintaan oli hyvin vaikeaa. Tehtäessä pidempää aikasarja-analyysiä tällaiset yksittäisten vuosien poikkeusolot kuitenkin tasoittuisivat. Tarkasteltuihin tuloksiin vaikuttaa myös tutkijan omat arviot siitä, kuinka ohjeistuksia ja niiden toteutumista tutkittiin. Tarkasteltavat yhtiöt ovat hyvin heterogeeninen joukko yhtiöitä, joita kaikkia yhdistää ainoastaan yksi tekijä, kaikki yhtiöt ovat suomalaisia pörssiyhtiöitä. Toisaalta

tutkittuja yhtiöitä pyrittiin tässä tutkimuksessa luokittelemaan yhtiökoon ja toimialan mukaan, jotta näiden välisiä eroavaisuuksia ohjeistamisen suhteen voitaisiin mitata. Havaintomatriisi on muodostettu Exceliin käsin syöttämällä, joten on myös mahdollista, että se sisältää inhimillisiä virheitä.

5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkimuksen tavoitteena oli muodostaa käsitys suomalaisten pörssiyritysten ohjeistuksista sekä niiden toteutumisesta. Tutkimusmenetelmäksi muodosti kvantitatiivinen tutkimus, jossa analyysimenetelminä toimivat ristiintaulukoinnin avulla saadut suhteelliset frekvenssit sekä Khiin neliötesti. Pyrkimyksenä oli tehdä useista havaintoyksiköistä (Suomen pörssiyritykset) yksi mittaus (vuosi 2022), josta lopputuloksena saatiin poikkileikkausaineisto. Poikkileikkausaineiston avulla pystytään kuvailemaan ilmiötä ja havaitsemaan, onko ohjeistuksien toteutumisissa eroja eri kokoisten yritysten välillä. Tutkimusta taustoitettiin teoriaosuudella, joka koostui oheistukseen liittyvästä lainsäädännöstä sekä taustateorioista. Taustateorian muodostivat agenttiteoria sekä sidosryhmäteoria. Tutkimusaineisto koostui yritysten raporteista kerätyistä ohjeistuksista sekä toteutuneista luvuista. Analyysien avulla pyrittiin hahmottamaan, onko ohjeistuksien toteutumisessa selviä eroja eri toimialojen tai yrityskokojen välillä. Tutkimuksen tavoitteena oli vastata seuraaviin tutkimuskysymyksiin:

- 1. Kuinka moni Helsingin pörssiyritys on päässyt ohjeistamaansa määrälliseen tavoitteeseen?*
- 2. Onko yrityksen toimialalla tai kokoluokalla merkitystä tutkittaessa ohjeistukseen pääsemistä?*

Tutkimuksen pörssiyrityksistä 63,5 % eli 80 yritystä pääsi ohjeistamaansa määrälliseen tavoitteeseen. 126 yritystä 183:sta yrityksestä ohjeisti määrällisiä tunnuslukuja vuodelle 2022. Toimialojen väliltä löytyi merkittäviä eroja ohjeistamisessa sekä siinä, kuinka ohjeistukset ovat toteutuneet. Yrityskokojen välillä eroja löytyi ohjeistuksien antamisesta ja niiden toteutumisesta, mutta erot olivat pienempiä. Useat Large Capin -yritykset ohjeistivat ainoastaan tulevaa kvartaalia. Onkin mielenkiintoista seurata, alkavatko myös pienemmät yritykset ohjeistamaan ainoastaan kvartaalikohtaisesti isompien perässä. Omasta mielestäni tämä olisi negatiivinen suunta sillä se vähentäisi sidosryhmien saamaa

informaatiota. Sidosryhmäjohtamisessa sovitetaan yhteen yritysjohton omia tavoitteita ja sidosryhmien vaatimuksia. Sidosryhmät ovat tyytyväisempiä yhtiöön, jonka sijoittajaviestintä on avointa. Ohjeistukset ovat keino tasata epäsymmetristä informaatiota johdon ja sidosryhmien välillä. Tämän tutkielman perusteella monessa yhtiössä johdon ja sijoittajien välille jää epäsymmetristä informaatiota, sillä ohjeistusta ei anneta. Ohjeistus voidaan nähdä agenttiteorian mukaisesti keinona tasoittaa epäsymmetristä informaatiota johdon ja ulkoisten sidosryhmien välillä. Täytyy kuitenkin todeta, että ohjeistus ei yksistään poista tätä piilotettua informaatiota, sillä monesti ohjeistukset ovat hyvin vähän informaatiota sisältäviä. Tutkimuksessa ohjeistuksen antaneista yhtiöistä, moni joutui antamaan tulosvaroituksen, eli ohjeistukset eivät olleet ainakaan liian pessimistisiä. Tulosvaroitusten takana voi kuitenkin olla monia tekijöitä, jotka saattavat olla myös yhtiöistä riippumattomia.

Havaintomatriisiin kerättiin myös tietoa siitä, millaisilla erilaisilla määrällisillä tunnusluvuilla eri yhtiöt ovat ohjeistaneet tulevaisuuttaan. Tässä tutkimuksessa tätä tietoa ei kuitenkaan hyödynnetty, joten siinä on yksi jatkotutkimusmahdollisuus. Havaintomatriisiin kerättyä tietoa voi siis hyödyntää tulevaisuudessa, jos halutaan tutkia, millaisin tavoin yhtiöt ohjeistavat laadullisesti. Havaintomatriisiin kerättiin lisäksi tiedot siitä, onko yhtiö antanut positiivisen, negatiivisen tai jopa molemmat tulosvaroitukset tilikauden 2022 aikana. Lisäksi yhtiöiden vuodelle 2023 antamien ohjeistuksien suuntaa arvioitiin havaintomatriisissa. Vuoden 2023 ohjeistuksien suuntien luokittelusta on kerrottu tarkemmin kappaleessa 3.3. Havaintomatriisin aineiston perusteella voisi tehdä jatkotutkimusta siitä, miten tulosvaroitukset vaikuttavat seuraavan vuoden ohjeistuksen suuntaan. Kolmas jatkotutkimusmahdollisuus on tutkia ohjeistuksia tämän tutkielman tapaisesti, mutta useamman vuoden ajalta. Tällöin voitaisiin muodostaa mahdollisesti syvällisempiä syy-seuraussuhteita.

LÄHDELUETTELO

- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39–48. [https://doi.org/10.1016/0007-6813\(91\)90005-G](https://doi.org/10.1016/0007-6813(91)90005-G)
- Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct. *Business & Society*, 38(3), 268–295. <https://doi.org/10.1177/000765039903800303>
- Euroclear Finland (2022). *Miljoonan osakkeenomistajan raja rikki*. <https://www.euroclear.com/finland/fi/news-and-insights/news/miljoonan-osakkeenomistajan-raja-rikki.html>
- Euroclear Finland (2023). Suomessa on yli 300 000 aktiivista osakesäästötiliä. <https://www.euroclear.com/finland/fi/news-and-insights/news/Osakesaastotileja-yli-300000.html>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management : a stakeholder approach*. Pitman.
- Freeman, R. E. (2010). *Stakeholder theory : the state of the art*. Cambridge University Press, 2010.
- Halonen, J., Jalkanen-Steiner, J., Pihlgren, K., Sundvik, P., Suomela, M., Tolvanen, M., Torkkel, T., Torniaainen, T., & Tuomala, M. (2021). *IFRS: käytännön käsikirja* (5., uudistettu painos.). Edita Publishing Oy.
- Heikkilä, T. (2014). *Tilastollinen tutkimus* (9. uud. p.). Edita.
- Häyrynen, J., & Kajala, V. (2013). *Uusi arvopaperimarkkinlaki*. Kauppakamari.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Juntunen, E. (2022). *Helsingin pörssin small cap -indeksin yhtiöiden ohjeistukset* [kandidaatintutkielma, Tampereen yliopisto] Trepo Tampereen yliopiston julkaisuarkisto. <https://trepo.tuni.fi/handle/10024/139000>
- Kankaanpää, J. (2020). *Omistajaohjaus, hyvä hallintotapa ja muu valvonta: Tutkimus suomalaisista osakeyhtiöistä*. [väitöskirja, Tampereen yliopisto.] Trepo Tampereen yliopiston julkaisuarkisto. <https://trepo.tuni.fi/bitstream/handle/10024/121896/978-952-03-1578-8.pdf?sequence=2&isAllowed=y>
- Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336
- Kirjanpitolautakunta. (2006). *Yleisohje toimintakertomuksen laatimisesta*. Haettu 9.4.2023 osoitteesta <https://kirjanpitolautakunta.fi/-/toimintakertomuksen-laatiminen>
- Knüpfer, S., & Puttonen, V. (2018). *Moderni rahoitus* (10., uudistettu painos.). Alma Talent.
- Lehtipuu, P., & Monni, S. (2007). *Synergia : vastuullisen yritystoiminnan menestysmalli*. Talentum.
- Leppiniemi, J., Leppiniemi, R., & Kaisanlahti, T. (2000). *Tilinpäätöksen tulkinta*. WSOYpro.
- MacKenzie, B. (2014). *Wiley IFRS 2014 : Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards* (11th ed.). Wiley.
- Mayston, D. (1993). Principals, Agents and the Economics of Accountability in the New Public Sector. *Accounting, Auditing, & Accountability*, 6(3), np–np. <https://doi.org/10.1108/09513579310042579>
- Nummenmaa, L. (2021). *Tilastotieteen käsikirja*. Tammi.

- Nummenmaa, L., Holopainen, M., & Pulkkinen, P. (2019). *Tilastollisten menetelmien perusteet* (1.-5. painos.). Sanoma Pro Oy.
- Näsi, S. (2017). Luova laskentatoimi: tarkoituksellista harhaanjohtamista ja myös tilintarkastajien ongelma. In *Luova laskentatoimi: tarkoituksellista harhaanjohtamista ja myös tilintarkastajien ongelma*. Tampere University Press.
- Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624
- Posti, M. (2000). *Suomalaisten pörssiyritysten vuosikertomusten tulossennusteet ja niiden toteutuminen* [pro gradu -työ, Aalto-yliopisto]. Aaltodoc julkaisuarkisto. <http://urn.fi/URN:NBN:fi:aalto-2020111714520>
- Puusa, A., Juuti, P., & Aaltio, I. (2020). *Laadullisen tutkimuksen näkökulmat ja menetelmät*. Gaudeamus.
- Rhenman, E & Stymne, B. (1964). *Företagsledning i en föränderlig värld*. Bokförlaget Albus/Bonniers
- Sammalisto, S., & Asunmaa, A. (2021). *Viisas pääsee vähemmällä taloudessakin* (1. painos.). Kauppakamari.
- Seppänen, H. (2011). *Yrityksen analysointi ja tilinpäätös*. Kauppakamari.
- Valli, R. (2015). *Johdatus tilastolliseen tutkimukseen* (2. uudistettu painos.). PS-kustannus.
- Valli, R., & Aaltola, J. (2018). *Ikkunoita tutkimusmetodeihin. 2, Näkökulmia aloittelevalle tutkijalle tutkimuksen teoreettisiin lähtökohtiin ja analyysimenetelmiin* (5., uudistettu ja täydennetty painos.). PS-kustannus.
- Vilka, H. (2007). *Tutki ja mittaa: määrällisen tutkimuksen perusteet*.

LIITE 1: HAVAIMTOMATRIISI

[havaintomatriisi \(4\) \(3\).xlsx](#)