

TAMPEREEN YLIOPISTO  
Johtamiskorkeakoulu

**PÖRSSIYRITYSTEN RISKITIEDONANTO  
TEOLLISUUSTUOTTEIDEN JA –PALVELUIDEN  
TOIMIALALLA VUOSINA 2007-2012**

Yrityksen laskentatoimi  
Pro gradu -tutkielma  
Maaliskuu 2014  
Ohjaaja: Petri Vehmanen

Tuija Kallonen

## SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO.....	1
1.1 Tutkimuksen tausta.....	1
1.2 Aikaisempi tutkimus.....	3
1.3 Tutkimuksen tavoite ja keskeiset rajaukset.....	6
1.4 Tutkimusmetodologia.....	9
1.5 Tutkimuksen rakenne.....	10
2 TUTKIMUKSEN TEOREETTINEN OSUUS.....	11
2.1 Informaatio ja tiedonanto rahoitusmarkkinoilla.....	11
2.1.1 Epätäydellisen informaation ongelma.....	13
2.1.2 Aganttiteoria.....	16
2.2 Riskitiedonanto.....	18
2.2.1 Riskin määrittely.....	20
2.2.2 Riskitiedonannon sääntely.....	21
5 HYPOTEESIEN MUODOSTAMINEN.....	31
6 AINEISTO, MENETELMÄT JA MUUTTUJAT.....	35
6.1 Aineisto.....	35
6.2 Tutkimusmenetelmät.....	36
6.2.1 Sisällönanalyysi.....	36
6.2.2 Korrelaatioanalyysi.....	42
6.2.3 OLS-regressioanalyysi.....	43
7 TULOKSET.....	48
7.1 Riskitiedonanto vuosina 2007–2012.....	48
7.1.1 Riskitiedonannon määrä.....	48
7.1.2 Riskitiedonannon kattavuus.....	53
7.2 Yrityskohtaisten tekijöiden vaikutus riskitiedonannon määrään.....	56
7.2.1 Korrelaatioanalyysin tulokset.....	57
7.2.2 OLS-regressioanalyysin tulokset.....	60
7.3 Pohdintaa.....	65
8 JOHTOPÄÄTÖKSET.....	68
8.1 Yhteenveto.....	68
8.2 Tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimusaiheet.....	71
LÄHTEET.....	75
LIITTEET.....	81

## TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto Johtamiskorkeakoulu; yrityksen laskentatoimi

Tekijä: KALLONEN, TUIJA

Tutkielman nimi: Pörssiyritysten riskitiedonanto teollisuustuotteiden ja –palveluiden toimialalla vuosina 2007-2012

Pro gradu -tutkielma: 80 sivua, 3 liitesivua

Aika: Maaliskuu 2014

Avainsanat: Riskitiedonanto, kirjanpitolautakunnan yleisohje, listayhtiöiden hallinnointikoodi

---

Yritysten tiedonannon merkitys on korostunut toimintaympäristön muutoksesta ja epävarmasta markkinatilanteesta johtuen. Vastatakseen sidosryhmien tarpeisiin yritysten tulee pyrkiä läpinäkyvään ja kattavaan tiedonantoon. Tästä johtuen yritykset kiinnittävät yhä enemmän huomiota riskeistään tiedottamiseen. Kirjanpitolautakunnan yleisohje toimintakertomuksen laatimisesta (2006) koskee toimintakertomuksen sisältövaatimuksia. Siinä esitetään vaatimukset yrityksen toimintaa koskevien riskien ja epävarmuustekijöiden arvioimisesta. Lisäksi vuonna 2009 astui voimaan päivitetty listayhtiöiden hallinnointikoodi (corporate governance), jossa on korostettu yritysten riskitiedonannon merkitystä.

Tutkimuksen ensimmäisenä tavoitteena oli tutkia riskitiedonannon määrässä ja kattavuudessa tapahtuneita muutoksia vuosina 2007–2012. Toisena tavoitteena oli tutkia yritys kohtaisten tekijöiden vaikutusta riskitiedonannon määrään. Aineistona käytettiin Helsingin pörssissä vuosina 2007–2012 noteerattuja teollisuustuotteiden ja –palveluiden toimialalla toimivia yrityksiä. Informaatio kerättiin vuosikertomuksista ja tilinpäätöksistä. Tutkimusmenetelminä käytettiin sisällönanalyysiä ja OLS-regressioanalyysiä. Sisällönanalyysiä käytettiin aineiston luokitteluun viiteen pääriskiluokkaan ja luokkien väliseen vertailuun. Regressioanalyysin avulla analysoitiin yritys kohtaisten tekijöiden vaikutusta riskitiedonannon määrään.

Tulosten mukaan riskitiedonannon määrä kasvoi läpi tarkasteltavan ajanjakson. Vuonna 2009 määrä kasvoi lähes puolella ja myös pysyi korkeammalla tasolla seuraavina vuosina. Näin ollen voi päätellä, että sääntelyllä voidaan vaikuttaa yritysten riskitiedonannon määrään, ja vaikutukset ovat kohtalaisen pysyviä. Vaikutus ei kuitenkaan ollut samanlainen riskitiedonannon kattavuuden osalta. Kattavuus parantui uuden sääntelyn myötä ainoastaan toimintakertomuksissa, mutta vaikutus ei ollut pysyvä tarkasteltavalla ajanjaksolla. Regressioanalyysin muuttujista yrityksen koko ja markkinatilanteen heikentyminen vaikuttivat positiivisesti riskitiedonannon määrään. Yrityksen riskisyydellä puolestaan oli negatiivinen yhteys riskitiedonannon määrään.

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen tausta

Taloudellinen raportointi ja tiedonanto ovat yrityksen johdon keinoja tiedottaa yrityksen suoriutumisesta ja hallinnosta ulkopuolisille sijoittajille. Yritysten tiedonanto on tärkeää myös tehokkaiden pääomamarkkinoiden toimimisen kannalta. (Healey & Palepu 2001, 405). Taloudellisen raportoinnin ensisijainen käyttötarkoitus on auttaa sijoittajia arvioimaan yrityksen taloudellisia näkymiä (Balakrishnan, Qui & Srinivasan 2009, 789). Yrityksen johdon tulee raportoida tietoja yrityksestä sen sidosryhmille, niin että ne pystyvät arvioimaan yrityksen toimintaa (KPMG 2005, 30). Perinteinen taloudellinen raportointi on edelleen yleisin keino informoida yrityksen suoriutumisesta. Sen riittävyys on kuitenkin kyseenalaistettu. Tyydyttääkö perinteinen raportointitapa sidosryhmien kasvaneen tiedontarpeen? Perinteinen raportointitapa painottaa menneisyyteen perustuvaa ja kvantitatiivista taloudellista tietoa. (Beretta & Bozzolan 2008, 334; Beattie, McInnes & Fearnley 2004, 206). Yrityksen sidosryhmät vaativat yhä enemmän uudenlaista ja vertailukelpoista tietoa (KPMG 2005, 29). Huolenaiheena on raportoinnin ajankohdan lisäksi kysymys siitä, minkälaista informaatiota yritysten tulisi raportoida (Beretta & Bozzolan, 2008).

Sidosryhmät eivät kykene riittävästi arvioimaan yritysten riskisyyttä perinteisen raportointimallin tietojen perusteella. (Linsley & Shrivess 2006, 387). Miihkisen (2012, 438) mukaan yrityksen sidosryhmillä on merkittävästi heikompi käsitys yrityksen riskeistä kuin yrityksellä itsellään. Jopa tehokkailla pääomamarkkinoilla on olemassa oletus, että yrityksen johdolla on paremmat tiedot yrityksen suoriutumisesta kuin yrityksen ulkopuolisilla henkilöillä (Healey & Palepu 2001, 420). Taloudellisen tiedon hyödyntäminen ilman selventäviä perusteluita on vaikeaa yhä monimutkaistuvassa liike-elämässä (Beretta & Bozzolan 2004, 265). Vastatakseen markkinoiden tarpeisiin yritysten tulee pyrkiä läpinäkyvyyteen tiedottamisessaan ja samalla laajentaa raportointitapojaan perinteisiä malleja laajemmalle (Beattie ym. 2004, 206). Miihkisen (2012, 442) mukaan riskitiedonannolla tarkoitetaan kaikkea informaatiota, jonka yritys

tuo esiin vuosikertomuksissaan koskien yrityksen riskejä. Suurin osa suomalaisista yrityksistä rajoittaa riskitiedonannon vuosikertomukseen (Kuusela & Ollikainen 2005, 139). Yrityksen riskiprofilia on mahdollista arvioida vain silloin kun yrityksestä on saatavilla relevanttia riski-informaatiota (Linsley & Shrives 2006, 388). Riskeistä tiedottaminen voi auttaa yritystä alentamaan pääoman kustannusta, samalla kun sijoittajat pystyvät paremmin arvioimaan yrityksen riskisyyttä ja markkina-arvoa (Abraham & Cox 2007, 227).

Narratiivinen tiedonanto vuosikertomuksissa on tärkeää sijoittajille, koska sen avulla yrityksen raportoima tieto on käyttökelpoisempaa yrityksen ulkopuolisille sidosryhmille (Miihkinen 2010, 438). Tennysonin, Ingramin ja Duganin (1990) mukaan narratiivinen kerronta vuosikertomuksissa on tärkeä keino kommunikoida suoraan yrityksen sidosryhmille. Vuosikertomukset ovat ensisijaisesti tarkoitettu saamaan aikaan reaktioita lukijoissa eli yrityksen sidosryhmissä ja erityisesti sijoittajissa. Narratiivinen tiedonanto selventää ja perustelee yrityksen antamia kvantitatiivisia tietoja sekä luo näkemyksen yrityksen arvontuottamiskyvystä. Täyttääkseen sidosryhmiensä tiedontarpeet yritykset kiinnittävät yhä enemmän huomiota riskeistä tiedottamiseen, sekä niiden vaikutukseen yrityksen tuleviin tuottoihin. Yrityksen johto pyrkii tiedottamisen avulla vakuuttamaan sidosryhmille, että riskit ja epävarmuustekijät ovat hallinnassa. Tässä tehtävässä ainoastaan riskienhallinta ei riitä, vaan tarvitaan myös tehokasta riskeistä tiedottamista. (Beretta & Bozzolan 2004, 265) Narratiivisella tiedonannolla yritysten vuosikertomuksissa on siis tärkeä ja selventävä tarkoitus toimia informaatiolähteenä yrityksen taloudellisten tietojen käyttäjille (Miihkinen 2012, 438; Balakrishnan ym. 2009, 789; Smith & Taffler 2000, 624).

Myös toimintaympäristön muutos on luonut paineita riskiraportoinnin kehittämiseen. Vuonna 2007 osakemarkkinat romahtivat, mikä sai aikaan maailmanlaajuisen talouden laskusuhdanteen (Miihkinen 2013, 23; Kravet & Muslu 2011; Shiller 2008, 27). Finanssikriisiä seurannut taantuma aiheutti monelle yritykselle epävarmuuden toiminnan jatkuvuudesta. Yrityksillä on tarve vakuuttaa sidosryhmiään yrityksen kyvystä selviytyä vaikeista ajoista, ja samalla saada aikaan luottamus yrityksen toimintaa kohtaan. (Beretta & Bozzolan, 2008, 334). Lisäksi vakavat kirjanpidon ja raportoinnin väärinkäytökset ovat synnyttäneet keskustelua raportoinnin

menettelytavoista. Muun muassa Enronin, WorldComin ja Parmalatin kaltaisten kriisien seuraukset ovat lisänneet paineita raportoinnin laadun parantamiseen. (Beretta & Bozzolan, 2008, 334; KPGM 2005, 14). Markkinat reagoivat tapahtuneisiin skandaaleihin muun muassa kiristyneillä odotuksilla yritysten tiedottamista kohtaan (Hermalin & Weusbach 2012, 195). Julkisten yhtiöiden tiedottamisen merkityksen odotetaan edelleen kasvavan tulevaisuudessa (Beattie ym. 2004, 232).

## 1.2 Aikaisempi tutkimus

Vaikka yritysten riskejä ja riskiraportointia on tutkittu laajasti, riskitiedonantokäytännöt ovat jääneet vähemmälle huomiolle ja tieteellinen tutkimus on tältä alueelta puutteellista. Aikaisemmat tutkimukset ovat keskittyneet suurimmaksi osin tiettyihin näkökulmiin, kuten markkinariskiin suhteessa yrityksen rahoitukseen. (Abraham & Cox 2007, 228; Linsley & Shrives 2006, 387; Beretta & Bozzolan 2004). Riskitiedottaminen on yksi vähiten tutkituista osa-alueista yritysten tiedottamiskäytänteiden tutkimuksessa. Useissa aikaisemmissa tutkimuksissa todetaan, että tätä aihealuetta on tutkittu vasta vähän, ja että tarve lisätutkimukselle on olemassa (Miihkinen 2013; Abraham & Cox 2007; Linsley & Shrives 2006). Suurin osa aihepiirin tieteellisestä tutkimuksesta on keskittynyt vuosikertomusten kvantitatiivisten tietojen tutkimiseen. (Balakrishnan ym. 2009, 789; Linsley & Shrives 2006, 387) Viime vuosina tutkijat ovat kuitenkin osoittaneet kasvavaa kiinnostusta yritysten riskitiedonantoa kohtaan (ks. Dobler ym. 2011, Dobler 2008, Abraham & Cox 2007, Linsley & Shrives 2006, Lajili & Zéghal 2005, Beretta & Bozzolan 2004, Solomon ym. 2000, Roulstone 1999). Sen lisäksi, että aihealueen tutkimus on tähän mennessä ollut vähäistä, on toteutettu tutkimus ollut lähinnä ulkomaista (Miihkinen 2012, 440). Suomalaisia tutkimuksia ovat Miihkinen väitöskirja (2013) vuoden 2006 ja 2007 aineistolla sekä Ylä-Jääsken Pro gradu (2009) vuosien 2007 ja 2008 aineistolla. Uudempaa tutkimusta Suomen tiedottamisolosuhteissa ei vielä ole tehty.

Miihkinen (2013) väitöskirja käsittelee suomalaisten listattujen yhtiöiden riskiraportointia. Sen tavoitteena on tutkia, voidaanko raportointia parantaa riskitiedottamisstandardien ja –suositusten avulla. Miihkinen perustelee tutkimuksen

tarvetta sillä, että aikaisempi tutkimus sääntelyn vaikutuksista riskitiedonannon laatuun on hyvin vähäistä. Aineisto tutkimukseen on kerätty 99 suomalaisesta listayhtiöstä vuosilta 2005 ja 2006, jolloin Kirjanpitolautakunnan yleisohje raportointivaatimuksista astui voimaan. Tutkimuksen toteuttamista varten Miihkinen on kehittänyt riskinformaation riskiluokittelumallin, jota hyödynnetään myös tässä tutkimuksessa. Mallin mukainen riskitiedonannon luokittelu pohjautuu Kilan yleisohjeeseen, ja sitä on laajennettu Linsleyn ja Shrivessin (2006) tutkimuksessa esitetyn viitekehyksen pohjalta. Tutkimuksen perusteella Miihkinen toteaa, että kansallinen riskitiedottamisstandardi lisäsi riskitiedottamisen laatua useilla eri laadun osa-alueilla. Riskiosiot olivat uuden ohjeistuksen myötä laajempia ja tarjosivat tasaisemmin jakautunutta riski-informaatiota eri riskiluokkien välillä. Riskin vaikutusta tulevaisuuden suorituskykyyn kuvaillaan yksityiskohtaisemmin, samoin kuin yrityksen toimenpiteitä riskistä suoriutumiseen. Riskitiedonannon laatuun vaikuttavat väitöskirjan perusteella myös useat erilainsäädännölliset tekijät kuten yrityskoko, kannattavuus, velkaantuneisuus ja hallituksen riippumattomien jäsenten lukumäärä. Miihkinen esittää tulosten pohjalta, että yritysten riskiraportointiin on mahdollista vaikuttaa yksityiskohtaisella kansallisella tiedottamisstandardilla. Hyvin yleisellä tasolla laadittu sääntely ei kuitenkaan välttämättä riitä takaamaan korkealaatuista narratiivista tiedonantoa. Toisessa väitöskirjaan sisältyvässä artikkelissa Miihkinen tutki riskiraportointia ja informaation epäsymmetriaa neljän vuoden ajanjaksolla vuosina 2006–2009. Siinä Miihkinen tutki riskitiedottamisen määrää ja kattavuutta Herfindahlin indeksin avulla. Tulosten mukaan yrityksillä, jotka tarjoavat korkealaatuista riskitietoa, informaation epäsymmetria ja siitä aiheutuvat ongelmat ovat vähäisempiä. Lisäksi sijoittajat edellyttävät enemmän riski-informaatiota riskisemmiltä yrityksiltä. Miihkinen toteaa myös, että tulosten valossa riski-informaatio on hyödyllistä sijoittajille kaikissa markkinaolosuhteissa. Tieto on kuitenkin hyödyllisempää laskevilla ja toipuvilla osakemarkkinoilla kuin nousevilla.

Tutkijoiden käsitykset riskitiedonannon laadusta kuitenkin vaihtelevat. Esimerkiksi Berettan ja Bozzolan (2008) mukaan tiedonannon laatuun vaikuttaa sen määrä sekä sisällön runsaus. Tämän he määrittelevät tiedonannon leveytenä sekä syvyytenä. Beretta ja Bozzolan ovat sitä mieltä, että tiedonannon laatu ei ole yhteydessä tiedonannon määrään, toisin kuin Miihkinen.

Ylä-Jääski (2009) tarkasteli listayhtiöiden riskiraportointia vuosina 2007 ja 2008. Pro gradussa tutkittiin, kuinka laajaa ja kattavaa riskiraportointi on ollut vuonna 2007 ja 2008. Lisäksi Ylä-Jääski tutki, selittävätkö yritys- ja markkinakohtaiset tekijät riskiraportoinnin laajuutta. Kahden vuoden ajanjaksolla riskiraportointi kasvoi sanamääräisesti kaikissa riskiluokissa. Myös kattavuus riskiluokkien välillä parantui. Tulosten mukaan riskiraportoinnin laajuuteen positiivisesti vaikuttivat yrityksen koko, raportoitavien segmenttien määrä, yrityskaupat, velkaantuneisuus ja markkinatilanteen muutos. Näiltä osin tulokset ovat samansuuntaisia Miihkisen tutkimuksen kanssa. Negatiivisesti riskiraportoinnin laajuuteen vaikutti yrityksen kannattavuus. Toimialan riskisyydellä sen sijaan ei ollut vaikutusta raportoinnin laajuuteen. Ylä-Jääskin tutkimus on yksinkertaistetummassa muodossa jatkoa Miihkisen (2013) tutkimukselle. Tutkimuksen merkittävyyttä Ylä-Jääski perusteli erityisesti Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin (2008) päivityksen vaikutuksilla. Päivitetty hallinnointikoodi on kuitenkin astunut voimaan 1.1.2009, joten vaikutukset ovat selkeämmin nähtävissä vasta vuodesta 2009 eteenpäin.

Ulkomaisista tutkijoista muun muassa Linsley ja Shrides (2006) ovat tutkineet yritysten riskitiedonantokäytäntöjä. He perustelevat tutkimuksen tarvetta sillä, että vaikka riskiä ja riskienhallintaa on jo tutkittu laajasti, ovat riskitiedonantokäytännöt jääneet vähemmälle huomiolle. Aineistona tutkijat käyttivät 79 englantilaisen yrityksen vuosikertomuksia vuodelta 2000. Tutkimuksen tulosten mukaan yrityksen koko vaikuttaa riskitiedottamisen määrään. Sen sijaan velkaantumisaste, P/B -luku ja betakerroin eivät vaikuta riskitiedottamisen määrään. Velkaantumisen osalta tulokset eroavat Miihkisen ja Ylä-Jääskin tuloksista; heidän tutkimustensa pohjalta velkaantuminen vaikuttaa yrityksen riskitiedonannon määrään. Linsleyn ja Shridesin mukaan riskinarratiivit ovat edelleen epäjohdonmukaisia, mistä johtuen yritysten sidosryhmät eivät kykene riittävästi arvioimaan yritysten riskisyyttä.

Linsleyn ja Shridesin (2006) tapaan useat riskitiedonannon tutkimukset, kuten Beretta ja Bozzolan (2008 ja 2004), Abraham ja Cox (2007), Linsley ja Lawrence (2007), Lajili ja Zéghal (2005), Beattie, McInnes ja Fearnley (2004) ja Solomon ym. (2000), on toteutettu sisällönanalyysillä, joka on yleisin riskitiedonannon tutkimisessa käytetty menetelmä.



Useat tutkijat (esim. Abraham & Cox 2007, Linsley & Shrides 2006, Beretta & Bozzolan 2004) ovat kuitenkin tutkineet yritysten riskiraportointia vain yhden vuoden aineistolla tai vertailleet kahta vuotta, joiden välillä on tapahtunut muutoksia esimerkiksi sääntelyssä tai markkinatilanteessa (esim. Miihkinen 2012 ja Ylä-Jääski 2009). Useamman vuoden aineistoa ovat käyttäneet Kravet ja Muslu (2013) sekä Miihkinen (2013). Esimerkiksi Miihkisen tutkimus kattoi neljän vuoden ajanjakson vuosina 2006–2009, jolloin aineistoa kertyi niin nousevilta kuin laskeviltakin markkinoilta. Pidemmän ajanjakson tutkimuksia ovat toteuttaneet myös Kravet ja Muslu (2013) ja Li (2006). Kravetin ja Muslun (2013) tutkimuksen aineisto koostui SEC:in mukaisista vuosikertomuksista vuosilta 1994–2007. Tutkimuksen mukaan riskitiedonannon määrän kasvaminen on yhteydessä osakkeen tuoton volatiliteettiin ja osakekaupan kiihtymiseen. Lin (2006) tutkimus on pisimmällä ajanjaksolla toteutettu riskitiedonannon tutkimus. 12 vuoden ajanjaksolta, vuosilta 1995–2005, kerätystä aineistosta tutkittiin riskitiedonannon muutoksen ja tulevaisuuden tuottojen välistä suhdetta. Tulosten mukaan voimakkaampi riskin painottaminen vuosikertomuksessa on yhteydessä pienempiin tulevaisuuden tuottoihin.

### **1.3 Tutkimuksen tavoite ja keskeiset rajaukset**

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tutkia Helsingin pörssissä listattujen teollisuustuotteet ja -palvelut toimialalla toimivien yritysten narratiivista riskitiedonantoa vuosikertomuksissa vuosina 2007–2012. Ensimmäinen tavoite on tutkia, kuinka tiedottamisen määrä ja kattavuus on vaihdellut ja muuttunut kuuden vuoden ajanjaksolla. Useamman vuoden kattavaa toimialakohtaista tutkimusta Suomessa ei ole aikaisemmin toteutettu. Toisena tavoitteena on tutkia, kuinka yritysکوhtaiset tekijät vaikuttavat yritysten riskitiedonannon määrään. Aikaisempi tutkimus yritysکوhtaisten tekijöiden vaikutuksesta on tuottanut vaihtelevia ja ajoittain ristiriitaisia tuloksia (Miihkinen 2013; Linsley & Shrides 2006; Lajili & Zéghal 2005; Beretta & Bozzolan 2004; Beattie ym. 2004) Tutkimuksen lähtökohtana on sijoittajanäkökulma, koska sijoittajia pidetään yrityksen tiedonannon ensisijaisena käyttäjäryhmänä (Solomon J., Solomon A., Norton & Joseph 2000, 454).

Ensimmäisenä tutkimuskohteena on riskiraportoinnin määrä ja sen kattavuus vuosina 2007–2012. Oletuksena on, että riskiraportoinnin määrä vaihtelee vuosien välillä. Sääntelyllä oletetaan olevan vaikutusta yritysten riskitiedonannon määrään (Miihkinen 2012). Kirjanpitolautakunnan yleisohje (2006) on ollut voimassa koko tarkasteltavan ajanjakson, ja Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi vuodesta 2009. Tutkimuksen ajankohdan vuoksi tuloksista käy selville erityisesti päivitetyn hallinnointikoodin vaikutukset riskitiedottamiseen. Pelkkä tiedonannon määrän tutkiminen ei mahdollista riskitiedonannon laadun arvioimista, vaikka määrää on usein käytetty laadun mittarina (Beretta & Bozzolan 2008, 333; Linsley & Shrivess 2006, 393). Määrän lisäksi tulee tutkia tiedonannon kattavuutta. Tässä tutkimuksessa tutkitaan siitä johtuen myös minkälaista tietoa yritykset raportoivat riskeistään, eli kuinka kattavasti yritykset antavat tietoja riskeistään. Määrän ja kattavuuden tutkimiseksi riskitiedonannot jaetaan Miihkisen (2012) esittämän riskiluokittelun perusteella viiteen pääriskiluokkaan. Luokittelu perustuu KILA:n yleisohjeen (2006) mukaisesti liiketoimintaan liittyviin riskeihin eli strategisiin ja operatiivisiin riskeihin sekä rahoitus- ja vahinkoriskeihin ja riskienhallintaan. Luokittelun avulla voidaan tutkia riskitiedonannon määrää eri luokissa, sekä riskitiedonannon tasapuolista jakautumista eri riskiluokkien välillä. Miihkisen (2012, 442) mukaan korkealaatuinen riskiraportointi pitää sisällään kvantitatiivista ja kvalitatiivista tietoa sekä tiedottamista kaikista riskiluokista. Lisäksi KILA:n yleisohjeessa (2006) korostetaan, että yksi ohjeistuksen päätavoitteista on riskitiedonannon laaja kattavuus.

Tutkimuksen toisena tavoitteena on tutkia, vaikuttavatko yrityskohtaiset tekijät riskitiedonannon määrään. Riskitiedonannon määrää kuuden vuoden ajanjaksolla verrataan neljään yrityskohtaiseen tekijään: kokoon, velkaantuneisuuteen, riskisyyteen, kannattavuuteen ja markkinatilanteeseen. Nämä muuttujat on valittu Alsaed (2006) esittämän luokittelun pohjalta, johon kuuluvat yrityksen rakenteeseen (koko, velkaantuneisuus), markkinoihin (riskisyys, markkinatilanne) sekä suorituskykyyn (kannattavuus) liittyvät tekijät. Muun muassa Shaw (2005) ja Lajili ja Zéghal (2005) ovat käyttäneet näitä tekijöitä tutkiessaan tiedottamisen laatua.

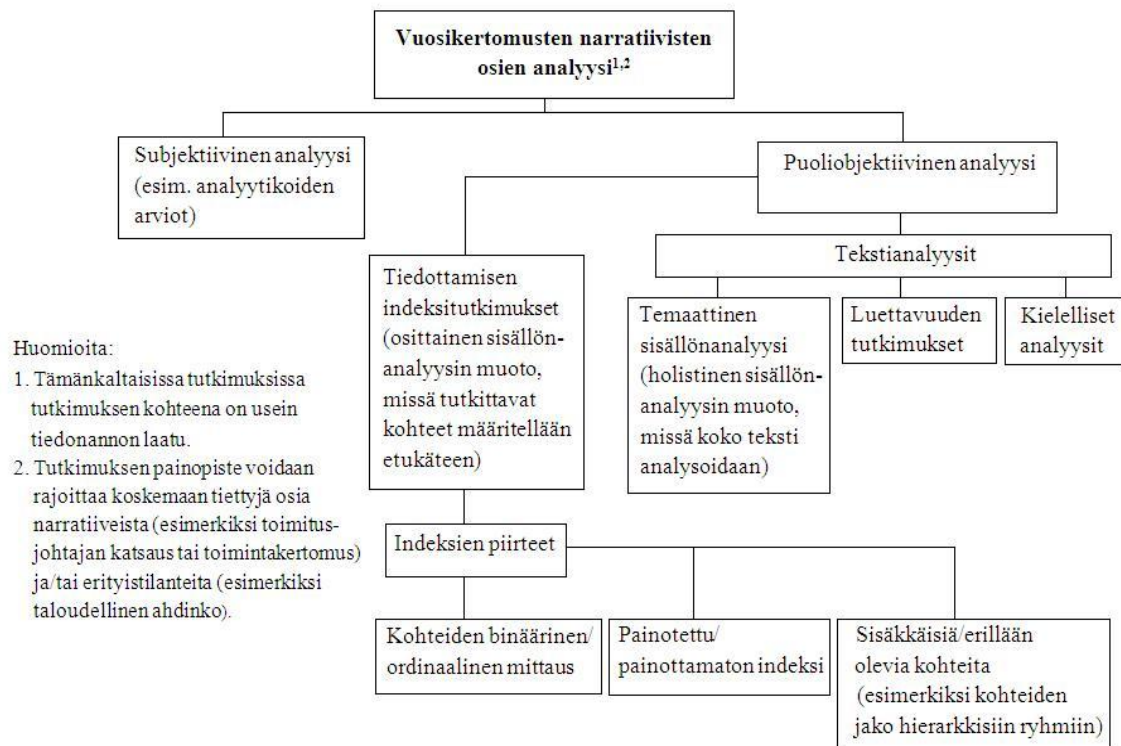
Tämän tutkimuksen tavoitteet voidaan edellä esitetyn perusteella esittää kahden tutkimuskysymyksen muodossa:

1. Onko yritysten riskitiedonannon määrässä ja kattavuudessa tapahtunut muutoksia vuosina 2007–2012?
2. Onko yrityskohtaisilla tekijöillä vaikutusta yrityksen riskitiedonannon määrään?

Tutkimuksessa tarkastellaan ainoastaan yhden toimialan pörssilistattuja yrityksiä, koska toimialakohtaista tutkimusta yritysten riskitiedonannosta ei ole aikaisemmin Suomessa tehty. Teollisuustuotteet ja –palvelut toimialalla toimivista yrityksistä tutkimukseen otettiin mukaan 21 yritystä, eli aineisto koostuu kuuden vuoden ajanjaksolla 126 yritysvuodesta. Siten aineisto ei muodostunut liian laajaksi sisällönanalyysin toteuttamista varten, mutta riittäväksi regressioanalyysin toteuttamiseen. Linsley ja Shrives (2006, 400) mainitsevat toimialakohtaisen riskitiedonannon tutkimuksen olevan puutteellista, mutta yhä tärkeämpää markkinoiden muuttumisen myötä. Yrityskohtaisiksi tekijöiksi on rajautunut tässä tutkimuksessa edellä esiteltyt viisi muuttujaa, koska tarkasteltaessa riskitiedonantoa toimialakohtaisesti ei muita markkinoihin liittyviä tekijöitä, kuten toimialojen välisiä eroja, ole tarpeen tarkastella. Miihkisen (2013) mukaan riskitiedonannon laatuun vaikuttaa tiedonannon määrä, kattavuus ja semanttiset ominaisuudet. Tässä tutkimuksessa keskitytään ainoastaan määrään ja kattavuuden tutkimiseen. Siten tutkimuksen luotettavuus pysyy parempana, koska semanttisten ominaisuuksien tutkiminen vaatii enemmän subjektiivista päättelyä kuin määrän ja kattavuuden tutkiminen. Lisäksi tämän rajauksen avulla tutkimukseen analyysiosuus ei muodostu liian laajaksi pro gradu –tutkielman tavoitteisiin nähden. Linsleytä ja Shrivesiä (2006, 393) mukaillen tämän tutkimuksen tarkoitus ei ole käyttää sisällönanalyysiä riskitiedonannon laadun arvioimiseksi, vaan tarkoituksena on enemmänkin ”selvittää riskitiedonannon luonnetta ja testata asetettuja hypoteeseja”.

## 1.4 Tutkimusmetodologia

Narratiivisten vuosikertomusten tutkimuksessa on käytetty erilaisia lähestymistapoja tutkimusmetodologian osalta. Lähestymistavat jaetaan kahteen luokkaan: subjektiivisiin ja puoliobjektiivisiin (Kuvio 1). (Beattie ym. 2004, 208)



**Kuvio 1** Lähestymistapoja vuosikertomuksien narratiivisten osien analyysiin (Beattie ym. 2004, 209).

Subjektiiiviset, analyytikoiden tekemät arviot saattavat olla vääristyneitä, mikä aiheutuu analyytikoiden erilaisista tarkoituseristä. Niiden avulla voidaan kuitenkin luoda merkityksellistä uutta tietoa taloudellisen raportoinnin lisäksi. (Healy & Palepu 2001, 406) Puoliobjektiivisiin analyyseihin kuuluvat indeksitutkimukset ja tekstianalyysit. Tekstianalyyseissä analysoidaan koko tutkittavaa tekstiä. Tiedottamisen indeksitutkimuksissa hyödynnetään luokittelua, jonka avulla joko tiedon esiintyminen tai puuttuminen kirjataan ylös, ja analyysi toteutetaan luokitellun aineiston pohjalta. Tässä tutkimuksessa käytettävä sisällönanalyysi pohjautuu indeksitutkimuksien yleisille periaatteille. Sisällönanalyysi on yleisesti käytetty tutkimusmetodi yhteiskuntatieteissä,

ja sen tarkoituksena on luokitella tekstiyksiköitä kategorioihin. Sen käyttö on lisääntynyt erityisesti raportoinnin tutkimuksissa (Beattie ym. 2004). Sisällönanalyysi on myös yritysten vuosikertomusten narratiivisten osien tutkimuksessa yleisesti käytetty metodi. Sitä ovat käyttäneet muun muassa Miihkinen (2010), Amran, Bin ja Hassan (2009), Deumes (2008), Abraham ja Cox (2007), Linsley ja Shrivies (2006) ja Beretta ja Bozzolan (2004). Myös tämän tutkimuksen tutkimusmetodiksi on valittu sisällönanalyysi, koska se sopii tutkimuksen tavoitteisiin ja seuraa siten aikaisempaa riskiraportoinnin tutkimusta. Toisen tutkimusongelma osalta hypoteesien testaus toteutetaan aikaisempien tutkimusten mukaisesti OLS-regressioanalyysin avulla.

## **1.5 Tutkimuksen rakenne**

Tutkimuksen toinen luku muodostaa tutkimuksen teoreettisen osuuden. Ensin esitellään informaation käsite ja yleisesti tiedonantoa rahoitusmarkkinoilla. Tämä johdattaa markkinoilla vallitsevaan epätäydellisen informaation ongelmaan ja siitä aiheutuvien seurauksien esittämiseen. Epätäydellinen informaatio johtaa markkinoilla agenttiongelmiin syntyminen, joka esitellään omana alalukunaan. Kun näin muodostettu yleinen teoreettinen viitekehys on esitelty, syvennyttään yritysten riskitiedonantoon. Ensin on aiheellista määrittellä käsite riski, joka muodostaa oman alalukunsa. Teoreettisen viitekehysten viimeinen alaluku keskittyy riskitiedonannon sääntelyn käsittelyyn, mikä on hyvin olennainen osa tutkimuksen tulosten analysointia.

Viides, kuudes ja seitsemäs luku muodostavat tutkimuksen empiirisen osion. Viidennessä luvussa esitellään aikaisemman teorian pohjalta muodostetut tutkimushypoteesit. Kuudes luku sisältää aineiston esittelyn, sen keräämiseen liittyvät vaiheet ja tutkimusmenetelmien esittelyn. Luku sisältää myös regressiomallin ja sen muuttujien määrittelyn. Seitsemäs luku sisältää tutkimuksen tulokset. Tämä luku vastaa molempiin tutkimusongelmiin hyödyntäen kuvailevaa tilastotietoa sekä OLS-regressioanalyysiä. Viimeinen eli kahdeksas luku sisältää yhteenvedon tutkimuksen tuloksista. Myös tutkimuksen rajoitteita käsitellään tässä luvussa sisältäen tutkimuksen validiteetin ja reliabiliteetin arvioinnin. Viimeisenä esitellään mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

## **2 TUTKIMUKSEN TEOREETTINEN OSUUS**

### **2.1 Informaatio ja tiedonanto rahoitusmarkkinoilla**

Informaation välittäminen on välttämätöntä osakemarkkinoiden toiminnalle (Shaw 2003, 1043). Informaatiolla tarkoitetaan dataa, joka on liitetty asiayhteyteen ja näin ollen saanut merkityksen. Data on jonkin asian symbolinen kuvaus. Tämän lähestymistavan mukaan informaatio kuvaa, millainen ilmiö on, mutta tieto kertoo sen toiminnasta. Luku itsessään voi pysyä samana, mutta sen merkitys riippuu muusta olemassa olevasta informaatiosta ja ajankohdasta, sekä tiedosta joka sen lukijalla on yrityksen toiminnasta ja laskentatoimesta. Vain merkityksellinen informaatio voi mahdollistaa tarkoituksellisen toiminnan informaation perusteella. Informaation laatu on tästä johtuen sidoksissa informaation merkitykseen. (Lillrank 2003)

Taloudellinen raportointi ja tiedonanto ovat tärkeitä keinoja kommunikoida sijoittajille yrityksen toiminnasta ja hallinnosta (Healy & Palepu 2001, 405). Yrityksen tiedottamisen tavoitteena on informaation antaminen, suhteiden ylläpito ja vahvistaminen sekä keskustelun luominen (Kortetjärvi-Nurmi, Kuronen & Ollikainen 2011, 142). Grahamin, Harveyn ja Rajgopalin (2005, 5) mukaan yritykset välittävät sijoittajille informaatiota luodakseen toiminnastaan selkeämmän ja ymmärrettävämmän kuvan. Tiedonannon merkitystä ei voi olla liikaa korostamatta, koska yritysten toiminnan ennustettavuus on tärkeää sijoittajille (Graham ym. 2005, 54). Yritysten päämääränä on tarjota tehokas määrä tietoa sijoittajille, eli se määrä, joka on optimaalisin ottaen samalla huomioon tiedonannon kustannukset ja hyödyt (Healy & Palepu 2001, 411).

Korkealaatuisella tiedonannolla tarkoitetaan tietoa, joka täyttää tiedon käyttäjän tiedontarpeet. Tämän näkökulman ongelma on, että sijoittajat eivät etukäteen pysty määrittelemään tietoa, jonka he haluavat saada. (Lillrank 2003, 691) Beretta ja Bozzolan (2008, 371) tutkimuksen lähtökohtana on yleinen käsitys, jonka mukaan korkealaatuisena informaationa pidetään tietoa, joka on käyttökelpoista sijoittajan taloudellisessa päätöksenteossa. Tutkimusten tulosten pohjalta he määrittelevät informaation piirteiden olevan yhteydessä informaation laatuun, jolloin tiedonanto voi

toimia tukena tulevaisuuden ennustamisessa. Tämän näkökulman mukaan tiedonanto on laadukasta, jos se johtaa tarkempiin arvioihin tulevaisuuden tuloksesta. (Beretta & Bozzolan 2008) Coren (2001, 448) mukaan yritykset, joiden tiedonannon laatu on korkeampi, salaavat vähemmän tietoa yrityksen ulkopuolisilta sidosryhmiltä.

Yritykset tarjoavat tietoa säännellyillä taloudellisilla raporteilla, joihin kuuluu esimerkiksi tilinpäätös liitetietoineen. Yritys voi antaa tietoa toiminnastaan myös vapaaehtoisesti muun muassa lehdistötiedotteilla tai Internet-sivuilla. Lisäksi tiedottamista tapahtuu kolmansien osapuolien kautta, kuten analyytikoiden tai alan asiantuntijoiden ja lehdistön kautta. (Healy & Palepu 2001, 406)

Vuosikertomus on yksi tärkeä tiedonannon väline. Se on virallinen ja julkinen dokumentti, jonka pörssiyritykset julkaisevat raportoinnin edellyttämien vaatimusten mukaisesti sidosryhmien tiedontarpeiden tyydyttämiseksi. Tämän pakottavan tehtävän lisäksi vuosikertomuksen tarkoitus on luoda läpinäkyvyyttä ja luoda tavoiteltua kuvaa organisaatiosta. Vuosikertomus on johdon keino kommunikoida asiakkaille, osakkeenomistajille, työntekijöille, tavarantoimittajille, medialle ja viranomaisille. Näiden lisäksi vuosikertomuksen avulla pyritään välittämään viestiä yrityksen periaatteista ja persoonallisuudesta. Sen avulla luodaan tärkeää yrityskuvaa julkisuuteen (Breton 2009). Breton (2009, 189) määrittelee vuosikertomuksen seuraavasti: ”vuosikertomuksen tavoitteena on kommunikoida ymmärrettävällä tavalla ajankohtaista, luotettavaa ja merkityksellistä informaatiota yrityksen menneistä, nykyisistä ja tulevista toimista”.

Vuosikertomus käsittää kvantitatiivista tietoa, narratiiveja, kuvia ja kuvaajia. Narratiivien osuus on kasvanut viime vuosikymmenien aikana, ja ne muodostavat olennaisen osan yrityksen tiedottamisesta. Narratiiveja pidetään kuitenkin myös mahdollisesti puolueellisina, ja niiden avulla yrityksen johto voi pyrkiä antamaan liian myönteisen kuvan yrityksen toiminnasta. (Stanton & Stanton 2002, 478) Vuosikertomuksen narratiivisten osien avulla yritys pyrkii kommunikoimaan informaatiota johdon rehellisyydestä ja luotettavuudesta sekä yrityksen taloudellisesta asemasta (Santema Hoekert, Van de Rijdt & Van Oijen ym. 2005, 354) Aikaisemmissa tutkimuksissa on todettu, että vuosikertomuksen narratiivisilla osilla on suurin

vaikutusvalta yrityksen sidosryhmiin. Vuosikertomuksen käyttäjät ovat erityisesti kiinnostuneita tiedoista, jotka auttavat heitä arvioimaan tulevaisuuden tuottoja. (Padia & Yasseen 2011, 27; Flöstrand & Ström 2006, 582; Santema ym. 2005, 353).

### **2.1.1 Epätäydellisen informaation ongelma**

Informaation epäsymmetrialla tarkoitetaan tilannetta, jossa sijoittajilla ja yrityksen johdolla ei ole yhtä laadukasta tai tarkkaa tietoa yrityksen tulevasta kannattavuudesta (Lambert, Leuz & Verrecchia 2012, 3). Informaatio-ongelma syntyy epätasapainosta johdon ja sijoittajien tietojen välillä. Yrityksen johdolla on yleensä enemmän tietoa liiketoimiensa arvosta kuin sijoittajalla. Tästä johtuen sijoittajat kohtaavat informaatio-ongelman sijoittaessaan varoja yritykseen. (Healy & Palepu 2001, 407) Armstrong, Guay ja Weber (2010, 183) esittävät, että aikaisemman tutkimuksen pohjalta parhaiten informoituina pidetään yrityksen johtoa, jonka jälkeen tulevat yrityksen ulkopuolelta tulevat hallituksen jäsenet, ja kolmantena osakkeenomistajat. Elliottin ja Elliottin (2008, 4) mukaan yrityksen omistajat ovat oikeutettuja vain rajoitettuun määrään informaatiota. Tilinpäätöksen avulla he saavat tietoa yrityksen tuloksesta ja toiminnasta, mutta eivät pääse tutkimaan esimerkiksi budjetoituja myyntejä ja kustannuksia. Omistajat ja muut sidosryhmät haluaisivat saada enemmän tietoa yrityksestä kuin mitä johtajat ovat valmiita tarjoamaan. Lisäksi omistajat voivat haluta laadukkaampaa tietoa kuin mitä johtajat tarjoavat, eli tarkempia perusteluita tehdyille päätöksille ja arvioille. Epäselvä tiedonanto yrityksen toimista voi vaikuttaa yrityksen markkina-arvoa laskevasti, joten tiedottamalla luotettavaa ja tarkkaa informaatiota yritykset voivat pienentää tätä niin kutsuttua informaatoriskiä. Tiedottamalla tulevista ja toteutuneista riskeistä yritysten tavoitteena on kasvattaa luottamusta markkinoilla ja välttää mahdollisia riitoja. (Graham ym. 2005, 54) Riski-informaation epäsymmetria voi saada aikaan monenlaisia vaikutuksia. Näitä ovat muun muassa korkeat transaktiokustannukset, markkinoiden kaventuminen, alhaiset voitot kaupankäynnistä ja kannattamattomat sijoitukset suojattomille piensijoittajille. (Miihkinen 2013, 58)

Sijoittajan on vaikea erottaa hyvä tieto huonosta. Sijoittajat pyrkivät kuitenkin arviomaan, kuinka luotettavaa yrityksen tiedonanto on. (Leland & Pyle, 1977)



Epätasaisesti jakaantunut tieto voi johtaa heikosti toimiviin pääomamarkkinoihin, kun sijoittajat eivät saa tarvitsemaansa tietoa päätöksenteon tueksi, tai saavat puutteellista tai väärää tietoa (Healy & Palepu 2001, 407). Lillrank (2003, 691) esittää, että tiedonannon laatua heikentävät erityisesti heikko, vaillinainen ja puuttuva tieto. Sijoittajat pyrkivät suojautumaan hajauttamalla sijoituksia kun yritykset pidättävät itsellään hyödyllistä informaatiota. Toisaalta Miihkisen (2013, 37) mukaan korkea informaation epäsymmetria vähentää sijoittajien innokkuutta myydä tai ostaa osakkeita markkinoilla. Informaation epäsymmetrian kasvaessa yrityksen osakkeen likviditeetti heikkenee, koska yritykset, jotka eivät vapaaehtoisesti tiedota toiminnastaan, saattavat pitää itsellään sijoittajille tarpeellista tietoa (Leuz 2003, 452). Beyerin (2010, 313) mukaan yrityksen johto pyrkii vapaaehtoisesti tiedottamaan hyviä uutisia ja salaamaan huonoja, kun johdolla on sisäistä tietoa yrityksen toiminnasta. Koska riskeistä tiedotettaessa on tarkoitus välittää informaatiota, joka koskee myös yrityksen kannalta epäsuotuisia riskejä ja epävarmuuksia, on järkeenkäypää että johtajat pyrkivät välttämään niiden esille tuomista. Sen sijaan johto saattaa suosia epämääräistä tiedottamista, eli tiedonantoa yleisluontoisista riskeistä kuten mahdollisista hankaluuksista toimittajien tai asiakkaiden kanssa, tai markkinavaihtelujen, terrorismin ynnä muiden mahdollisuudesta. (Campbell, Chen, Dhaliwal, Lu & Steele 2012, 7) Informaation epäsymmetria käy kalliiksi yrityksille, koska sijoittajat mukauttavat osakkeiden hintoja kompensoidakseen epälikvideistä markkinoista johtuvia haittoja (Leuz 2003, 452). Armstrongin ym. (2010) mukaan informaatio-ongelmat voivat myös vähentää hallituksen tehokkuutta, jos yrityksen johtajat eivät tarjoa heille riittävää informaatiota päätöksenteon tueksi. Myös hallitus tarvitsee korkealaatuista informaatiota suoriutuakseen tehokkaasti valvonta- ja neuvontatehtävistään.

Hermalinin ja Weisbachin (2012, 195) mukaan jotkut näkökulmat puoltavat väitettä, että tiedonanto kasvattaa yrityksen arvoa. Tämän näkökulman mukaan pienempi informaation epäsymmetria pienentää samalla myös yrityksen pääoman kustannusta (Graham ym. 2005, 53). Artikkelissaan Hermalin ja Weisbach (2012) kuitenkin kyseenalaistavat tämän näkemyksen. Jos tiedonannon lisääminen automaattisesti kasvattaisi yrityksen arvoa, miksi yritykset eivät silti ole päätyneet yleisesti avoimempiin tiedonantokäytäntöihin? Yhtenä selittävänä tekijänä voivat olla kustannukset, joita syntyy tiedonannon kasvamisesta. Lisäksi tiedonannon lisääminen

tarjoaa tärkeää informaatiota myös markkinoilla oleville kilpailijoille, mistä voi olla haittaa yrityksen omalle liiketoiminnalle. Toisaalta yrityksen omistajien ja hallituksen mahdollisuudet tarkkailla johtajien toimintaa paranevat. Hermalin ja Weisbach (2012, 196) esittävät, että parantuneet tarkkailumahdollisuudet tiedonannon lisäämisen myötä eivät välttämättä johda haluttuihin lopputuloksiin. Yrityksen johto saattaa toimia yrityksen arvoa vähentävillä tavoilla, jolloin liiketoiminnan strategiset tavoitteet näyttävät helpommin saavutettavilta ja tuottavat näin ollen johdolle enemmän etua. Tällaiset toimintamallit johtavat agenttiongelmien lisääntymiseen (ks. kappale 2.1.2). Tietyllä tasolla tiedonannon lisääminen saattaa siis vaikuttaa yrityksen arvoa laskevasti.

Informaation epäsymmetria on Healyn ja Palepun (2001) mukaan sitä pienempi, mitä enemmän yritys tiedottaa toiminnastaan ja toimintaan sisältyvistä riskeistä. Tiedonannon määrän lisääminen voi ensinnäkin kasvattaa osakepääoman markkina-arvoa. Toiseksi pääoman kustannus voi pienentyä, niin kuin edellä jo esitettiin. Kolmanneksi suurempi määrä tietoa yritysten toimista lisää analyytikoiden kiinnostusta yrityksen toimintaa kohtaan. (Healy & Palepu 2001, 429) Kravet ja Muslu (2012) tarkentavat, että riskitiedonannon määrän lisääminen kasvattaa osakkeen tuoton volatilitteettia sekä lisää kaupankäyntiä osakkeella. Myös Campbell ym. (2012, 9) toteavat tiedonannon määrän lisäämisen pienentävän informaation epäsymmetriaa, mikä parantaa osakkeen likviditeettiä. Likvisyyden paraneminen voi puolestaan johtaa edullisempaan pääoman kustannukseen. Tiedottamisen tarkkuuden lisääminen voi vähentää informaation epäsymmetrian todennäköisyyttä, ja parantaa siten osakkeen likviditeettiä (Leuz 2003, 452). Tällaisessa tilanteessa sijoittajat voivat olla suhteellisen luottavaisia, että osakekaupat toteutuvat käypään hintaan (Campbell ym. 2012). McLaughlinin ja Safiedinnen (2008, 59) mukaan yksi ratkaisu informaation epäsymmetrian pienentämiseen on huolellinen sopimusten laatiminen yrityksen johdon ja sijoittajien välille.

Coren (2001, 442) mukaan yrityksen omistajat pyrkivät optimoimaan yrityksen tiedottamiskäytännöt, corporate governancen ja johdon kannustimet maksimoidakseen yrityksen arvon. Täydellinen tiedonanto ei kuitenkaan ole tarkoituksenmukaista, koska se on liian kallista. Tästä johtuen optimaalinen tiedon jakautuminen sijoittajien ja johdon välillä ei tarkoita, että molemmilla osapuolilla olisi täysin samat tiedot

yrityksestä. Optimaaliset tiedottamiskäytännöt sallivat siten tietyn määrän vääristymää johdon ja sijoittajien tietojen välillä.

Yksi keino informaation epäsymmetrian pienentämiseksi on tiedottamisen sääntely (Healy & Palepu 2001, 408; Leuz 2003, 446). Beyerin, Coheinin, Lysin ja Waltherin (2010, 297) mukaan tiedottamisen sääntelylle on kaksi syytä. Ensinnäkin tiedonannon luotettavuus kärsii, jos yrityksen johdon ja omistajien kannustimet eivät ole samansuuntaisia. Tämänkaltaisessa tilanteessa sääntelyn avulla pystytään vaikuttamaan osapuolten väliseen luotettavuuteen. Lisäksi julkinen tiedonanto kuten tiedottaminen vuosikertomuksissa voi johtaa vapaamatkustajaongelmiin. Johdolla ei silloin ole välttämättä riittäviä kannustimia julkaista tietoa, vaikka se olisikin yleisen edun mukaista. Myös tämänkaltaisissa tilanteissa tiedonannon sääntely voi olla kannattavaa.

Johdolla on tarkempaa tietoa yrityksen tulevaisuuden suorituskyvystä kuin sijoittajilla. Yrityksen johdon tiedottamispäätökset välittävät tietoa sijoittajille yrityksen liiketoiminnan muutoksista, jos yrityksen kirjanpitoa, tilintarkastusta ja raportointia koskevat säädökset ovat riittävät. Siksi sääntelyllä on vaikutusta välitettävään informaatioon ja tiedonantoon. Jos sääntely on vaillinaista, johtajat voivat valikoida, mitä asioita tiedottavat yrityksen suorituskyvystä ja mitä eivät. Näihin valintoihin vaikuttavat muun muassa sopimusneuvottelut, poliittiset syyt ja yrityksen corporate governance -käytännöt. Motiivit tiedonannon taustalla voivat siten vaihdella. (Healy & Palepu 2001, 420) Täydellisillä markkinoilla informaation epäsymmetriaa ei ole, eikä siitä johtuen myöskään tarvetta yrityksen taloudellisen tiedonannon sääntelyyn. Täydellisillä markkinoilla yritykset tuovat sijoittajille esiin kaiken yksityisen eli yrityksen sisäisen tiedon. (Miihkinen 2013, 11)

### **2.1.2 Agenttiteoria**

Miihkinen (2013, 28) mukaan informaation epäsymmetria aiheuttaa yrityksessä agenttiongelmia. Yrityksen sijoittajat eivät itse johda omistamaansa yritystä, vaan vastuu yrityksen johtamisesta on siirretty johtajille (Healy & Palepu 2001, 409). Yritysten johtajien erottaminen ulkopuolisista sijoittajista saa aikaan eturistiriidan johdon ja sidosryhmien välille. (Bushman & Smith 2001, 238) Sekä yrityksen johto että

yrittäjien omistajat pyrkivät tekemään oman etunsa mukaisia päätöksiä, ja nämä edut voivat olla ristiriidassa keskenään. Tästä syntyy agenttiongelman näiden välillä. (Healy & Palepu 2001)

Jensen ja Meckling (1976, 5) näkevät agenttisuhteen sopimuksena, jonka pohjalta agentti valtuutetaan toimimaan toisen henkilön tai toisten henkilöiden puolesta. Suhteen tarkoituksena on siirtää päätöksentekovaltaa valtuuttajalta eli päämieheltä agentille. Agentin toiminta ei aina ole päämiehen etujen mukaista, jos molemmat osapuolet pyrkivät maksimoimaan oman hyötynsä. Päämies voi pyrkiä rajoittamaan omien etujensa vastaista toimintaa luomalla kannustimia, joiden avulla agentin toiminta lähestyisi päämiehen etujen mukaista toimintaa.

Jensenin ja Mecklingin (1976, 6) mukaan agenttikustannukset muodostuvat kolmesta tekijästä: päämiehen valvontakustannuksista, agentin sitoutumiskustannuksista ja jäännöskustannuksista, joita syntyy kun agentin päätökset eivät ole päämiehen parhaan edun mukaisia. Valvontakustannuksiin voi kuulua muun muassa budjettirajoituksista ja sopimuksista aiheutuvia kustannuksia sekä korvauksia. Useimmiten täydellinen valvonta on kuitenkin joko mahdotonta tai kohtuuttoman kallista (Holmström 1979, 74). Sitouttamiskustannuksia voi syntyä, kun agentit sitoutetaan välttämään päämiestä kohtaan haitallisia toimia, tai kun agentit joutuvat korvausvastuuseen päämiehelle haitallisten toimien toteuttamisesta. Jäännöskustannuksilla viitataan tilanteeseen, jossa päämiehen edunmukainen toiminta vähenee verrattuna aikaisempaan toimintaan. Jäännöskustannuksilla tarkoitetaan tämänkaltaisessa tilanteessa agentin tekemien päätösten tuottaman hyödyn ja päämiehen parhaan edun mukaisten päätösten tuottaman hyödyn erotusta.

Agenttiongelman vaikutuksia voidaan kuitenkin pyrkiä minimoimaan. Optimaaliset sopimukset palkkauksesta ovat tärkeitä, jotta johtajien päämäärät olisivat samansuuntaisia sijoittajien päämäärien kanssa. Optimaalisen palkkauksen edellytyksenä on merkityksellisen tiedon välittäminen omistajille, jotta he pystyvät seuraamaan, onko johto toiminut toivotulla tavalla. Toinen keino agenttikustannusten minimoimiseksi on hallituksen toiminnan tehostaminen. Hallituksen tehtävänä on seurata johtajia ja pitää heidän toimintansa järjestyksessä omistajien puolesta.

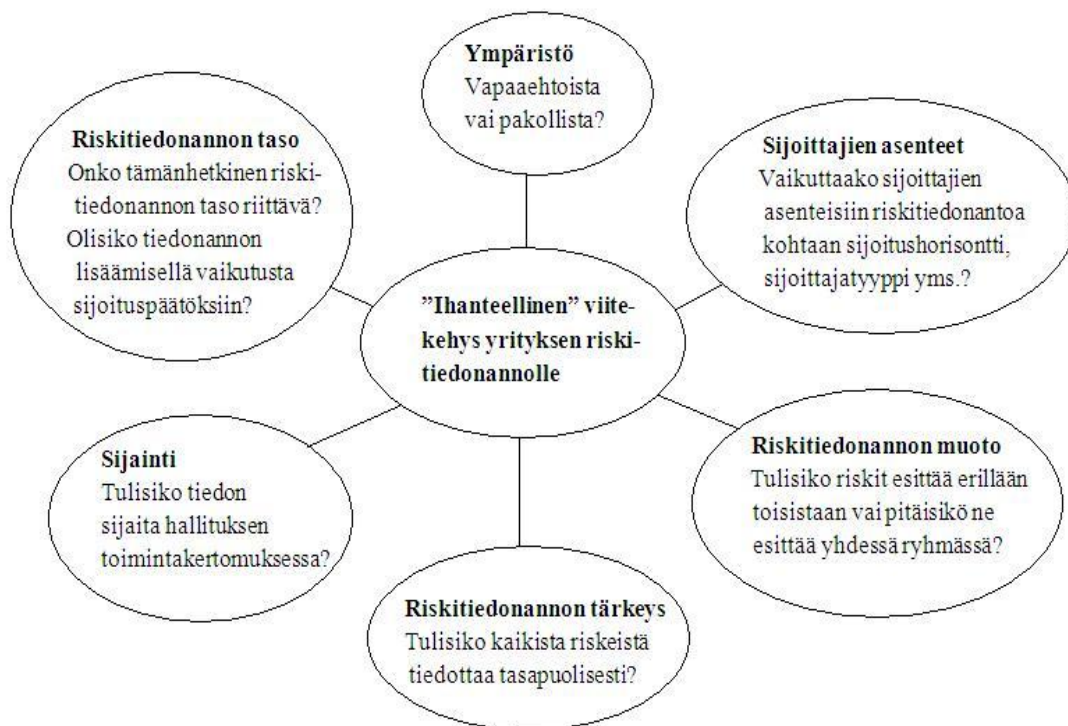
Kolmantena agenttiongelman vaikutuksia vähentävänä tekijänä voidaan nähdä analyytikoiden ja luottoluokittajien toiminta. He seuraavat osaltaan yritysten toimia ja tuottavat tietoa yritysten toiminnasta, ja voivat siten paljastaa tilanteita, joissa johto käyttää väärin yrityksen resursseja. Lisäksi yritysten toiminnan seuranta vähentää kuilua johdon ja sijoittajien tavoitteiden välillä. (Healy & Palepu 2001, 410) Armstrongin ym. (2010) mukaan osapuolet voivat solmia tehokkaampia sopimuksia, kun yrityksen toiminnasta nyt ja tulevaisuudessa on vähemmän epävarmuutta. Näin ollen yrityksen suorituskyvystä tiedottaminen on tärkeää, koska se mahdollistaa parempien sopimusten laatimisen agenttien ja päämiesten välille (Beyer ym. 2010, 316). Lopulta agenttikustannuksien minimoinnilla voidaan pyrkiä tehostuneeseen voiton luomiseen (Beyer ym. 2010, 316).

Hermalin ja Weisbachin (2012, 195) mukaan yksi keino vähentää agenttikustannuksia on yrityksen tiedonannon määrän lisääminen. Myös Miihkinen (2013, 43) puoltaa tätä näkökulmaa. Hänen mukaansa informaation epäsymmetrian pieneneminen tiedottamista parantamalla vähentää agenttikustannuksia. Tämän vaikutuksen saa aikaan se, että lisääntynyt tiedonannon määrä ja sen korkeampi laatu johtavat parempiin sopimuksiin ja agenttien helpompaan seurantaan. Holmströmin (1979, 75) mukaan mikä tahansa lisätieto agentin toimista, oli se kuinka epätäydellistä tahansa, edistää sekä päämiehen että agentin etujen mukaista toimintaa. Kaikkea olemassa olevaa tietoa agentin toimista voidaan hyödyntää parempien sopimusten laatimisessa ja valvonnan parantamisessa. Epätäydellinenkin tiedottaminen on päämiehelle tärkeää, sillä se mahdollistaa tarkempien päätelmien tekemisen agentin toimista. Mitä enemmän tietoa on saatavilla, sitä helpompaa on luoda kannustimia samalle työmäärälle, mutta pienemmillä riskeillä.

## **2.2 Riskitiedonanto**

Yrityksen omistajat ja vuosikertomuksen käyttäjät ovat kiinnostuneita tiedoista, jotka auttavat heitä arvioimaan yrityksen pitkän aikavälin arvontuottamiskykyä. Täyttääkseen nämä tarpeet yritykset tiedottavat toimintaansa liittyvistä riskeistä ja niiden merkityksestä tulevaisuuden tuottoihin. (Beretta & Bozzolan 2004, 266) Riskiraportointi on näin ollen tärkeä osa yrityksen kirjanpito- ja

sijoittajasuhdekäytäntöjä (Abraham & Cox 2007, 227). Riskiraportoinnilla tarkoitetaan tiedonantoa yrityksen riskeistä, joilla on vaikutusta tulevien kassavirtojen muodostumiseen. Se kattaa sekä todennettavissa olevaa informaatiota esimerkiksi riskitekijöistä ja riskienhallinnasta, että arvioiden varassa olevaa informaatiota kuten johdon ennusteita tulevista kassavirroista. Riskitiedonanto auttaa yrityksen ulkopuolisia sidosryhmiä arvioimaan yrityksen tulevaa taloudellista suorituskykyä. (Dobler 2008, 185) Miihkinen (2013, 19) määrittelee riskiraportoinnin tarkoittavan informaatiota, joka kuvailee yrityksen merkittävimpiä riskejä ja niiden arvioitua taloudellista vaikutusta yrityksen tulevaisuuden suorituskykyyn. Solomonin ym. (2000, 454) käsitteellisessä viitekehyksessä (kuvio 2) kuvataan erilaisia vaihtoehtoja, joita tulee ottaa huomioon tai joiden avulla voi kehittää yrityksen riskitiedonantoa. Kuvion 2 tekijät liittyvät erityisesti yrityksen sijoittajiin, koska heitä pidetään yrityksen riskitiedonannon ensisijaisena käyttäjäryhmänä. Esitetyt kuusi osatekijää ovat yhteydessä toisiinsa, ja luovat yhdessä yrityksen olemassa olevan riskitiedottamisen.



**Kuvio 2** Yrityksen riskitiedonannon ihanteellinen viitekehys (Solomon ym. 2000, 454).

### 2.2.1 Riskin määrittely

Linsley ja Shrives (2006, 388) toteavat, että riskikäsitteen määrittely vaihtelee. Yleiskielessä riskillä voidaan tarkoittaa vaaraa, uhkaa tai haittaa. Doblerin (2008, 187) mukaan liiketoiminnan yhteydessä riski voi koostua useista ulkoisista tai sisäisistä riskitekijöistä tai –lähteistä. Riskitekijöillä tarkoitetaan esimerkiksi politiikkaa, sääntelyä, liiketoimintaprosesseja ja henkilöstöä. Mikä tahansa riskitekijöistä voi vaikuttaa yrityksen tulevaan kehitykseen. Rahoituksessa riskillä viitataan usein joukkoon lopputuloksia, joiden tapahtumiseen vaikuttaa tietty toteutumistodennäköisyys. Epävarmuus sen sijaan viittaa tilanteeseen, jossa toteutumisen todennäköisyyttä ei pystytä kohdistamaan tietyille tapahtumalle. (Linsley & Shrives 2006, 388). Kravet ja Muslu (2011, 8) esittävät, että riski viittaa päätöstilanteeseen, jossa tapahtuman todennäköisyys toteutua ohjaa toimintaa. Sen sijaan epävarmuus viittaa päätöstilanteeseen, jossa informaatio on liian epätarkkaa että sitä voisi esittää tapahtumien todennäköisyytenä. Yksinkertaisimmillaan riskillä tarkoitetaan kuitenkin mahdollisuutta joko voittoon tai tappioon (Solomon ym. 2000, 449).

Riski voidaan ymmärtää kaksipuolisena käsitteenä, joka kuvaa yrityksen altistumista sekä positiivisille että negatiivisille lopputuloksille. Toisaalta riski voidaan esittää yksipuolisena käsitteenä, joka mittaa ainoastaan mahdollisia tappioita. Käytännössä riskin käsite liitetään useimmin ainoastaan mahdollisiin negatiivisiin tuloksiin. Riskin määrittely on vaikeaa, vaikka siitä käytettäisiin kaksipuolistakin määritelmää, koska eri tilinpäätöstietojen käyttäjät tarvitsevat tietoa erityyppisistä riskeistä. Joillekin yrityksen kassavirtoihin liittyvät riskit ovat ensisijaisen tärkeää tietoa, toisille yrityksen arvoon liittyvät riskit ovat tärkeämpiä. Vaikka nämä riskit voivat korreloida, ne eivät ole täysin samat. Myös yhden riskitekijän sisällä riskin määritelmä ja merkitys vaihtelee; toisille tieto lyhyen aikavälin kassavirtoihin kohdistuvista riskeistä on tärkeämpi kuin pitkän aikavälin. Riskillä viitataan kuitenkin aina tulevaisuuden epävarmoihin tapahtumiin eikä menneisiin jo toteutuneisiin tapahtumiin. (Schrand & Elliott 199)

Schrandin ja Elliottin (1998, 277) riskitutkimuksessa havaittiin, että ihmiset aliarvioivat riskiä päätöksenteossaan. Ihmisillä on tapana uskoa, että riskin toteutuminen on

vähemmän todennäköistä kuin mitä objektiiviset mittarit osoittavat. Lisäksi tulkinta kuvaillusta riskistä vaihtelee johtuen muun muassa tulkitsijan ammatista ja omasta asemasta suhteessa riskiin, eli onko kyseessä henkilökohtaisesti itseen vaikuttava asia vai onko kyse esimerkiksi yleisestä taloudellisesta raportoinnista, sekä kontekstista eli onko kyseessä esimerkiksi alhaisen vai korkean riskitason yritys. Ihmisillä on myös tapana tukeutua alkuperäiseen käsitykseensä yrityksen arvosta eivätkä he täysin hyödynnä uutta informaatiota korjatakseen käsityksiään. Kaplan (2011) nostaa esille myös toisen ongelman liittyen riskiin. Kuinka voimme määritellä riskin tai kehittää riski-indikaattoreita tapahtumalle, joka ei ole vielä toteutunut, eikä mahdollisesti tule toteutumaankaan?

### **2.2.2 Riskitiedonannon sääntely**

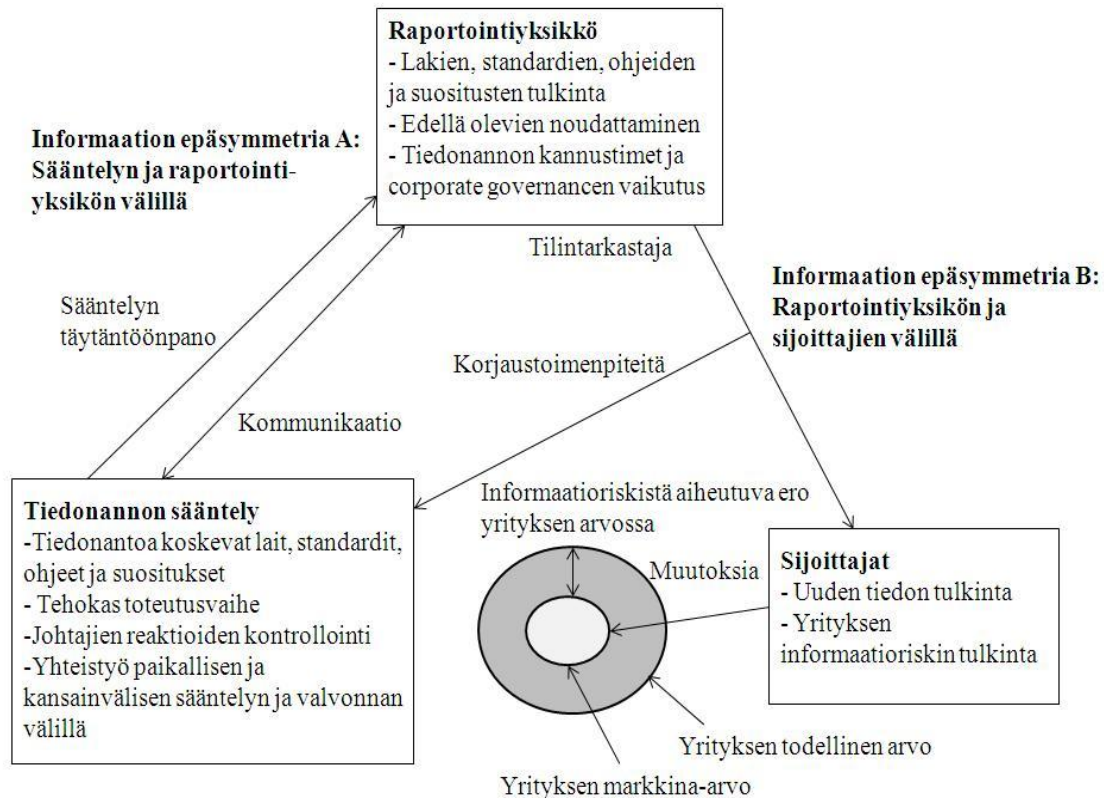
Miksi yritysten riskiraportointia säännellään? Healy ja Palepu (2001, 411) esittävät, että laskentatoimen tuottama informaatio voidaan nähdä julkisena hyödykkeenä. Yritysten omistajat maksavat epäsuorasti haluamastaan ja saamastaan informaatiosta sijoittaessaan yritykseen, mutta sama informaatio on saatavilla myös markkinoilla oleville mahdollisille uusille sijoittajille. Nämä potentiaaliset sijoittajat saavat saman tiedon ilman kustannuksia, mikä voi johtaa informaation alituotantoon markkinoilla. Toinen selitys tiedonannon sääntelylle on markkinoilla oleva tiedon ja tietotaidon jakautuminen epätasaisesti. Luomalla säännöksiä tiedottamisen vähimmäismääristä pyritään pienentämään informaatiokuilua tiedotetun ja tiedottamatta jätetyn välillä. Myös yrityksen omistajuussuhteet vaikuttavat siihen, kuinka paljon yritystä seurataan ja valvotaan, ja näin ollen myös yrityksen tiedonannon tasoon. Yrityksissä, joissa johtajien omistusosuus on pieni, valvonnan tarve korostuu. Johtajien toiminnan valvonnan ja tarkkailun tarve kasvaa sen mukaan, mitä pienemmäksi johtajien omistusosuus laskee ja sidosryhmien omistus nousee. Lisäksi valvonnan tarve kasvaa yrityksissä, joissa on laajalle hajaantunut omistajuus. (Eng & Mak, 2003) Yritysten riskitiedonannon sääntelyyn kiinnitetään erityistä huomiota, kun markkinat ovat laskusuhdanteessa ja epävakaat (Kravet & Muslu 2011).



Healyn ja Palepun (2001, 413) mukaan aikaisemmassa tutkimuksessa ei ole määritelty, tarjoaako vuosikertomuksien tiedonannon sääntely parempaa tiedonantoa kuin sääntelemättömillä markkinoilla. Tähän vastaa kuitenkin suomalaisella aineistolla tehty Miihkisen väitöskirja (2012), jonka mukaan riskitiedottamisen laatu parani Kirjanpitolautakunnan yksityiskohtaisen kansallisen ohjeistuksen myötä vuonna 2006. Myös Kotharin (2001) mukaan vuosikertomuksessa esiintyvän tiedonannon sääntely tarjoaa sijoittajille uutta ja relevanttia tietoa.

Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on turvata samanaikaisesti käytettävissä oleva riittävä ja oikea tieto arvopaperin liikkeeseenlaskijasta kaikille markkinoilla oleville. Arvopaperin arvo tulee olla määritettävissä tämän tiedon pohjalta. Useat lait ja säännöt määrittävät suomalaisten yritysten velvollisuudet tiedonannolle. (Miihkinen 2013, 245) Yritysten tiedonantokäytäntöjä kontrolloidaan muun muassa standardien ja suositusten avulla (Miihkinen 2013, 12). Tässä yhteydessä käsitellään ainoastaan yritysten säännöllistä tiedonantovelvollisuutta eli osavuosikatsauksia, tilinpäätöksiä ja toimintakertomuksia. Jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella viitataan jatkuvaan, tarpeenmukaiseen tiedottamiseen. Tällaiset tiedot julkaistaan heti ja samanaikaisesti tiedotusvälineille. Listayhtiöiden tiedonantovelvollisuus Suomessa perustuu arvopaperimarkkinalakiin ja Helsingin Arvopaperipörssin sen nojalla antamiin sääntöihin. Tiedonantovelvollisuudessa on otettava huomioon ainakin kirjanpitolaki, osakeyhtiölaki, arvopaperimarkkinalaki, Pörssin ohjesäännöt, valtiovarainministeriön päätökset ja asetukset, kirjanpitolautakunnan yleisohjeet sekä Finanssivalvonnan määräykset ja kannanotot. Vuodesta 2005 alkaen EU:n alueella julkisesti noteerattujen yhtiöiden on laadittava konsernitilinpäätös IAS/IFRS-standardien mukaisesti. Listatun yhtiön tulee lisäksi huomioida toimialaa koskeva erityislainsäädäntö. Ulkomaiseen pörssiin listatun yhtiön on noudatettava pörssin sijaintimaan säännöksiä. (Hirvonen ym. 2003, 132; Miihkinen 2013) Kuvio 3 esittää suhteita tiedonannon sääntelyn, raportointiyksikön ja yrityksen ulkopuolisen sidosryhmän eli sijoittajien välillä. Kuvioista voi nähdä kuinka tärkeä rooli tiedonannon sääntelyllä on. Sääntelyn vaatimusten muotoilu on myös tärkeää, jotta yritysten tekemät tiedottamisvalinnat olisivat parhaita mahdollisia kaikkien osapuolten kannalta. (Miihkinen 2013, 55) Kuvioista selviää myös informaation epäsymmetrian kaksi eri esiintymismuotoa.

Tiedonanto-ongelmia esiintyy siten useilla eri alueilla, ei pelkästään yrityksen ja sijoittajien välillä.



**Kuvio 3** Vuorovaikutus sääntelyn, raportointiyksikön ja sijoittajan välillä (Miihkinen 2013, 56).

### 2.2.2.1 Kansainvälinen sääntely

Kansainvälisissä tilinpäätösstandardeissa eli IFRS:ssä noudatetaan asteittaista lähestymistapaa, eli riskien osalta edellytetään tiedottamista eri riskikategorioista kattavan riskiraportoinnin sijaan (Dobler 2008). Taulukossa 1 esitetään yhteenveto IFRS:n mukaisista riskitiedonantovaatimuksista. IAS 1:n tavoitteena on määrätä tilinpäätöksen esittämisestä, ja taata tilinpäätösten vertailukelpoisuus aikaisempien vuosien ja muiden yritysten välillä. Yrityksen, joka esittää IFRS:n mukaisen tilinpäätöksen, odotetaan noudattavan jatkuvan toiminnan periaatetta. Jos johdolla on syytä epäillä yrityksen toiminnan jatkuvuutta, tulee näistä epävarmuuksista tiedottaa (IAS 1.25). IAS 37 koskee varauksia sekä ehdollisia varoja ja velkoja. Se sisältää

erityisen opt-out –lausekkeen (IAS 37.92), jonka mukaan erittäin harvinaisissa tapauksissa yritys voi jättää esittämättä tietoja koskien varauksia sekä ehdollisia varoja ja velkoja. Lauseke koskee tilanteita, joissa tiedon esittäminen vaarantaisi kiistatilanteessa yrityksen aseman suhteessa toiseen osapuoleen. Tällaisessakin tilanteessa yritykseltä vaaditaan tietoa kiistan yleisestä luonteesta sekä syy, miksi tietoa ei julkaista. IFRS 7 –standardi koskee rahoitusinstrumenteista tiedottamista tilinpäätöksen liitetiedoissa. Sen mukaan yrityksen tulee tiedottaa rahoitusinstrumenttien merkityksestä sekä niiden aikaansaamista riskeistä sekä riskien luonteesta ja laajuudesta. Tiedottamisen tulee olla sekä kvalitatiivista että kvantitatiivista. IFRS 7 –standardi täydentää IAS 32 –standardin (Rahoitusinstrumenttien esittäminen) vaatimuksia.

### TAULUKKO 1

IFRS:n mukaiset tiedonantovaatimukset (Dobler 2008, 188)

Sääntelyn lähestymistapa	Asteittainen lähestymistapa
Tärkeimmät säädökset	IAS 1, 37; IFRS 7
Raportointi-instrumentit	Liitetiedot Johdon keskustelu
Riskin käsite	Useita, pääasiassa epävarmuuteen perustuvia
Riskienhallinnasta tiedottaminen	Koskee pääasiassa rahoitusvälineiden käyttöä
Riskitiedottamisen painopiste	Rahoitus- ja markkinariskit, ehdolliset varat ja velat
Riskikeskittymistä tiedottaminen	Pääasiassa rahoitusriskejä
Liiketoiminnan jatkuvuuden epävarmuudesta tiedottaminen	Vaadittu liitetiedoissa
Riskin kvantifiointi	Vaadittu rahoitusriskeille ja ehdollisille varoille ja veloille, kun mahdollista
Tulevaisuuden riskeistä tiedottaminen	Ei edellytetä
Negatiiviset raportit	Ei edellytetä
Erityinen opt-out -lauseke	Kyllä (IAS 37.92)

### 2.2.2.2 Kansallinen sääntely

Kansallisen lainsäädännön tasolla Kirjanpitolain 3:1.5 §:ssä esitetään, että ”toimintakertomuksessa on arvioitava kirjanpitovelvollisen toiminnan laajuuteen ja rakenteeseen nähden tasapuolisesti ja kattavasti merkittävimpiä riskejä ja epävarmuustekijöitä”. Lisäksi Suomen kirjanpitolaki määrää yritykset antamaan taloudellista informaatiota, joka antaa oikeat ja riittävät tiedot niiden tuloksesta ja taloudellisesta asemasta (Miihkinen 2013, 245). Myös Valtiovarainministeriön asetus arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta (2012) sisältää määräyksiä toimintakertomuksessa esitettävistä tiedoista. Valtiovarainministeriön asetuksessa riskien osalta tarkennetaan, että toimintakertomuksessa tulee Kirjanpitolain ja muun yhteisöä koskevan lainsäädännön määräysten lisäksi esittää tieto tilauskantaa koskevista olennaisista riskeistä. Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuudesta (2013) sisältävät ohjeen, jonka mukaan toimintakertomus voi sisältää tietoja esimerkiksi merkittävimmistä riskeistä ja epävarmuustekijöistä. Ohjeen mukaan toimintakertomuksessa voidaan kuvata, missä määrin aikaisemmat oletukset ovat osoittautuneet oikeiksi ja missä määrin aikaisemmat riskit ovat realisoituneet. Kohdan 66 mukaisesti tulevaisuudennäkymien arvioinnissa tulee ottaa huomioon merkittävimmät riskit ja lähiajan epävarmuustekijät. Finanssivalvonta erityisesti huomioi, että KPL 3:1 §:n mukainen vaatimus merkittävimpien riskien ja epävarmuustekijöiden arvioimisesta ei täyty, jos toimintakertomuksessa kuvaillaan ainoastaan riskienhallinnan menetelmiä. (Fiva standardi 7.9 71–75) Osakeyhtiölaki (2006) sisältää määräyksiä toimintakertomuksen sisällöstä, mutta määräykset sisältävät tietoja koskien lähinnä osakkeiden määrää, omia osakkeita, lainoja ja muita rahoitusjärjestelyjä. Koska tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sisältöä säädellään lailla, on Rikoslaisissa (1889) otettu huomioon myös tiedottamisvelvollisuuden laiminlyönti. Rikoslain 51:5 §:n mukaan totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen tai Arvopaperimarkkinalain (2012) mukaisen tiedon ilmoittamatta jättäminen voi johtaa sakkoon tai enintään kahden vuoden vankeuteen.

Vaikka lähteitä tiedonannon sääntelylle on useita, löytyvät perussäännökset tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen esittämisestä KPL 3:5-3:10 §:stä. Tilinpäätöksen

ja toimintakertomuksen julkaisemisesta säädetään Arvopaperimarkkinalain (2012) 7:5 §:ssä, jonka mukaan tilinpäätös ja toimintakertomus tulee julkistaa ilman aiheetonta viivytystä viimeistään kolme viikkoa ennen yhtiökokousta, jossa tilinpäätös esitetään vahvistettavaksi.

Kirjanpitolautakunta julkaisi 12.9.2006 yleisohjeen toimintakertomuksen laatimisesta. Se ei sisällä menettelytapoja toimintakertomuksen laatimisesta, jotka sisältyvät edellä esiteltyihin lähteisiin, vaan sen tarkoituksena on parantaa toimintakertomusten vertailukelpoisuutta yhdenmukaistamalla tietojen esitystapaa. Yleisohjeessa kuvailaan, kuinka yritysten tulisi arvioida merkittävimpiä riskejään ja raportoida niistä. Se tarjoaa kattavan käsityksen yritysten riskitiedonannon odotetusta laadusta, sekä sisältää havainnollisia esimerkkejä. Yleisohjeessa tarkennetaan kirjanpitolain mukaisia riskiraportoinnin vaatimuksia, jotka laissa on esitetty hyvin yleisellä tasolla ilman ohjeistusta lain täytäntöönpanoon. (Miihkinen 2013, 16) Yksityiskohtaisia säännöksiä on Kirjanpitolautakunnan yleisohjeessa (2006) vältetty tarkoituksella, jotta vaatimukset eivät johtaisi vakiomuotoisiin tiedon esittämistapoihin.

Yleisohjeen mukaan toimintakertomuksen tulee suunnata tulevaisuuteen. Näin ollen sidosryhmät pystyvät sen avulla arvioimaan kirjanpitovelvollisen nykyistä ja tulevaa toimintaa tavoitteiden toteutumisen kannalta. Tulevaisuuden arviointi historiatietojen eli päättyneen tilikauden tietojen pohjalta sisältää kuitenkin aina riskin tulevaisuuden tapahtumista. Siitä syystä riskejä ja mahdollisuuksia tulee kuvata *tasapainoisesti*, jolloin sidosryhmät voivat arvioida johdon julkaisemia toimintasuunnitelmia riskien ja mahdollisuuksien kannalta. Kirjanpitolautakunta katsoo kuitenkin, että kvantifioidut arviot tulevaisuudesta eivät ole tarpeen liikesalaisuuksien suojelemisen takia. Yleisohjeen kohdassa 2.5.1 esitetään, että vaikka tulevan kehityksen arviointiin liittyy aina epävarmuustekijöitä, arvioita tulisi siitä huolimatta pyrkiä antamaan. Kehitysarviot ovat vapaamuotoisia, ja voidaan esittää verbaalisessa muodossa. Numeeristen arvioiden tulee olla vertailukelpoisia aikaisemmin annettujen taloudellisten tietojen kanssa. Arvioiden yhteydessä tulee esittää niiden perusteet sekä keskeiset epävarmuustekijät. Yleisohjeessa korostetaan lisäksi, että arvioiden epävarmuudesta johtuen ne tulee erottaa selkeästi toimintakertomuksen muusta informaatiosta. Yleisohjeen kohdassa 2.7 esitetään vaatimuksia merkittävimpien riskien, epävarmuustekijöiden ja muiden

liiketoimintaan kehittymiseen vaikuttavien tekijöiden arvioista. Merkittävimpiä riskejä ja epävarmuustekijöitä tulee arvioida tasapuolisesti ja kattavasti. Yleisesti liiketoimintaan liittyviä riskejä ovat strategiset- ja operatiiviset riskit sekä rahoitus- ja vahinkoriskit ja riskienhallinta. Luokittelu ei kuitenkaan ole sitova, vaan ”kirjanpitovelvollinen voi hyödyntää myös omaa riskiluokitustaan, jos se paremmin kuvaa toimintaan liittyviä riskejä”. (Kilan yleisohje 2006)

### 2.2.2.3 Corporate governance

Hermalinin ja Weisbachin (2012, 220) mukaan yrityksen tiedottamiskäytännöt ovat pohjimmiltaan kytköksissä sen corporate governance –käytäntöihin. Yrityksen corporate governance –rakenteet vaikuttavat näin ollen myös riskitiedonantoon (Miihkinen 2013, 61). Corporate governancen käsitteelle on olemassa useita määritelmiä, ja sen yksiselitteinen määrittelemine on vaikeaa (KPMG 2005, 12). Hirvonen ym. (2003, 22) lähtevät corporate governancen määritelmässä liikkeelle ajatuksesta, että julkisesti noteeratut yhtiöt eivät voi valita omistajiaan. Tämän pohjalta he käsittävät corporate governancen tarkoittavan seuraavaa: ”*Corporate governance on kokoelma suhteita yhtiön johdon, sen hallituksen, sen osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien välillä. Corporate governance tarjoaa myös rakenteen, jonka avulla asetetaan yhtiön tavoitteet sekä määritellään keinot niiden saavuttamiseksi ja suorituksen valvomiseksi.*” Corporate governancen voidaan pitää sitä järjestelmää, jolla yhtiötä johdetaan ja valvotaan, sekä sitä, miten ja millaista tietoa eri sidosryhmille annetaan. Käytännössä corporate governancen käsite tarkoittaa sen arvioimista, toimiiko yritys tavalla, joka vahvistaa sijoittajien, omistajien ja asiakkaiden luottamusta yrityksen toimintaa kohtaan, ja että johdon intressit ovat samansuuntaiset sijoittajien kanssa (KPMG 2005, 11–12; Armstrong ym. 2010). Hon ja Wongin (2001, 142) mukaan corporate governance kuvaa yrityksen sidosryhmien oikeuksia ja velvollisuuksia, ja yrityksen toiminnan avoimuus kuvaa corporate governancen tasoa.

Arvopaperimarkkinalaissa (2012) säädetään toimintakertomuksessa esitettävästä hallinto- ja ohjausjärjestelmän esittämisestä (Arvopaperimarkkinalaki 7:7 §). Lisäksi Valtiovarainministeriön asetus arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä

tiedonantovelvollisuudesta (2012) sisältää määräykset esityksen sisällöstä. Yrityksen tulee asetuksen 2:7 §:n mukaan antaa selvitys noudatetuista hallinto- ja ohjausjärjestelmää koskevista säännöistä, kuvata taloudelliseen raportointiprosessiin liittyvien sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan pääpiirteitä sekä hallituksen, hallintoneuvoston ja valiokuntien kokoonpanoa.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry julkaisi vuonna 2008 Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin, joka korvasi vuonna 2003 annetun suosituksen. Vanhaa suositusta on pidetty hyvin toimivana ja kansainvälisesti korkeatasoisena, mutta päivittämistarpeita ilmeni uuden sääntelyn ja kansainvälisen kehityksen myötä. Vuoden 2003 hallinnointikoodissa todetaan, että corporate governance –työryhmä aloitti toimintansa listayhtiöiden ohjaus- ja valvontajärjestelmien toiminnan ja niitä koskevan tiedottamisen kasvaneen merkityksen johdosta. Vuoden 2008 koodilla pyrittiin edelleen parantamaan kansainvälisten sijoittajien tiedonsaantia osakkeenomistajien oikeuksista ja corporate governance –kokonaisuudesta Suomessa. Vuonna 2010 julkaistiin viimeisin koodi, jota oli päivitetty johtuen finanssikriisin aiheuttamista muutoksista pääomamarkkinoihin ja johdon palkkioita koskevan säätelyn kehityksestä. Tämän hallinnointikoodin uudistukset keskittyvät johdon palkitsemisjärjestelmien avoimuuteen ja esittämiseen, joten tärkeimmät muutokset tiedonannon kannalta tehtiin vuoden 2008 hallinnointikoodissa, joka tuli voimaan 1.1.2009. (Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2003, 2008 ja 2010) Taulukosta 2 ilmenevät oleellimmat eroavaisuudet vuosien 2003 ja 2008 hallinnointikoodien välillä. Taulukon pohjalta voidaan huomioida, että vuoden 2008 muutos velvoittaa yrityksen selostamaan hallituksen tietoon tulleet riskit ja epävarmuustekijät. Riskiraportoinnin merkitystä on siis korostettu.

<b>TAULUKKO 2</b>		
Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi vuosina 2003 ja 2008		
2003	2008	Erot
9. Sisäinen valvonta, riskienhallinta ja sisäinen tarkastus	8. Sisäinen valvonta, riskienhallinta ja sisäinen tarkastus	Johdantoa on täsmennetty
Sisäisen valvonnan toimintaperiaatteet	<b>Sisäisen valvonnan toimintaperiaatteet</b>	
Suositus 49: Yhtiön on määriteltävä sisäisen valvonnan toimintaperiaatteet.	Suositus 45: Yhtiön on määriteltävä sisäisen valvonnan toimintaperiaatteet.	Ei muutosta
Riskienhallinnan järjestäminen	<b>Riskienhallinnan järjestäminen</b>	
Suositus 50: Yhtiön on selostettava periaatteet, joiden mukaan riskienhallinta on järjestetty.	Suositus 46: Yhtiön on selostettava hallituksen tietoon tulleita merkittävimpiä riskejä ja epävarmuustekijöitä sekä periaatteet, joiden mukaan riskienhallinta on järjestetty.	Suosituksen on lisätty velvollisuus selostaa hallituksen tietoon tulleita merkittävimpiä riskejä ja epävarmuustekijöitä. Selitysosaa on täsmennetty vastaavasti.
Sisäinen tarkastus	<b>Sisäinen tarkastus</b>	
Suositus 51: Yhtiön on selostettava, miten sisäisen tarkastuksen toiminto on yhtiössä järjestetty.	Suositus 47: Yhtiön on selostettava, miten sisäisen tarkastuksen toiminto on yhtiössä järjestetty.	Suosituksen ei muutosta. Selitysosaa on hieman täsmennetty.

Vuoden 2008 hallinnointikoodin mukaan hyvä hallinnointi edellyttää luotettavaa ja ajantasaista tiedottamista. Tiedonannon nähdään edistävän luottamusta arvopaperimarkkinoita kohtaan ja näin ollen tukevan osakkeiden oikeaa hinnanmuodostusta. Tiedonannon perusteella voidaan arvioida yhtiön corporate governance –toimintaa ja tehdä omistusta koskevia päätöksiä. Koodi painottaa läpinäkyvyyttä ja kasvaneita tiedonsaantimahdollisuuksia. (Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2008)

Yksi corporate governancen osa-alue on avoin raportointi. Tällä tarkoitetaan luotettavaa raportointia eli yritystä koskevien tietojen antamista julkisuuteen. Avoin tiedonvälitys ja



oikeaa tietoa sisältävä raportointi ovat korostuneet erityisesti Enronin, WorldComin, Parmalatin ym. kriisien seurauksena. Suomessa yhtiöiden on noudatettava kirjanpidon ja tilinpäätöksen laatimista koskevia sääntöjä ja määräyksiä, sekä tilinpäätöksessä on annettava kirjanpitolain mukaisesti oikeat ja riittävät tiedot yhtiön toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. (KPMG 2005, 13) Raportoitavan tiedon tulee olla ajankohtaista, luotettavaa ja vertailukelpoista. Tieto ei kuitenkaan saa olla harhaanjohtavaa tai liian optimistista tai pessimististä. (KPMG 2005, 29) Corporate governance –suositus tuo yhtenäisyyttä raportoinnin käytäntöihin. Sisäisen tiedonannon kehittäminen edesauttaa myös ulkoisen raportoinnin kehittymistä. (Kuusela & Ollikainen 2005, 139).

## 5 HYPOTEESIEN MUODOSTAMINEN

Pääluvuissa 2, 3 ja 4 esitettiin tämän tutkimuksen kannalta oleellista aikaisempaa tutkimusta ja teoriaa. Tässä kappaleessa esitetään tutkimuksen teoreettisen viitekehyksen pohjalta muodostetut hypoteesit. Hypoteesit muodostetaan vastaamaan toiseen tutkimuskysymykseen, eli onko yrityskohtaisilla tekijöillä vaikutusta yrityksen riskitiedonannon määrään. Ensimmäisen tutkimuskysymyksen analyysi toteutetaan kuvailevan tilastoanalyysin keinoin. Tämä tutkimus keskittyy toimialakohtaiseen riskitiedonannon tarkasteluun, toisin kuin riskitiedonannon aikaisempi tutkimus. Tästä johtuen hypoteesien avulla tutkitaan ainoastaan yrityskohtaisia muuttujia, ei toimialaan liittyviä kuten toimialan riskisyyttä. Tutkittavana on yrityksen rakenteeseen (koko, velkaantuneisuus), suorituskykyyn (kannattavuus) sekä markkinoihin (markkinatilanne, riskisyys) liittyviä muuttujia. Samaa jaottelua on hyödyntänyt tutkimuksessaan myös Alsaed (2006).

Useat aikaisemmat tutkimukset ovat tutkineet yrityksen koon vaikutusta riskitiedottamisen määrään (ks. esim. Miihkinen 2013, Amran ym. 2009, Abraham & Cox 2007, Linsley & Shrives 2006, Beretta & Bozzolan 2004). Alsaedin (2006) mukaan suuret yritykset tiedottavat pieniä enemmän useista syistä; suuret ovat pieniä alttiimpia julkiselle tarkkailulle, uuden tiedon esille tuominen mahdollistaa rahoituksen saamisen alhaisemmilla kustannuksilla, ja suurilla yrityksillä on enemmän resursseja informaation keräämiseen pienemmin kustannuksin. Lisäksi suurilla yrityksillä on enemmän osakkeenomistajia, mikä kasvattaa mahdollisia agenttikustannuksia. Tiedottamisen lisäämisen odotetaan pienentävän agenttiongelmista aiheutuvia kustannuksia. Toisaalta Jensen ja Meckling (1976) esittävät, että suurien yritysten edun mukaista voi olla myös informaation pitäminen itsellään. Siten yritykset pyrkisivät välttämään kustannuksia, jotka aiheutuvat tiukasta sääntelystä ja kasvaneista velvoitteista sidosryhmiä kohtaan. Lajilin ja Zéghalin (2005) mukaan yrityksen koolla ei ole yhteyttä riskitiedottamisen määrään. Valtaosa aikaisemmista tutkimustuloksista tukee kuitenkin väitettä, jonka mukaan suuret yritykset tiedottavat enemmän riskeistään (Abraham & Cox 2007, Linsley ja Shrives 2006, Beretta & Bozzola 2004, Eng & Mak

2003). Agenttiteorian ja aikaisemman tutkimuksen pohjalta muodostetaan seuraava hypoteesi:

H1: Yrityksen koko vaikuttaa positiivisesti riskitiedonannon määrään.

Myös velkaantumisen vaikutusta riskitiedonantoon on tutkittu, mutta tulokset ovat olleet vaihtelevia. Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan velkaantuneempien yritysten odotetaan tiedottavan vähemmän kuin omavaraisempien. Tämän näkemyksen mukaan yrityksen pyrkivät kontrolloimaan velkaantumisen mukanaan tuomia agenttiongelmia enemmänkin velkasopimuksien avulla kuin lisäämällä tiedonantoa vuosikertomuksissa. Myös Miihkisen (2013) mukaan velkaantumisella on negatiivinen vaikutus riskitiedonannon määrään. Tutkimuksen mukaan velkaantuneemmat yritykset välttävät läpinäkyvyyttä riskien tiedottamisessa, koska konkurssin riski on suurempi. Johtajat pyrkivät silloin salaamaan yrityksen haavoittuvaisuuden sijoittajilta ja muilta sidosryhmiltä. (Miihkinen 2013) Doblerin ym. (2008) mukaan myös Saksassa riskitiedottamisen ja yrityksen velkaantuneisuuden välillä on negatiivinen yhteys. Negatiiviseen yhteyteen ovat päätyneet myös Eng ja Mak (2003) Singaporen pörssistä kerätyillä aineistolla. Kuitenkin käytettäessä aineistona useampia maita samanaikaisesti, Dobler ym.(2008) totesivat velkaantuneempien yritysten tiedottavan enemmän riskeistään. Abraham ja Cox (2007) eivät löytäneet yhteyttä velkaantumisen ja riskitiedottamisen välillä. Ristiriitaisista tutkimustuloksista huolimatta toinen hypoteesi esitetään seuraavasti:

H2: Yrityksen velkaantuneisuus vaikuttaa positiivisesti riskitiedonannon määrään.

Kolmas hypoteesi käsittelee yrityskohtaisen riskin ja riskitiedottamisen välistä yhteyttä. Linsley ja Shrivess (2006) esittävät, että suurempiriskisten yritysten johtajilla olisi enemmän tarvetta selittää sidosryhmille syitä suuremmalle riskille. Lisäksi tämänkaltaisten yritysten johtajilla olisi enemmän tarvetta selittää, kuinka riskejä hallitaan ja kuinka ne otetaan huomioon yrityksen liiketoiminnassa. Myös Dobler ym. (2011) huomioivat, että suurempiriskiset yritykset voivat olla taipuvaisia tarjoamaan enemmän riskitietoa selittääkseen syitä korkealle riskille. Positiivisen yhteyden riskin ja

riskitiedottamisen välillä ovat löytäneet esimerkiksi Miihkinen (2013) ja Dobler ym. (2011). Toisaalta Linsleyn ja Shrivessin (2006) mukaan suurempiriskisten yritysten johto ei ehkä halua vetää huomiota yrityksen riskisyyteen, ja he voivat tästä johtuen olla haluttomia tiedottamaan olemassa olevista riskeistä. Johto voi pyrkiä peittelemään riskien esille tuomista myös välttääkseen tiedottamisesta aiheutuvia kustannuksia (Dobler ym. 2011). Samoin pienempiriskiset yritykset voivat haluta korostaa parempaa toimintatapaansa kasvattamalla riskitiedottamisen määrää (Linsley & Shrivess 2006, 391). Lajili ja Zéghal (2005) eivät löytäneet yhteyttä riskisyyden ja riskitiedonannon välillä. Samaan tulokseen päätyivät Linsley ja Shrivess (2006). Riskin yhteyden tutkimiseksi muodostetaan kahden edeltävän hypoteesin mukaisesti seuraava hypoteesi:

H3: Yrityksen riskisyydellä on positiivinen vaikutus riskitiedonannon määrään.

Kannattavampien yritysten odotetaan tiedottavan vähemmän kannattavia yrityksiä enemmän erottuakseen huonommin menestyvistä yrityksistä. Vaikka tämän mukaan tiedonannon ja kannattavuuden välillä olisi positiivinen yhteys, on todellisuus kuitenkin monimutkaisempi. (Prencipe, 2004) Tiedonannon ja kannattavuuden väliseen suhteeseen vaikuttaa esimerkiksi kilpailu markkinoilla. Kilpailijat saattavat joissain tapauksissa saada tiedonannosta suuremman hyödyn kuin yritys itse. Negatiivinen yhteys kannattavuuteen on todennäköisempi, jos yritys hyötyy enemmän tiedon pitämisestä itsellään (Leuz, 2000). Singvhin ja Desain (1971) mukaan korkeampi kannattavuus kannustaisi johtoa kuitenkin tarjoamaan enemmän tietoa sidosryhmille havainnollistaakseen yrityksen kykyä maksimoida osakkeenomistajien tuottoa. Kannattavan yrityksen johto voi olla ylpeä yrityksen saavutuksista, ja siten haluaisi tarjota sidosryhmille enemmän tietoa edistääkseen myönteistä kuvaa yrityksen suorituskyvystä. Huonommin kannattavan yrityksen johto voi tuntea itsensä uhatuksi ja näin ollen saattaa pyrkiä peittelemään huonoja tuloksia tuomalla esiin vähemmän tietoa. (Singvi & Desai, 1971) Sen sijaan Miihkisen (2012) tutkimuksen mukaan huonommin kannattavat yritykset tiedottavat riskeistään enemmän. Tällaiset yritykset tiedottavat enemmän sekä yrityksen toimista riskien tunnistamisessa, niihin varautumisessa sekä riskeihin reagoimisessa. Alsaeed (2006) ei löydä yhteyttä yrityksen kannattavuuden ja tiedottamisen määrän välillä. Samaan johtopäätökseen päätyivät myös Lajili ja Zeghal

(2005). Tässä tutkimuksessa neljäs hypoteesi muodostetaan käyttäen Singvhin ja Desain (1971) ajatusta mukaillen, eli kannattavampien yritysten johto haluaa tiedottaa enemmän riskeistään.

H4: Kannattavuus vaikuttaa positiivisesti yrityksen riskitiedonannon määrään.

Markkinoiden ollessa epävakait sijoittajien luottamus yrityksen toimintaa kohtaan horjuu. Laskevilla markkinoilla yrityksen johto pyrkii lisäämään sijoittajien luottamusta yritykseen lisäämällä yrityksen riskitiedonannon määrää. Yritykset pyrkivät siten lisäämään toimintansa läpinäkyvyyttä ja avoimuutta. (Elliott & Elliott, 2008) Vuodesta 2007 eteenpäin osakemarkkinoiden romahduksen johdosta markkinat ajautuivat taantumaan, minkä johdosta useiden yritysten toiminnan jatkuvuus vaarantui. Tästä johtuen viides tutkittava hypoteesi koskee toimialakohtaisen kurssi-indeksin perusteella arvioitun toimialakohtaisen markkinakehityksen vaikutusta riskitiedonannon määrään. Grahamin (2005, 54) mukaan lisäämällä tiedonantoa toteutuneista ja tulevista riskeistä yritys pyrkii kasvattamaan luottamusta vaihtelevissa markkinatilanteissa. Näin ollen viimeinen eli viides hypoteesi esitetään muodossa:

H5: Markkinatilanteen heikentyminen vaikuttaa positiivisesti yrityksen riskitiedonannon määrään

## 6 AINEISTO, MENETELMÄT JA MUUTTUJAT

### 6.1 Aineisto

Tutkielman alustavan aineiston muodostavat Helsingin pörssin OMXH-listalla vuosina 2007–2012 listatut yritykset, jotka toimivat teollisuustuotteiden ja –palveluiden toimialalla. Aineisto muodostuu siten kuuden vuoden havainnoista. Kyseinen ajanjakso valittiin tutkimukseen siitä johtuen, että useamman vuoden tutkimusta eikä toimialakohtaista tutkimusta ole aikaisemmin toteutettu riskitiedonannon tutkimuksessa. Lisäksi tutkimukseen valitut vuodet sisältävät vaihtelevasti markkinatilanteen muutoksia. Tutkimuksen aineisto sisältää näin ollen aineistoa ennen taantumaa, taantumana aikana ja sen jälkeen (Shiller 2008, 27). Tämä mahdollistaa sen tutkimisen, onko markkinatilanteen muutoksilla vaikutusta riskitiedonannon määrään. Toimialakohtainen tarkastelu mahdollistaa useamman vuoden ottamisen mukaan tutkimukseen, eikä aineisto kasva liian suureksi pro gradun laajuus huomioon ottaen. Lisäksi toimialakohtainen tarkastelu lisää tulosten vertailtavuutta.

Teollisuustuotteet ja –palvelut toimialalle Helsingin pörssissä oli listattuna 46 yritystä vuonna 2012. Tämä luku pieneni kahdella yrityksellä, koska Tikkurila ja Scanfil listautuivat tarkastelujakson aikana. Jäljelle jäävästä aineistosta valittiin satunnaisotannalla 7 suurta, 7 keskisuurta ja 7 pientä yritystä mukaan lopulliseen aineistoon, jolloin aineisto saatiin rajatuksi kohtuullisen kokoiseksi sisällönanalyysin toteuttamista varten. Rajausten jälkeen lopullinen aineisto muodostuu 126 yritysvuodesta. Metsämuurosen (2002, 22) mukaan minimiotoskoko asetelmassa, jossa selittäviä tekijöitä on viisi, on noin 110 havaintoa. Tässä tutkimuksessa se tarkoittaa yksittäisen yrityksen riskitiedonannon määrää, esimerkiksi 150 sanaa vuodelta 2007. Havaintojen määrän tulee olla kohtuullinen malliin otettavien muuttujien lukumäärään nähden, mikä toteutuu tässä tutkimuksessa käytettävällä aineistolla.

Rajausten jälkeen suoritettiin itse aineiston keruu. Aineisto kerättiin yritysten vuosikertomuksista ja tilinpäätöksistä. Miihkistä (2012) mukaillen aineisto koottiin kahdesta paikasta vuosikertomuksista. Ensinnäkin tietoa kerättiin hallituksen

toimintakertomuksesta. Toinen lähde on vapaaehtoinen riskitiedottaminen vuosikertomuksissa, joita julkaistaan erillisissä riskiosioissa, liitetiedoissa ja corporate governance –osiossa (Miihkinen 2012, 447). Yritysten Internet-sivuja ei käytetty aineiston hankintaan, koska sieltä saatavilla oleva tieto on ajantasaista, ja tutkimuksen tarkoituksena on tutkia usean vuoden aikana tapahtunutta muutosta. Toisen tutkimusongelman selittävien muuttujien tiedot kerättiin yritysten tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista sekä tietojen puuttuessa Kauppalehden Internet-sivuilta löytyvistä yrityskohtaisista tilinpäätösseurannoista.

## **6.2 Tutkimusmenetelmät**

Tässä tutkimuksen tutkimusmenetelminä käytetään sisällönanalyysiä ja OLS-regressioanalyysiä. Sisällönanalyysin avulla kerätään tutkimuksen aineisto, joka luokitellaan riskiluokkiin määrän ja kattavuuden analysoimiseksi. Määrää tutkitaan sanojen kokonaismäärän perusteella kuvailevan tilastotieteen avulla ja kattavuutta arvioidaan Herfindahlin indeksillä. Toista tutkimusongelmaa tutkitaan OLS-regressioanalyysin avulla. Tutkimuksen tilastollinen analyysi toteutetaan SPSS-ohjelmistolla.

### **6.2.1 Sisällönanalyysi**

Sisällönanalyysin tarkoituksena on havaintomateriaalin kerääminen, järjestäminen, kuvaaminen ja analysoiminen. Tavoitteena on sisällön systemaattinen, objektiivinen ja kvantitatiivinen kuvaaminen. Pelkän kuvauksen sijaan pyrkimyksenä on hypoteesien muodostaminen ja todentaminen. (Borg 1968) Sisällönanalyysin peruslähtökohta on Bretonin (2009, 190) mukaan oletuksessa, jonka mukaan frekvenssi on tärkeä indikaattori. Kvantitatiivinen analyysi sisällönanalyysin kohdalla tarkoittaa havaintojen määrällistä luokittelua (Borg 1968, 9). Havaintomateriaalin kerääminen ja luokittelu on keskeinen osa sisällönanalyysiä, ja sisältää kaksi tärkeää vaihetta: aineiston havaintotaulukon suunnittelun ja luokitteluohjeen suunnittelun. Havaintotaulukko tarkoittaa kaaviota, johon kaikki analysoitava tieto kerätään. Taulukko ei sinällään

tarjoa riittävästi informaatiota siitä, millä perusteilla tieto on jaoteltu havaintotaulukon mukaisiin luokkiin. Luokitteluohjeeseen on kerätty tietoa niistä perusteista, joilla kerätyt havainnot on jaettu tiettyihin luokkiin. (Bryman & Bell 2011, 299) Luokkien määrittely tapahtuu siihen kuuluvien tapausten ominaisuuksia kuvaamalla. Määriteltyjen kriteerien mukaan havainnot jaetaan luokkiin, minkä jälkeen lasketaan havaintojen lukumäärät kussakin luokittelussa. Havaintojen luokittelun arviointi perustuu inhimilliseen harkintaan ja on luokittelun ratkaiseva vaihe. (Borg 1968, 24) Luokittelussa arvioidaan mitkä kriteerit tietty havainto, kuten sana tai lause, täyttää. Tällä arvioinnilla tarkoitetaan sitä, mihin luokkaan havainto olisi lähinnä sijoitettavissa, eikä niinkään kuuluko havainto luokkaan varmasti ja riidattomasti. Luokittelu on helpompi toteuttaa, jos itse luokat ovat selvästi määriteltyjä ja etäällä toisistaan, eli helposti tunnistettavia ja erotettavissa toisistaan. (Borg 1968, 36)

Brymanin ja Bellin (2011, 305) mukaan sisällönanalyysi on läpinäkyvä tutkimusmetodi, mikä johtuu aineiston tarkasta käsittelystä. Metodien käyttöön sisältyy kuitenkin sen toteutustavasta aiheutuvia rajoitteita. Empiirisen aineiston lähteillä on merkittävä vaikutus tutkimuksen lopputulokseen. Yritysten julkiset dokumentit, kuten vuosikertomukset, eivät välttämättä ole tarkkoja ja totuudenmukaisia esityksiä siitä, mikä yrityksen todellinen tila on. Lisäksi on lähes mahdotonta kerätä ja luokitella aineisto ilman minkäänlaista aineiston kerääjän tulkintaa. Tämä voidaan nähdä luokitteluun sisältyvänä teknisenä ongelmana. Metodina sisällönanalyysi on siis väistämättä subjektiivinen, joten aineiston luokittelumenetelmän tulee olla luotettava validien johtopäätösten muodostamista varten (Linsley & Shrivess 2006, 393). Beattie ym. (2004, 210) toteavat, että huolimatta tämänkaltaisen tutkimuksen subjektiivisesta luonteesta, se mahdollistaa tärkeiden tutkimustulosten aikaansaamisen yritysten tiedonannoista. Tutkimukseen liittyvistä rajoitteista löytyy tarkemmin kappaleesta 8.2.

### *Määrä*

Riskiraportoinnin määrän tutkimiseksi tulee ensin määritellä, mitä yksikköä koodauksessa käytetään. Yksikkönä voi käyttää sanojen, lauseiden tai sivujen määrää. (Linsley & Shrivess 2006, 393) Tässä tutkimuksessa mittarina käytetään sanojen määrää. Samaa mittaria käytti myös esimerkiksi Miihkinen (2012). Sanojen laskemista



perustellaan Unermanin (2000, 674) mukaan sillä, että määrä pystytään tällä tavoin laskemaan yksityiskohtaisemmin kuin muita yksiköjä käytettäessä. Lauseen etuna on se, että laskettaessa lauseita on mahdollista välittää lauseen merkitys tarkemmin kuin yksittäisten sanojen kohdalla. Toisaalta lauseiden kvantifioinnin heikkoutena nähdään se, että sama tieto on voitu esittää eri yhteyksissä käyttäen yhtä paljon sanoja, mutta eri määrän lauseita. Lauseiden luokittelu on joissain tilanteissa luotettavampaa, koska pelkkien sanojen jakaminen luokkiin ilman yhteyttä lauseeseen ei takaa yhtä suurta mahdollisuutta asiayhteyden ymmärtämiseen. (Unerman 2000) Esimerkiksi Linsley ja Shrives (2006) käyttivät tutkimuksensa yksikkönä lausetta. He perustelivat valintaa sillä, että lauseet on mahdollista jakaa eri riskiluokkiin irrottamatta sanoja asiayhteydestä, toisin kuin laskettaessa yksittäisiä sanoja. Myös Abraham ja Cox (2007) käyttivät tutkimuksessaan laskentayksikkönä lausetta, mutta huomauttivat kuitenkin että kirjoitustyyllillä voi olla merkittävä vaikutus laskennan lopputulokseen. Lisäksi tutkimuksessa tuotiin esille, että käyttipä yksikkönä sitten sanoja tai lauseita, tutkimuksen tuloksissa ei todennäköisesti ole olennaista eroa. Koska molemmat tyylit sisältävät etuja ja heikkouksia, valittiin tämän tutkimuksen mittausyksikkö aiemman suomalaisen tutkimuksen perusteella. Sanojen laskemisen yksipuolisuutta on vaikea välttää, ja se onkin yksi tämän tutkimuksen rajoitteista.

Ennen aineiston läpikäymistä tulee sisällönanalyysissä suunnitella myös havaintotaulukko sekä luokitteluohje. Linsleyn ja Shrivesin (2006, 393) mukaan on helpompi perustella sellaisen luokittelun käyttöä, jota on jo käytetty jossain toisessa tutkimuksessa. Tässä tutkimuksessa seurataan Miihkisen (2012) esittämää riskiluokittelua. Luokittelu pohjautuu KILA:n yleisohjeelle (2006), ja sisältää viisi luokkaa: strategiset- ja operationaaliset riskit, rahoitus- ja vahinkoriskit sekä riskienhallinnan. Yleisohje sisältää myös useita esimerkkejä riskitekijöiden luokittelusta. Lisäksi yleisohjeessa on esimerkinomaisia malleja riskitiedonannon muodosta. Nämä esimerkit eivät kuitenkaan tarjoa tyhjentävää kuvausta riskikategorioista, mistä johtuen Miihkinen on täydentänyt luokittelua Linsleyn ja Shrivesin (2006) tutkimuksen pohjalta. Luokittelua on muutettu kattavammaksi lisäämällä useita riskitiedottamisen alaluokkia riskiluokittelukaavioon. Tässä tutkimuksessa käytettävä riskiluokittelumalli on esitetty liitteessä A. Jokaiselle aineistoon kuuluvalla yritykselle kerätään viiden pääriskiluokan riskitiedonannon

määrät vuosilta 2007–2012. Yhteen riskiluokkaan viitataan esimerkiksi lyhenteellä RTMÄÄRÄ\_STR. Tämä luokka kertoo yrityksen strategisen riskitiedonannon määrän. Muiden luokkien lyhenteet muodostetaan samalla periaatteella: RTMÄÄRÄ\_OPE, RTMÄÄRÄ\_RAH, RTMÄÄRÄ\_VAH ja RTMÄÄRÄ\_RHAL. Esimerkiksi riskienhallintaan kuuluu liitteen A mukaisesti riskienhallintapolitiikka ja riskienhallinnan organisointi. Yritykset saattavat riskienhallinnan yhteydessä kertoa kuitenkin muun muassa sisäisestä tarkastuksesta ja valvonnasta. Tämänkaltainen tiedonanto luokitellaan erilliseen kategoriaan RTMÄÄRÄ\_MUU, joka lasketaan mukaan riskitiedonannon kokonaismäärään. Sitä ei kuitenkaan lasketa mukaan pääluokkiin. Tähän luokkaan lasketaan mukaan myös viittaukset muualla vuosikertomuksessa sijaitseviin riskitiedonantoihin. Taulukossa 3 on esitetty esimerkki jokaisesta riskiluokasta.

---

**TAULUKKO 3**

---

Esimerkkejä riskitiedonannosta

---

<b>Yritys</b>	<b>Mallilause</b>	<b>Riskiluokka</b>
Kone Oyj	"Markkinatilanne vuonna 2012 oli haastava yleisen talouskehityksen ja epävarmuuden seurauksena". (Kone Oyj 2012, 2)	Strateginen riski
Outotec Oyj	"Tilaukannassa oleviin projekteihin voi sisältyä toimitus-, laatu-, toiminnallisuus- ja kustannusriskejä". (Outotec Oyj 2012, 10)	Operatiivinen riski
Wulff Oyj	"Wulff-yhtiöiden altistuminen rahoitusriskeille kasvoi tilikauden 2009 aikana tehdyn Wulff Supplies -yrityksoston myötä." (Wulff Oyj 2010, 52)	Rahoitusriski
Wärtsilä Oyj	"Tavoitteena on, että henkilöstöön, omaisuuteen, toiminnan keskeytymiseen sekä toiminta- ja tuotevastuisiin liittyvät vahinkoriskit on katettu asianmukaisin vakuuksin". (Wärtsilä Oyj 2007, 32)	Vahinkoriskit
Aspocomp Group Oyj	"Päättyessään yhtiön strategiasta hallitus käsittelee yhtiön merkittävimmät riskit ja asettaa operatiiviset tavoitteet siten, että riskit eliminoiduvat tai minimoituvat kustannustehokkaasti". (Aspocomp Group Oyj 2011, 73)	Riskienhallinta
Metso Oyj	"Rahoitusriskienhallinnasta on lisää tietoa s. 69–71 tilinpäätöksen liitetiedoissa". (Metso Oyj 2008, 24)	Muu riski

---

Myös luokitteluohjeen laadinta on tärkeä osa sisällönanalyysiä. Tämän tutkimuksen luokitteluohje noudattaa Linsleyn ja Shrivessin (2006) esittämiä luokittelusääntöjä ja Miihkisen (2012) noudattamia periaatteita. Linsley ja Shrivess (2006) kehittivät tutkimuksessaan luokitteluohjeen seitsemän vuosikertomuksen aineiston luokittelun pohjalta, ja tämän testausvaiheen perusteella luotiin ohjeisto, jota hyödynnettiin tutkimuksen koko aineiston luokittelussa. Luokitteluohjeisto on seuraavanlainen:

- Lause luokitellaan riskitiedonannoksi, jos siinä annetaan tietoa mistä tahansa mahdollisuudesta tai näkymästä, tai uhasta vaarasta, haitasta tai altistumisesta, joka on jo vaikuttanut yritykseen tai saattaa vaikuttaa yritykseen tulevaisuudessa. Myös mikä tahansa mahdollisuus, näkymä, uhka, vaara, haitta tai altistuminen, joka vaikuttaa yrityksen johtamiseen, luetaan riskitiedonannoksi.
- Edellä esitetty määritelmä tulkitaan siten, että hyvä tai huono riski tai epävarmuus katsotaan sisältyvän riskitiedonantoon.
- Vaikka riskin määritelmä on laaja, tiedottaminen täytyy olla esitetty selkeästi. Vihjailevia tiedonantoja ei oteta huomioon.
- Riskitiedonanto luokitellaan liitteen A mukaisesti riskiluokkiin.
- IFRS 7 mukaisia määrällisiä riskitiedonantoja ei pro gradu –tutkimuksen rajaukset huomioiden lasketa mukaan.
- Jos lause sopii useampaan kuin yhteen riskiluokkaan, luokitellaan se siihen luokkaan joka lauseessa korostuu eniten.
- Taulukoita ei lasketa mukaan, ainoastaan narratiivisesti esitetty riskitiedonanto luokitellaan.
- Jos sama tiedonanto toistuu useammassa kohtaa aineistoa, luokitellaan se jokaisen esilletulon yhteydessä erikseen.
- Jos riskitiedonannossa viitataan liian epämääräisesti riskiin, sitä ei luokitella ollenkaan.

Vuosikertomuksista ja tilinpäätöksistä kerättyjen aineistojen keräämisen ja riskiluokkiin jaottelun jälkeen voidaan muodostaa riskitiedonannon kokonaismäärää kuvaava

muuttuja (kaava 1). Tätä muuttujaa käytetään myös regressioanalyysin selitettävänä muuttujana.

(1) Riskitiedonannon määrä (RTMÄÄRÄ) = yrityksen riskitiedonannon sanojen kokonaismäärä

Riskitiedonannon kokonaismäärä lasketaan jokaiselle riskiluokalle erikseen sekä lisäksi toimintakertomuksen riskitiedonannolle (RTMÄÄRÄ\_TOIK), vapaaehtoiselle riskitiedonannolle (MÄÄRÄ\_GC), sekä näiden yhteismäärälle (RTMÄÄRÄ). Ensimmäisen tutkimusongelman kohdalla voidaan näiden luokittelujen avulla arvioida riskitiedonannon määriä luokittain, kokonaisuutena, onko tiedonanto esiintynyt toimintakertomuksessa vai vapaaehtoisissa osioissa ja muutoksia vuosien välillä. Kattavuuden tutkimiseksi määritellään vielä muuttujat RTKATTAVUUS\_TOIK, RTKATTAVUUS.CG ja RTKATTAVUUS.YHT, joilla kuvataan riskitiedonannon kattavuutta toimintakertomuksessa, vapaaehtoisissa osioissa ja kokonaisuutena. Muuttujan arvo esitetään Herfindahlin indeksinä erikseen jokaiselle vuodelle.

### *Kattavuus*

Määrän lisäksi ensimmäisen tutkimusongelman kohteena on tutkia riskitiedonannon kattavuutta. Sijoittajat tarvitsevat tasapuolista kuvausta yrityksen suurimmista riskeistä arvioidakseen yrityksen arvoa (Miihkinen 2012, 443). Tässä tutkimuksessa riskitiedonannon kattavuutta tutkitaan Herfindahlin indeksin avulla. Samaa lähestymistapaa ovat käyttäneet myös Miihkinen (2012) ja Beattie ym. (2004). Herfindahlin indeksi on informaation keskittymisen tilastollinen mittari (Rhoades 1993). Tässä tutkimuksessa sen avulla tutkitaan riskitiedonannon keskittymistä viiden pääriskiluokan välillä hallituksen toimintakertomuksessa, vapaaehtoisissa osioissa sekä molemmissa yhteensä. Indeksien arvo vaihtelee yhden ja nollan välillä. Arvolla 1 kaikki tieto on rajoittunut yhteen luokkaan, kun taas arvolla 0 tieto on jakautunut tasaisesti eri luokkien välillä. Herfindahlin indeksistä käytetään tässä tutkimuksessa käänteisarvoa Miihkisen (2012) tavoin, jolloin suurempi H:n arvo kuvaa kattavampaa tiedonantoa luokkien välillä. Näin saatu arvo skaalataan jakamalla se pääriskiluokkien määrällä eli

viidellä. Tiedonannon keskittymisen eli kattavuuden Herfindahlin indeksi lasketaan kaavan 2 käänteisfunktion mukaisesti.

$$(2) \text{ Riskitiedonannon kattavuus} = [(1/H)/\text{pääriskiluokkien määrä}]$$

Kaavassa H tarkoittaa Herfindahlin indeksiä, joka lasketaan  $H = \sum_i^n p_i^2$ .  $P_i$  on riskitiedonannon sanojen osuus riskiluokassa i. Tasapuolisemmin riskeistään tiedottavan yrityksen tiedonannon katsotaan olevan laadukkaampaa kuin yrityksen, jonka tiedonanto on hajanaisempaa riskiluokkien välillä (Miihkinen 2012). Kattavuuden oletetaan luonnollisesti paranevan uuden sääntelyn myötä, eli vuodesta 2009 eteenpäin kattavuus oletetaan parantuneen. Riskitiedonantoa kuvaavat muuttujat ja niiden selitykset on esitetty kootusti taulukossa 4.

<b>TAULUKKO 4</b>	
Riskitiedonannon määrää ja kattavuutta kuvaavat muuttujat	
<b>Muuttuja</b>	<b>Selitys</b>
Riskitiedonannon määrä	
RTMÄÄRÄ_STR	Riskitiedonanto strategisista riskeistä
RTMÄÄRÄ_OPE	Riskitiedonanto operationaalisista riskeistä
RTMÄÄRÄ_RAH	Riskitiedonanto rahoitusriskeistä
RTMÄÄRÄ_VAH	Riskitiedonanto vahinkoriskeistä
RTMÄÄRÄ_RHAL	Riskitiedonanto riskienhallinnasta
RMÄÄRÄ_MUU	Muu riskitiedonanto, joka ei kuulu viiteen pääluokkaan
RMÄÄRÄ_TOIK	Riskitiedonannon määrä toimintakertomuksessa
RTMÄÄRÄ_CG	Riskitiedonannon määrä vapaaehtoisissa osioissa
RTMÄÄRÄ	Riskitiedonannon määrä yhteensä
Riskitiedonannon kattavuus	
RTKATTAVUUS_TOIK	Riskitiedonannon kattavuus toimintakertomuksessa
RTKATTAVUUS_GC	Riskitiedonannon kattavuus vapaaehtoisissa osioissa
RTKATTAVUUS_YHT	Riskitiedonannon kattavuus yhteensä

### 6.2.2 Korrelaatioanalyysi

Tämän tutkimuksen toisena tavoitteena on tutkia yrityskohtaisten tekijöiden vaikutusta riskitiedonannon määrään. Korrelaatioanalyysi toimii usein pidemmälle menevien

analyysimenetelmien, kuten regressioanalyysin, lähtökohtana. (Metsämuuronen 2002, 60) Siten tässäkin tutkimuksessa aineistolle esitetään ensin Pearsonin ja Spearmanin korrelaatiokertoimet. Korrelaatioanalyysin ensisijainen tavoite on arvioida kahden muuttujan välisen lineaarisen yhteyden välistä voimakkuutta tai astetta. Se ei kuitenkaan anna tietoa muuttujien välisestä kausaalisesta yhteydestä. Kausaalisuutta voidaan sen sijaan tutkia regressioanalyysin avulla. (Gujarati & Porter 2009, 20). Pearsonin korrelaatiokerroin kuvaa lineaarisen riippuvuuden suuruutta vähintään välimatka-asteikollisilla muuttujilla ja Spearmanin korrelaatiokerroin järjestysasteikkotasoisilla muuttujilla. Korrelaatiokertoimen arvot vaihtelevat -1 ja +1 välillä, ja etumerkki osoittaa muuttujien välisen riippuvuuden suunnan. -1 kuvaa negatiivista riippuvuutta muuttujien välillä, +1 puolestaan positiivista riippuvuutta. Korrelaatiokertoimen arvon ollessa 0 lineaarista riippuvuutta ei ole lainkaan. (Heikkilä 2010, 204) Gujaratin ja Porterin (2009) mukaan korrelaatioanalyysin avulla voidaan tutkia mitkä tekijät vaikuttavat tiedottamisen määrään, tekijöiden yhteyttä ja riippuvuuden voimakkuutta. Regressioanalyysin toteutuksen lähtökohtana on, että selittävät muuttujat korreloivat kohtuullisesti selitettävän muuttujan, mutta eivät liian voimakkaasti toistensa kanssa. (Metsämuuronen 2002, 22) Näin ollen korrelaatioanalyysi toimii myös regressioanalyysin rajoitusten tarkastelun apuna.

### 6.2.3 OLS-regressioanalyysi

Korrelaatioanalyysi itsessään ei ole riittävä edellytys muuttujien välisen kausaalisuhteen tutkimiselle. (Heikkilä 2010, 204) Yrityskohtaisten tekijöiden kausaalista vaikutusta yrityksen riskitiedonannon määrään tutkitaan tässä tutkimuksessa lineaarisen monimuuttujaregressioanalyysin avulla. Monimuuttujamenetelmien avulla voidaan yhtäaikaisesti tarkastella useiden selittävien muuttujien vaikutusta selitettävään muuttujaan (Heikkilä 2010, 243). Regressioanalyysin edellytyksenä on, että selitettävä muuttuja on vähintään välimatka-asteikollinen. Myös selittävät muuttujat ovat yleensä välimatka-asteikollisia, mutta voivat olla myös järjestysluku- tai nominaaliasteikollisia. (Gujarati 2009, 277)

### 6.2.3.1 Muuttujien määrittäminen

Tämän tutkimuksen regressioanalyysissä käytettävät muuttujat on valittu aiemman tutkimuksen pohjalta. Monimuuttujamenetelmiä käytettäessä oletuksena on usein käytettävien muuttujien normaalijakautuneisuus. Mikäli muuttujat eivät ole normaalisti jakautuneita, niitä voi normalisoida tekemällä muuttujamuunnoksia. (Metsämuuronen 2002, 17)

#### *Selitettävä muuttuja*

Tutkimuksen selitettävänä muuttujana on riskitiedonannon määrä (RTMÄÄRÄ). Tässä hyödynnetään ensimmäisen tutkimusongelman kohdalla sisällönanalyysin avulla kerättyä informaatiota yritysten riskitiedonantojen määristä. Koska riskitiedonannon määrä on suhteellisen normaalijakautunut jo valmiiksi, ei tämän muuttujan kohdalla ole tarvetta muuttujamuunnoksille.

#### *Selittävät muuttujat*

Yrityksen kokoa mitataan tässä tutkimuksessa liikevaihdolla (LNKOKO). Liikevaihto on yritystoiminnan volyymin mittari, ja sen muutoksella kuvataan toiminnan kasvua tai supistumista. (Yritystutkimus 2011, 75) Samaa käytäntöä on toteutettu myös aikaisemmissa riskiraportoinnin tutkimuksissa (Linsley & Shrives 2006 ja Beretta & Bozzolan 2004). Liikevaihdosta käytetään luonnollista logaritmia sen epälineaarisuuden vuoksi (Linsley & Shrives 2006, 394).

Yrityksen velkaantuneisuus lasketaan tässä tutkimuksessa Miihkisen (2012, 447) tutkimusta mukaillen  $1 - (\text{oma pääoma} / \text{taseen loppusumma})$ . Muuttujan nimityksenä on VELKA.

Yrityksen riskiherkkyyttä voidaan mitata useilla eri tavoilla kuten velkaantumisasteella, betalla, yrityksen markkina-arvon ja kirja-arvon suhteella, omavaraisuudella tai konkurssitodennäköisyydellä (Linsley & Shrives 2006, 394). Yrityksen riskisyyden mittarina on useissa aikaisemmissa tutkimuksissa käytetty beta-lukua (Miihkinen 2012,

Dobler et al. 2011, Lajili & Zéghal 2005). Betan laskeminen perustuu Capital Asset Pricing –malliin, jolloin myös betan arvoon vaikuttavat kyseisen mallin rajoitteet. Linsleyn ja Shrivessin (2006, 394) mukaan vaihtoehtoisena riskisyyden mittarina voidaan tästä syystä käyttää P/B-lukua. Faman ja Frenchin (1992) tutkimus tukee oletusta siitä, että P/B-lukua voidaan pitää soveltuvana riskisyyden mittarina. Tässä tutkimuksessa yrityksen riskisyyden mittarina käytetään price-to-book –lukua (LGRISKI). Tämän muuttujan osalta on syytä tehdä muuttujamuunnos, jotta se saadaan paremmin normaalijakautuneeksi. Muuttujamuunnos suoritetaan logaritmoinnilla. Koska logaritmointia varten muuttujan tulee olla positiivinen, on P/B-lukuja ensin muokattu lisäämällä arvoon +1 (Metsämuuronen 2002, 32).

Kannattavuus kuvaa liiketoiminnan taloudellista tulosta, ja tässä tutkimuksessa sitä mitataan suhteellisella kannattavuudella, joka mahdollistaa yritysten välisen vertailun (Yritystutkimus 2011, 64). Yrityksen kannattavuutta mitataan Miihkisen (2012) ja Alsaedin (2006) tavoin tunnusluvulla ROA, joka kertoo koko pääoman tuottoasteen (Yritystutkimus 201, 64).

Luvuissa 2, 3 ja 4 esitellyn teorian ja aikaisemman tutkimuksen pohjalta markkinatilanteella oletetaan vaikuttavan yrityksen riskitiedonannon määrään. Epävarmassa markkinatilanteessa eli laskevilla markkinoilla yrityksen johto pyrkii kasvattamaan sijoittajien luottamusta yrityksen toimintaan lisäämällä riskitiedonannon määrää (Elliott & Elliott, 2008). Kuviosta 4 on nähtävissä, että markkinat laskivat toimialalla vuosina 2007, 2008 ja 2011 ja nousivat vuosina 2009, 2010 ja 2012. Taloudellisen tilanteen vaikutusta tutkitaan muodostamalla dummy-muuttuja. Muuttuja saa arvon yksi, jos markkinat ovat kyseisenä vuotena olleet laskevat ja tästä johtuen hypoteesin mukaisesti riskitiedonanto lisääntynyt, ja arvon nolla, jos markkinat ovat kyseisenä vuotena nousseet ja riskitiedonanto siten hypoteesin mukaisesti vähentynyt. Analyysissä muuttujaa kuvataan nimellä MARK.





**Kuvio 4** Kurssi-indeksi teollisuustuotteet ja -palvelut toimialan pörssikehityksestä vuosina 2007-2013.

Taulukossa 5 esitetään vielä koottuna regressiomallissa käytettävät muuttujat ja niiden odotettu vaikutus hypoteesien pohjalta.

### TAULUKKO 5

#### Regressioanalyysin muuttujat ja odotettu merkki

Muuttuja	Kuvaus	Odotettu vaikutus
RTMÄÄRÄ	Riskitiedonannon määrä	Selitettävä muuttuja
LNKOKO	Luonnollinen logaritmi yrityksen liikevaihdosta	+
VELKA	Yrityksen velkaantuneisuus, joka lasketaan $1 - (\text{oma pääoma} / \text{taseen loppusumma})$	+
LGRISKI	10-kantainen logaritmi luvusta $P/B+1$ , joka kuvaa yrityksen riskisyyttä	+
ROA	Yrityksen kannattavuuden kuvaaja: tilikauden tulos/taseen loppusumma	+
MARK	Markkinatilanteen kuvaaja. Dummy-muuttuja, joka saa arvon 1 jos pörssi-indeksi on kyseisenä vuotena ollut laskeva, ja arvon 0 jos pörssi-indeksi on ollut nouseva	+

### 6.2.3.2 Regressiomalli

Edellä esiteltyjen yrityskohtaisten tekijöiden vaikutusta riskitiedonannon määrään tutkitaan regressiomallin avulla. Tässä tutkimuksessa monimuuttujaregressio toteutetaan pienimmän neliösumman menetelmällä eli OLS-regressiolla. Kaava 5 esittää regressioanalyysin perusmallia (Metsämuuronen 2002, 23).

$$(5) Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + \varepsilon$$

Mallissa Y on selitettävä muuttuja,  $\beta_0$  on vakiotekijä,  $\beta_1$ - $\beta_n$  selitettävien muuttujien kertoimia,  $X_1$ - $X_n$  selittäviä muuttujia ja  $\varepsilon$  residuaali eli jäännöstermi. Oletuksena on, että selitettävät muuttujat noudattavat normaalijakaumaa. (Heikkilä 2010, 238). Tästä johtuen kahdelle selittävälle muuttujalle suoritettiin muuttujamuunnos. Kaava 6 esittää tutkimuksessa käytettävää regressiomallia.

$$(6) \text{RTMÄÄRÄ} = \beta_0 + \beta_1(\text{LNKOKO}) + \beta_2(\text{VELKA}) + \beta_3(\text{LGRISKI}) + \beta_4(\text{ROA}) + \beta_5(\text{MARK})$$

## **7 TULOKSET**

### **7.1 Riskitiedonanto vuosina 2007–2012**

Tässä alaluvussa analysoidaan sisällönanalyysin avulla kerätyn aineiston antamia tuloksia. Ensin analysoidaan riskitiedonannon määrää vuosina 2007–2012, eli onko riskitiedonannon määrässä tapahtunut muutosta tällä ajanjaksolla. Sen jälkeen analysoidaan riskitiedonannon kattavuutta, eli onko kattavuudessa tapahtunut muutosta vuosina 2007–2012.

#### **7.1.1 Riskitiedonannon määrä**

Tässä alaluvussa analysoidaan ensimmäistä tutkimusongelmaa kuvailevien tilastotietojen avulla. Tarkoituksena on selvittää, onko yritysten riskitiedonannon määrässä tapahtunut muutosta vuosina 2007–2012. Riskiraportoinnin määrää havainnollistetaan ja analysoidaan tilastollisten taulukoiden avulla.

Seuraavien taulukoiden avulla analysoidaan riskitiedottamisen määrässä tapahtunutta muutosta vuosina 2007–2012. Taulukossa 6 esitetään riskitiedonannon määrä Miihkisen (2012) esittelemää riskiluokittelua hyödyntäen. Taulukossa 7 esitetään riskitiedonannon määrä hallituksen toimintakertomuksessa, vapaaehtoisissa osioissa sekä molemmissa yhteensä. Jokaisesta osiosta esitetään keskiarvo, mediaani, keskihajonta, suurin ja pienin arvo sekä summa. Oletuksena on, että riskitiedonannon määrä ja kattavuus on lisääntynyt uuden corporate governance –suosituksen voimaantulon myötä vuodesta 2009 eteenpäin. KILA:n yleisohje vuodelta 2006 on sen sijaan ollut voimassa koko tarkasteltavan ajanjakson ajan. Myös toimintaympäristön muutoksella oletetaan olevan vaikutusta riskitiedonannon määrään ja kattavuuteen. Toimintaympäristön muutoksen eli yleisen taloudellisen tilanteen vaikutusta analysoidaan ensin kuvion 4 avulla. Taloudellisen tilanteen muuttuessa informaation epäsymmetria kasvaa (Healy & Palepu 2001). Epävarman markkinatilanteen ja informaation epäsymmetrian johdosta yrityksen johto pyrkii lisäämään sijoittajien luottamusta yritykseen lisäämällä riskitiedonannon

määrää (Elliott & Elliott 2008). Kuvio 4 kuvaa teollisuustuotteet ja –palvelut toimialan kehitystä vuosina 2007-2012, ja kuvion perusteella oletuksena on, että riskitiedonannon määrä on kasvanut vuosina 2007, 2008 ja 2011.

<b>TAULUKKO 6</b>						
Strategisen riskitiedonannon määrä riskiluokittain vuosina 2007–2012						
<b>MÄÄRÄ STR</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Keskiarvo	112	136	164	147	174	166
Mediaani	117	121	164	130	173	149
Keskihajonta	71	88	90	66	86	88
Max	249	368	327	326	392	362
Min	14	39	25	54	39	38
Yhteensä	2347	2862	3452	3096	3645	3480
<b>MÄÄRÄ OPE</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Keskiarvo	89	79	98	82	81	105
Mediaani	84	59	95	70	77	81
Keskihajonta	102	71	79	58	73	102
Max	477	274	282	198	251	467
Min	0	0	0	0	0	0
Yhteensä	1863	1667	2064	1712	1696	2202
<b>MÄÄRÄ RAH</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Keskiarvo	100	124	163	141	137	112
Mediaani	93	98	147	119	122	104
Keskihajonta	54	73	89	73	71	43
Max	236	311	328	322	313	183
Min	19	47	0	61	46	39
Yhteensä	2094	2609	3425	2953	2876	2360
<b>MÄÄRÄ VAH</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Keskiarvo	49	42	55	49	40	38
Mediaani	26	24	39	32	25	25
Keskihajonta	60	44	57	53	51	41
Max	212	167	200	198	194	163
Min	0	0	0	0	0	0
Yhteensä	1027	889	1164	1030	840	796
<b>MÄÄRÄ RHAL</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Keskiarvo	208	234	321	345	372	350
Mediaani	186	197	308	360	321	359
Keskihajonta	145	167	234	178	184	153
Max	512	670	1072	780	734	600
Min	20	21	63	63	63	63
Yhteensä	4361	4924	6737	7253	7812	7356

Taulukosta 6 voi nähdä, että riskiluokkien välisiä eroja vertailtaessa yritykset tiedottavat vuosittain selkeästi eniten riskienhallinnasta. Sen määrä toiseksi eniten raportoituun luokkaan eli strategisiin riskeihin on esimerkiksi vuonna 2012 kaksinkertainen. Ei ole yllättävää, että myös strategisista riskeistä esitetään paljon tietoa, koska KILA:n

riskiluokittelun pohjalta kyseiseen luokkaan kuuluu useita toimialalle ja yrityksille tyypillisiä riskejä (liite A). Operatiivisten ja rahoitusriskien tiedonanto oli vuonna 2012 melko tasaista, mutta vaihtelu aineiston sisällä on operatiivisten riskien kohdalla huomattavasti suurempaa. Operatiivisissa riskeissä keskihajonta on 102, kun rahoitusriskeissä vastaava luku on vain 43. Ilmeisesti yritysten operatiivisten riskien määrä tai halu niistä tiedottamiseen vaihtelee suuremmin kuin rahoitusriskien. Rahoitusriskien pienempää hajontaa selittää myös lakisääteinen pakko kertoa rahoitusinstrumenteista aiheutuvista riskeistä tilinpäätöksen liitetiedoissa IFRS 7 – standardin mukaisesti. Toimintakertomuksessa tai vapaaehtoisissa osioissa ei näin ollen ole tarvetta rahoitusriskien tarkemmalle läpikäymiselle, joka vaikuttaa erojen tasaantumiseen yritysten välillä. Toisaalta myös operatiivisista riskeistä tiedottaminen on ollut tasaisempaa vuosina 2008–2011, mikä voisi viitata corporate governance – sääntelyn mahdolliseen tiedonantoa tasaavaan vaikutukseen. Vaikutus ei kuitenkaan ole kestänyt vuoteen 2012 asti.

Riskienhallinnasta ja strategisista riskeistä tiedottaminen on kasvanut kaikista riskiluokista huomattavasti eniten vuosien 2007 ja 2012 välillä. Riskienhallinnasta tiedotettiin vuonna 2012 noin 70 % enemmän kuin vuonna 2007, ja strategisista riskeistä noin 50 % enemmän. Operatiivisista ja rahoitusriskeistä raportointi kasvoi maltillisemmin, kummatkin noin 20 %. Vahinkoriskit oli ainoa riskiluokka, josta tiedottaminen väheni. Vuonna 2012 vahinkoriskeistä tiedotettiin noin 20 % vähemmän kuin vuonna 2007. Tämä voi johtua siitä yksinkertaisesta syystä, että vahinkoriskit ovat kaikista riskiluokista pienin johtuen riskiluokittelusta, eivätkä saa vuosikertomuksissa määrällisesti sääntelystä huolimatta. Näin ollen pienempi määrän muutos saattaa esiintyä prosentuaalisesti suurempana, kuin mitä muutos todellisuudessa on eli 231 sanaa.

Strategisen riskitiedonannon määrä kasvoi melko tasaisesti koko tarkasteltavan ajanjakson ajan. Vuosina 2008, 2009 ja 2011 riskitiedottamisen määrä tässä luokassa kasvoi noin 500 sanalla vuosittain verrattuna edelliseen vuoteen. Tämänkaltainen kehitys tukee hyvin oletusta johdon ja sijoittajien välisestä informaation epäsymmetriasta (Graham, 2005). Toimialan taloudellinen tilanne heikentyi erityisesti vuosina 2008 ja 2011 (taulukko 4). Kun taloudellinen tilanne on heikentynyt, yrityksen

johto on kasvattanut strategista riskitiedonantoa välttääkseen sijoittajien epävarmuutta yrityksen toimintaa kohtaa. Samankaltainen kehitys on nähtävissä myös rahoitusriskien tiedottamisessa. Tämän riskiluokan osalta riskitiedonanto kasvoi huomattavasti vuosina 2008 ja 2009, ensimmäisessä noin 500 sanalla ja jälkimmäisessä noin 800 sanalla. Vahinkoriskeistä tiedottaminen ei näytä kuitenkaan seuraavan vastaavaa kehitystä. Tästä riskiluokasta tiedottaminen on vähentynyt vuosittain, poikkeuksena kuitenkin vuosi 2009. Syynä tähän voi olla muiden riskiluokkien merkityksen korostuminen. Lisäksi vahinkoriskiluokkaan kuuluu lähinnä vakuutuksista ja merkittävistä oikeudellisista toimista raportoiminen, joten luokasta ei määrällisesti ole laajasti tiedotettavaa.

1.1.2009 voimaantullut Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi korostaa yrityksen riskienhallinnan merkitystä. Sen mukaan yhtiön on selostettava hallituksen tietoon tulleita merkittävimpiä riskiä ja epävarmuustekijöitä sekä ne periaatteet, joiden mukaan riskienhallinta on järjestetty. Jokaisen riskiluokan riskitiedonannon määrä kasvoi vuonna 2009 verrattuna edelliseen vuoteen. Erityisesti riskienhallinnan tiedonannon määrässä on nähtävissä selkeä nousu vuodesta 2009 eteenpäin. Vuonna 2009 tämän luokan riskitiedonannon määrä nousi lähes 2000 sanalla, ja seuraavina kahtena vuotena kumpanakin noin 500 sanalla. Tämän mukaan riskienhallinnan korostamisella hallinnointikoodissa on ollut selkeä vaikutus erityisesti tämän riskiluokan tiedonannossa. Strateginen riskitiedottaminen kasvoi noin 600 sanalla, operatiivinen 400, rahoitusriskien 800 ja vahinkoriskien 300 sanalla vuonna 2009.

Riskitiedonannon määrän vaihtelu hallituksen toimintakertomuksessa on pysynyt maltillisena koko tarkasteltavan ajanjakson ajan (taulukko 7). Suurimmat muutokset ovat tapahtuneet vuosina 2008 ja 2009, jolloin määrä nousi kumpanakin vuotena noin 700 sanalla eli noin 15 %:lla. KILA:n yleisohje toimintakertomuksen laatimisesta on ollut voimassa vuodesta 2006, eli suuria vaihteluita toimintakertomuksen riskitiedonannon määrässä ei ollut odotettavissa. Tulokset tukevat tätä oletusta. Vapaaehtoisesti raportoitavissa osioissa eli erillisissä riskiosioissa, liitetiedoissa ja corporate governance –osiossa (Miihkinen 2012, 447) oli odotettavissa selkeämpi muutos vuoden 2009 hallinnointikoodin muutoksen myötä. Vapaaehtoisissa osioissa esiintyvä riskitiedonanto kasvoi yli 30 prosenttia vuonna 2009. Tämän harppauksen

jälkeen vapaaehtoisten osioiden riskitiedonannon määrä on pysynyt yli 11 000 sanassa. Uuden hallinnointikoodin merkitys näkyy selvästi riskitiedonannon kokonaismäärässä. Sanojen yhteenlaskettu määrä kasvoi vuosien 2007 ja 2009 välillä yli 40 %:a, ja pienistä heilahteluista huolimatta myös pysyi päivitetyn hallinnointikoodin voimaantulon jälkeen korkeammalla tasolla.

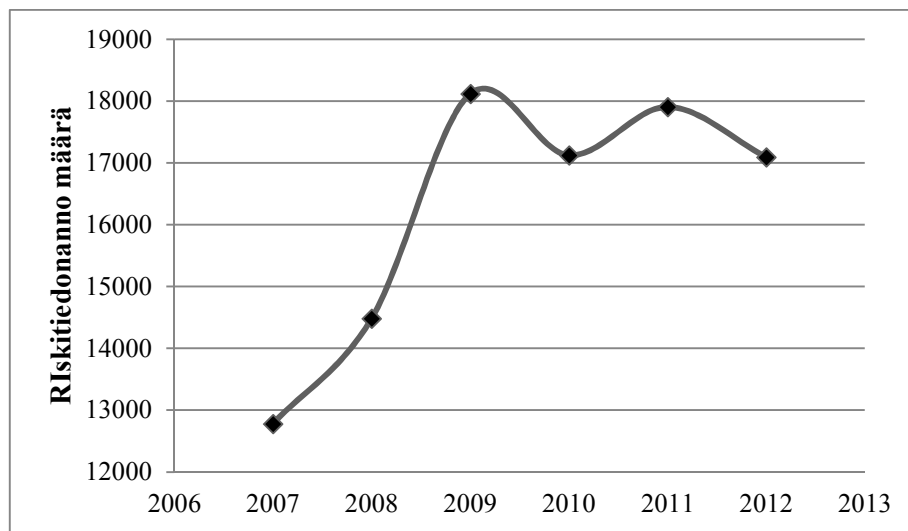
**TAULUKKO 7**

Riskitiedonannon määrä hallituksen toimintakertomuksessa, vapaaehtoisissa osioissa ja molemmissa yhteensä vuosina 2007–2012

<b>MÄÄRÄ_TOIK</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Keskiarvo	225	259	292	281	291	285
Mediaani	234	245	280	269	255	279
Keskihajonta	117	117	140	138	149	126
Max	468	455	688	546	652	521
Min	6	93	85	57	80	64
<b>Yhteensä</b>	<b>4727</b>	<b>5447</b>	<b>6127</b>	<b>5894</b>	<b>6104</b>	<b>5995</b>
<b>MÄÄRÄ.CG</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Keskiarvo	384	430	571	535	562	529
Mediaani	367	402	552	552	503	509
Keskihajonta	254	308	374	274	310	329
Max	742	1054	1383	1100	1225	1327
Min	19	19	55	116	110	69
<b>Yhteensä</b>	<b>8055</b>	<b>9038</b>	<b>11991</b>	<b>11230</b>	<b>11802</b>	<b>11101</b>
<b>MÄÄRÄ_YHT</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Keskiarvo	609	690	863	815	853	814
Mediaani	526	657	875	830	911	819
Keskihajonta	287	316	346	235	287	298
Max	1083	1474	1680	1232	1547	1670
Min	190	261	252	410	387	395
<b>Yhteensä</b>	<b>12782</b>	<b>14485</b>	<b>18118</b>	<b>17124</b>	<b>17906</b>	<b>17096</b>

Kuvio 5 esittää riskitiedonannon määrän vielä viivakaaviona havainnollisemmassa muodossa. Riskitiedonannon määrä on kasvanut selkeästi vuosina 2008 ja 2009 asettuen vuodesta 2009 eteenpäin pysyvästi korkeammalle tasolle. Vuoden 2009 hyppäys tukee selkeästi uuden corporate governance –säätelyn vaikutusta riskitiedonannon määrään. Markkinatilanteen heikentyessä vuosina 2008 ja 2011 (kuvio 4) riskitiedonannon määrä kasvoi. Tästä ei kuitenkaan voi suoraan päätellä markkinatilanteen olleen suurin vaikuttava syy riskitiedonannon kasvuun, sillä

todennäköisempi syy on sääntelyn vaikutus. Tämän voi päätellä, kun tarkastelee hallituksen toimintakertomuksen ja vapaaehtoisten osien määriä erikseen. Kuten aikaisemmin todettiin, toimintakertomuksen tiedonantomäärät ovat pystyneet tasaisina, kun taas vapaaehtoisissa osioissa on ollut vuonna 2009 selkeä muutos. Tämä muutos esiintyy myös kokonaismäärissä. Tulosten perusteella voidaan kuitenkin esittää, että informaation epäsymmetria vaikuttaa yrityksen riskitiedonannon määriin (Kravet & Muslu 2012; Graham 2005). Teorian mukaan tiedonannon sääntely ja sitä kautta tiedonannon lisääminen on yksi keino vähentää informaation epäsymmetriaa sekä siitä syntyviä agenttikustannuksia (Hermalin & Weisbach 2012, 195; Leuz 2003; Healy & Palepu 2001) Epävarman markkinatilanteen ja informaation epäsymmetrian johdosta yrityksen johto pyrkii lisäämään sijoittajien luottamusta yritykseen lisäämällä riskitiedonannon määrää (Elliott & Elliott 2008). Oletuksen on tämän perusteella, että riskitiedonannon määrä on kasvanut ainakin vuosina 2008, 2009 ja 2011.



**Kuvio 5** Riskitiedonannon määrä yhteensä vuosina 2007–2012.

### 7.1.2 Riskitiedonannon kattavuus

Riskitiedonannon kattavuutta tutkitaan tässä tutkimuksessa erikseen hallituksen toimintakertomuksen, vapaaehtoisten osioiden sekä näiden summan perusteella (taulukko 8). Tiedonannon kattavuutta mitataan Herfindahlin indeksin käänteisfunktion



avulla. Käänteisfunktioita käytetään, koska silloin indeksin suurempi arvo kuvaa kattavampaa riskitiedonantoa. KILA:n yleisohjeessa (2006) korostetaan, että yksi ohjeistuksen päätavoitteista on riskitiedonannon laaja kattavuus (Miihkinen 2012, 442). Sen mukaan merkittävimpiä riskejä ja epävarmuustekijöitä tulee arvioida tasapuolisesti ja kattavasti. Kattavuuden voi olettaa parantuvan sääntelyn myötä (Beattie ym. 2004), jolloin toimintakertomukseen vaikuttaa vuoden 2006 KILA:n yleisohje ja vapaaehtoiisiin osioihin vuonna 2009 voimaantullut Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi.

<b>TAULUKKO 8</b>						
Riskitiedonannon kattavuus vuosina 2007-2012						
<b>KATTAVUUS_TOIK</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Keskiarvo	0,866	0,824	0,86	0,841	0,74	0,739
Mediaani	0,788	0,724	0,819	0,772	0,627	0,702
Keskihajonta	0,946	0,934	0,93	0,932	0,881	0,855
Max	0,89	0,919	0,894	0,96	0,887	0,889
Min	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>KATTAVUUS_CG</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Keskiarvo	0,703	0,675	0,627	0,546	0,552	0,602
Mediaani	0,484	0,495	0,539	0,456	0,436	0,466
Keskihajonta	0,782	0,766	0,707	0,699	0,709	0,803
Max	0,827	0,774	0,616	0,698	0,721	0,794
Min	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>KATTAVUUS_YHT</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Keskiarvo	0,818	0,784	0,76	0,687	0,66	0,679
Mediaani	0,792	0,742	0,737	0,607	0,668	0,61
Keskihajonta	0,867	0,818	0,751	0,769	0,797	0,809
Max	0,872	0,817	0,658	0,742	0,797	0,819
Min	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Taulukossa 8 on esitetty hallituksen toimintakertomuksen, vapaaehtoisten osien sekä näiden yhteissumman osalta keskiarvon, mediaanin, keskihajonnan, suurimman ja pienimmän tiedottamismäärän kattavuus. Arvoa ei voida matemaattisista syistä laskea yrityksille, jotka eivät esitä riskitiedonantoa. Herfindahlin indeksin käänteisfunktion arvo jaettuna riskiluokkien määrällä kuvaa tiedonannon jakautumista eri riskiluokkien välillä. Mitä lähempänä arvo on numeroa 1, sitä tasapuolisemmin riskitiedonanto on jakautunut eri riskiluokkien välillä.

Toimintakertomuksen osalta (KATTAVUUS\_TOIK) riskitiedonanto on muuttunut vähemmän kattavaksi kuuden vuoden ajanjaksolla keskiarvolla mitattuna. Oletuksena oli, että riskitiedonannon kattavuus paranee sääntelyn vaikutuksesta. Vuonna 2006 voimaantulleen KILA:n yleisohjeen mukaan riskejä ja mahdollisuuksia tulee kuvata toimintakertomuksessa tasapuolisesti, jolloin yrityksen sidosryhmät voivat arvioida yrityksen riskejä. Toimintakertomuksen osalta riskitiedonanto on ollut tasapuolisinta vuonna 2007 heti yleisohjeen voimaantulon jälkeen. KILA:n yleisohje ei sisällä tarkkoja

menettelytapoja koskien riskitiedottamista, mutta sen liitteissä on mainittu esimerkkejä toimintakertomuksessa esitettävistä riskitekijöistä. Tulosten mukaan yleisohjeen sääntelyn vaikutus korostuu julkaisun jälkeisinä vuosina, mutta vaikutus ei pysy samansuuruisena läpi tarkasteltavan kuuden vuoden jakson. Suurimmassa osassa vuosikertomuksia toimintakertomuksien riskitiedonannoissa strategisten riskien luokka korostui verrattuna muihin luokkiin. Myös riskienhallinnasta raportoitiin toimintakertomuksissa, mutta monilla yrityksillä on oma corporate governance –osio, jossa varsinkin suurten yritysten kohdalla käsiteltiin yritysten riskienhallintaa yksityiskohtaisesti.

Vapaaehtoisen riskitiedottamisen kattavuuden muutokset ovat vaihtelevia. Suurimmat erot esiintyvät vuosina 2009, 2010 ja 2012. Vuonna 2009 riskitiedonannon kattavuus on heikentynyt 7 prosenttia ja vuonna 2010 13 prosenttia, kun taas vuonna 2012 se on parantunut noin 10 prosenttia verrattuna edelliseen vuoteen. Vuoden 2009 alusta lähtien voimaantullut Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi velvoittaa yrityksiä selostamaan hallituksen tietoon tulleita riskejä ja epävarmuustekijöitä. Tulosten mukaan hallinnointikoodin vaikutus on kuitenkin merkittävämpi tarkasteltaessa tiedonannon määrää kuin sen kattavuutta. Itse asiassa riskitiedonannon kattavuus on heikentynyt sääntelyn jälkeisinä vuosina eli vuosina 2009 ja 2010, ja pysynyt lähes samalla tasolla vuotena 2011. Vasta vuonna 2012 tapahtuu selkeämpi muutos tiedonannon kattavuudessa eli tiedonanto on 10 prosenttia tasapuolisempaa eri riskiluokkien välillä kuin vuotena 2011. Tulokset vapaaehtoisesta riskitiedonannosta ovat hieman yllättäviä, sillä päivitetyllä hallinnointikoodilla olisi voinut olettaa olevan merkittävämpi vaikutus riskitiedonantoon vapaaehtoisissa osioissa.

Koko kuuden vuoden ajanjakson ajan riskitiedonannon kattavuus on tasapuolisempaa toimintakertomuksessa kuin vapaaehtoisissa osioissa. Syy tähän voi olla KILA:n yleisohjeen tarkempi esittämismuoto, jolloin yritysten on helpompi seurata ohjeistusta. Listayhtiöiden hallinnointikoodin osalta riskitiedonannon merkitystä on korostettu, mutta sen merkitys tiedonannon kattavuuteen on ollut pienempi. Toimintakertomuksen sisältö on tarkemmin säädelty, kun taas vapaaehtoisten osioiden sisällössä korostuu erityisesti yritysten riskienhallinnasta tiedottaminen. Yritykset eivät tulosten mukaan näe tarpeelliseksi tiedottaa tasapuolisesti kaikista riskiluokista vuosikertomusten

vapaaehtoisissa osioissa. Vapaaehtoisen riskitiedonannon kattavuudessa tapahtunut positiivinen muutos vuonna 2012 (noin 10 prosenttia) on kuitenkin suurempi kuin toimintakertomuksissa tapahtunut muutos yhtenäkkään vuotena. Riskitiedonannon kattavuus molempien luokkien osalta (taulukossa KATTAVUUS\_YHT) on ollut korkeimmillaan vuonna 2007. Tähän voi vaikuttaa sääntelyn lisäksi myös markkinatilanteen odotettavissa ollut heikentyminen. Tasapuolisuus riskiluokista tiedottamisessa on pienentynyt lähes 20 prosenttia tarkastelujakson aikana. Sääntely ei siten ole saanut aikaan haluttua vaikutusta tiedonannon kattavuudessa.

## 7.2 Yrityskohtaisten tekijöiden vaikutus riskitiedonannon määrään

Tässä alaluvussa testataan luvussa 5 esitettyjä toiseen tutkimusongelmaan vastaamiseksi asetettuja hypoteeseja. Tarkoitus on löytää vastaus siihen, onko yrityskohtaisilla tekijöillä vaikutusta yrityksen riskitiedonannon määrään. Toisen tutkimusongelman tarkastelussa ei kiinnitetä huomiota vuosien väliseen vaihteluun, vaan havaintoyksikkönä on yritys vuosi. Korrelaatio- ja regressioanalyysissä käytettävän otoksen suuruus on siten 126 yritys vuotta. Taulukosta 9 löytyy regressioanalyysin muuttujia koskevia kuvailevia tilastoja.

<b>TAULUKKO 9</b>					
Kuvaileva analyysi regressioanalyysin muuttujista, N=126					
<b>Muuttuja</b>	<b>Keskiarvo</b>	<b>Mediaani</b>	<b>Keskiahajonta</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
RTMÄÄRÄ	771,595	764,500	292,990	190,000	1680,000
LNKOKO	19,704	20,015	1,879	14,590	22,740
VELKA	0,536	0,556	0,148	0,012	0,922
LGRISKI	0,504	0,482	0,188	0,159	0,957
ROA	0,100	0,105	0,078	-0,145	0,284
MARK	0,500	0,500	0,502	0,000	1,000

Taulukossa 9 on esitetty regressioanalyysin jokaisen muuttujan keskiarvo, mediaani, keskihajonta sekä pienin ja suurin arvo. RTMÄÄRÄ on riskitiedonannon määrän sanojen summa, LNKOKO on luonnollinen logaritmi yrityksen liikevaihdosta, VELKA on yrityksen velkaantuneisuus laskettuna kaavalla:  $1 - (\text{oma pääoma} / \text{taseen loppusumma})$ , LGRISKI on kymmenkantainen logaritmi yrityksen price to book -arvosta, ROA koko pääoman tuottoaste ja MARK dummymuuttuja, joka kuvaa markkinatilanteen muutosta.

Taulukon 9 perusteella voi päätellä, että muuttujien keskihajonnat eivät ole häiritsevän suuria. Tuloksia häiritseviä, ns. outlier-havaintoja ei pitäisi näin ollen sisällyttää tutkimuksessa käytettävään aineistoon. Tiedonannon määrään vaihtelut ovat luonnollisesti suurempia, koska kolmasosa mukana olevista yrityksistä on suuria yrityksiä ja vastaavasti kolmasosa pieniä.

### **7.2.1 Korrelaatioanalyysin tulokset**

Korrelaatioanalyysin tarkoituksena on tässä tutkimuksessa hahmottaa muuttujien välisiä yhteyksiä, mutta sen tarkoitus ei ole vastata tutkimuskysymyksiin. Siten se toimii lähtökohtana jäljempänä toteutetulle regressioanalyysille. Korrelaatioanalyysiä käytetään usein pidemmälle menevien analyysimenetelmien, kuten regressioanalyysin, lähtökohtana (Metsämuuronen 2001, 60). Lisäksi sen avulla tutkitaan, ettei selittävien muuttujien välillä ole liian voimakasta korrelaatiota. Useat monimuuttujamenetelmät ovat herkkiä sille, että analyysissä käytettävät muuttujat korreloivat keskenään voimakkaasti, jopa 0,90 verran. Tosiasiallisesti vain toinen tällaisista muuttujista tuo malliin selitystä, eikä toinen silloin lisää mallin selitystasetta. Lisäksi haitallisen suuri korrelaatio muuttujien välillä voi aiheuttaa ongelmia regressiokertoimien tulkinnassa. (Heikkilä 2010, 204) Tätä ilmiötä kutsutaan multikollineaarisuudeksi, jota tarkastellaan jäljempänä tarkemmin (Metsämuuronen 2002, 17). Muuttujien välisiä yhteyksiä tutkitaan usein kahden muuttujan välillä. Tavallisin käytettävä mittari on Pearsonin korrelaatiokerroin eli tulomomenttikerroin. Sitä voidaan käyttää vähintään välimatkaasteikollisille muuttujille. Jos muuttujat ovat järjestysasteikon tasoisia, voidaan käyttää Spearmanin järjestyskorrelaatiokerrointa. (Heikkilä 2010, 203) Tässä tutkimuksessa korrelaation tutkimiseen käytetään molempia. Taulukossa 10 on esitetty sekä Pearsonin että Spearmanin korrelaatiokertoimet muuttujille. Pearsonin korrelaatiot ovat taulukossa alhaalla vasemmalla ja Spearmanin ylhäällä oikealla.

<b>TAULUKKO 10</b>						
Korrelaatiomatriisi, N=126						
	RTMÄÄRÄ	KOKO	VELKA	RISKI	ROA	MARK
RTMÄÄRÄ	1	0,303**	0,172	-0,113	-0,203*	0,202*
Sig. (2-tailed)		0,001	0,054	0,208	0,023	0,023
KOKO	0,340**	1	0,398**	0,296**	0,235**	-0,042
Sig. (2-tailed)	0,000		0,000	0,001	0,008	0,640
VELKA	0,164	0,291**	1	-0,310	-0,213*	-0,074
Sig. (2-tailed)	0,066	0,001		0,730	0,017	0,409
RISKI	-0,166	0,309**	0,02	1	0,594**	0,078
Sig. (2-tailed)	0,063	0,000	0,827		0,000	0,383
ROA	-0,198*	0,309**	-0,219*	0,572**	1	-0,318**
Sig. (2-tailed)	0,026	0,000	0,014	0,000		0,000
MARK	0,208*	-0,053	-0,014	0,062	-0,314**	1
Sig. (2-tailed)	0,019	0,558	0,877	0,488	0,000	

Taulukossa 10 alhaalla vasemmalla on esitetty Pearsonin korrelaatiokertoimet ja ylhäällä oikealla Spearmanin korrelaatiokertoimet. Muuttujien tilastollinen merkitsevyys on esitetty seuraavasti:

\*\* korrelaatio on merkitsevä tasolla 0,001

\* korrelaatio on merkitsevä tasolla 0,05

Sekä Pearsonin että Spearmanin korrelaatiokertoimien perusteella yhden prosentin merkitsevyystasolla löytyy korrelaatiota yrityksen koon ja riskitiedonannon määrän välillä, yrityksen koon ja velkaantuneisuuden välillä, yrityksen koon ja riskisyyden välillä, yrityksen koon ja kannattavuuden välillä, yrityksen riskisyyden ja kannattavuuden välillä sekä markkinakehityksen ja yrityksen kannattavuuden välillä. 5 prosentin merkitsevyystasolla korrelaatiota esiintyy molemmissa korrelaatiokertoimissa lisäksi yrityksen riskitiedonannon määrän ja kannattavuuden välillä, riskitiedonannon ja markkinakehityksen välillä sekä yrityksen kannattavuuden ja velkaantuneisuuden välillä.

Riskitiedonannon määrä korreloi positiivisesti ja tilastollisesti merkittävästi yrityksen koon kanssa ja negatiivisesti kannattavuuden ja markkinakehityksen kanssa. Suurin ja tilastollisesti merkittävin korrelaatio (Pearsonin korrelaatio 0,340 ja Spearmanin

korrelaatio 0,303) löytyy yrityksen koon ja riskitiedonannon määrän väliltä. Positiivinen korrelointi näiden kahden muuttujan välillä on linjassa esitetyn hypoteesin kanssa, eli koon ja riskitiedonannon välillä on olemassa lineaarinen riippuvuus. Korrelaatio riskitiedonannon määrän ja yrityksen kannattavuuden välillä on tulosten mukaan negatiivinen (Pearsonin korrelaatio -0,198 ja Spearmanin korrelaatio -0,203) viiden prosentin merkitsevyystasolla. Korrelaatio on päinvastainen esitetyn hypoteesin kanssa. Yrityksen kannattavuudella oletettiin olevan positiivinen yhteys riskitiedonannon määrään. Myös markkinakehityksen korrelaatio riskitiedonannon määrän kanssa on vastoin odotuksia negatiivinen. Teorian perusteella markkinatilanteen heikentyessä riskitiedonannon määrän odotetaan lisääntyvän. Korrelaatiokertoimen mukaan markkinoiden heikentyessä myös riskitiedonannon määrät ovat pienempiä.

Heikoimmin yrityksen riskitiedonannon määrän kanssa korreloi riskisyys, jolla Spearmanin korrelaation mukaan tilastollinen merkitsevyys jää arvoon 0,208 eli kauas tilastollisen merkitsevyuden alarajoista. Sen sijaan riskitiedonannon määrän ja velkaantuneisuuden välinen korrelaatio ei jää kauas tilastollisen merkitsevyuden 5 prosentin tasolla (Pearson 0,066 ja Spearman 0,054). Näiden kahden muuttujan välinen korrelaatio on odotetun suuntainen eli positiivinen.

Selittävien muuttujien välisistä korrelaatioista voimakkain esiintyy yrityksen riskisyyden ja kannattavuuden välillä, missä Pearsonin korrelaatio on 0,572 ja Spearmanin korrelaatio 0,594. Nämä arvot eivät kuitenkaan ylitä muuttujien välisen korrelaation riskirajaa, joka Fieldin (2009, 224) mukaan on 0,8. Mielenkiintoisia tuloksia ovat myös riskin ja kannattavuuden välinen voimakas positiivinen korrelaatio sekä positiivinen korrelaatio markkinakehityksen ja kannattavuuden välillä. Lisäksi yrityksen koko korreloi velkaantuneisuuden, riskisyyden ja kannattavuuden kanssa.

Edellä esiteltyt tulokset kertovat kuitenkin ainoastaan muuttujien välisestä lineaarisesta yhteydestä, eivätkä anna tietoa muuttujien välisestä kausaalisesta suhteesta. Sitä tutkitaan regressioanalyysin avulla, missä arvioidaan yksittäisen muuttujan osuuden voimakkuutta selitettävän muuttujan vaihteluun.

Korrelaatioanalyysin avulla voidaan tarkastella myös multikollineaarisuutta (Metsämuuronen 2002, 17). Taulukon 10 tulosten perusteella vaikuttaisi siltä, että

multikollinearisuus ei nouse tässä tutkimuksessa ongelmaksi. Multikollinearisuutta tarkastellaan vielä jäljempänä VIF- ja Tolerance –arvojen avulla. Toisaalta korrelaatioanalyysin tulosten perusteella tutkimuksen selitettävän tekijän ja selittävien tekijöiden väliltä löytyi korrelaatiota, mikä on yksi regressioanalyysin lähtökohta (Metsämuuronen 2002, 20).

### 7.2.2 OLS-regressioanalyysin tulokset

Ennen itse regressiomallin tulosten esittämistä tarkastellaan regressioanalyysin toteuttamiseen liittyviä rajoitteita. Regressioanalyysin yhteydessä on huomioitava tiettyjä tekijöitä, jotta voidaan varmistua mallin luotettavuudesta. Mallien testaamiseen kuuluviin diagnostisiin toimenpiteisiin sisältyy multikollinearisuuden, heteroskedastisuuden sekä autokorrelaation tarkasteleminen. (Metsämuuronen 2002) Näitä voidaan arvioida tarkastelemalla Variance Inflation Factor –lukuja ja Tolerance –arvoja multikollinearisuuden osalta, Normal probability plot ja scatterplot –kuvioita heteroskedastisuuden osalta, ja toteuttamalla Durbin Watsonin d-testi autokorrelaation havaitsemiseksi (Gujarati 2003).

Edellä korrelaatioanalyysissä havaittiin, että tiettyjen muuttujien välillä on havaittavissa tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota. Taulukossa 11 on esitetty muuttujien VIF- ja Tolerance-arvot. VIF-lukujen tulee regressioanalyysissä olla pienempiä kuin 10, ja mahdollisimman lähellä lukua 1. Jos VIF saa arvon 1, muuttujien välillä ei ole lainkaan kollinearisuutta. Toleranssin tulisi puolestaan ylittää arvo 0,2. (Field 2009, 228; Gujarati 2003, 328)

<b>TAULUKKO 11</b>		
Multikollinearisuuden testaus		
<b>Selittävä muuttuja</b>	<b>VIF</b>	<b>Toleranssi</b>
LNKOKO	0,758	1,32
VELKA	0,775	1,29
LGRISKI	0,575	1,74
ROA	0,458	2,183
MARK	0,792	1,262

Taulukosta 11 voi nähdä, että kaikkien selittävien muuttujien VIF-arvot ovat alle 10 ja lähellä yhtä. LGRISKI ja ROA saavat alhaisimmat VIF-arvot, mutta ne ovat kuitenkin huomattavasti paljon lähempänä lukua 1 kuin 10:tä. Samoin kaikkien muuttujien toleranssit ylittävät raja-arvon 0,2. Multikollinearisuus ei näiden tulosten pohjalta ole tässä tutkimuksessa ongelma.

Regressioanalyysissä muuttujien residuaalien eli selittämättä jääneen vaihtelun tulee olla normaalisti jakautunutta ja homoskedastista. Residuaalien normalisuutta voi tutkia Normal probability plot -kuvion avulla. Siinä residuaalit asetetaan suurusjärjestykseen, jonka jälkeen näistä muodostetaan kulmasta kulmaan kulkeva jana. Jos residuaalit noudattavat silmämääräisesti suoraa linjaa, voidaan niiden väittää olevan riittävällä tarkkuudella normaalisti jakautuneita. Residuaalien jakauman tasaisuutta eli homoskedastisuutta tarkastellaan puolestaan Scatterplot -kuviolla, jossa kuvataan yhtä aikaa residuaalit ja ennustearvot sekä residuaalit ja kunkin yksittäisen muuttujan arvot. (Metsämuuronen 2002, 29) Tuloksien (liite B) perusteella residuaalit ovat riittävästi normaalijakautuneita sekä homoskedastisia, eli heteroskedastisuus ei muodosta ongelmaa tutkimukselle.

Autokorrelaation esiintymistä testataan Durbin-Watsonin d-testillä. D:n arvon tulisi vaihdella 0 ja 4 välillä, ja arvon ollessa 2 mallissa ei esiinny autokorrelaatiota. (Gujarati 2003, 422) Tutkimuksessa käytettävä regressiomalli saa d-arvon 1,951. Peräkkäisiltä vuosilta kerätyssä aineistossa esiintyy usein ongelmia havaintojen riippumattomuuden eli autokorrelaation kanssa. Autokorrelaation esiintyessä OLS-regressiomalli menettää tehokkuuttaan, ja tuloksia saatetaan tulkita vääristyneiden tulosten pohjalta. (Ostrom 1990) Tämän tutkimuksen regressiomallin d-arvo on kuitenkin hyvin lähellä 2, joten testin perusteella myöskään autokorrelaatio ei vääristä tutkimuksen tuloksia.

Regressioanalyysin rajoitukset eivät edellä tehtyjen testien perusteella aseta esteitä regressioanalyysin suorittamiselle muodostetulla mallilla. Seuraavaksi voidaan esitellä regressioanalyysin tulokset.



Lineaarisen monimuuttujaregression avulla tutkitaan, onko yritysکوhtaisilla tekijöillä vaikutusta yrityksen riskitiedonannon määrään. Tätä tarkoitusta varten muodostettiin regressiomalli, jonka muuttujat valittiin aikaisemman tutkimuksen perusteella. Regressioanalyysin avulla tutkitaan siis jo aiemmin tärkeiksi tiedettyjen muuttujien osuutta selittävinä tekijöinä (Metsämuuronen 2002, 21). Korrelaatioanalyysin perusteella regressioanalyysiin valitut muuttujat eivät korreloi liian vahvasti keskenään, eli regressioanalyysi voidaan toteuttaa valituilla muuttujilla. Korrelaatiot kuitenkin eroavat nolasta tilastollisesti merkitsevästi. Yleisesti ottaen korrelaatiot eivät kuitenkaan ole voimakkaita (välillä -0,213 ja 0,594), mikä saattaa indikoida mallin selitysasteen jäävän alhaiseksi (Metsämuuronen 2002, 32). Regressioanalyysin tulokset on esitetty taulukossa 12.

<b>TAULUKKO 12</b>				
OLS-regressioanalyysin tulokset, N=126				
<b>Muuttuja</b>	<b>Odotettu merkki</b>	<b><math>\beta</math>-kerroin</b>	<b>t-arvo</b>	<b>p-arvo</b>
Vakio			-1,479	0,142
LNKOKO	+	0,467	5,217**	0,000
VELKA	+	0,006	0,073	0,942
LGRISKI	+	-0,246	-2,389*	0,018
ROA	+	-0,137	-1,186	0,238
MARKKINA	+	0,205	2,344*	0,021
R <sup>2</sup>		0,271		
Korjattu R <sup>2</sup>		0,240		
F-arvo		8,909**		0,000
F- ja p-arvojen merkitsevyys: ** merkitsevä tasolla 0,01 ja * merkitsevä tasolla 0,05				

Yllä olevassa taulukossa on esitetty kunkin muuttujan osalta odotettu vaikutus riskitiedonannon määrään, beta-kerroin, t-arvo ja tilastollista merkitsevyyttä kuvaava p-arvo. Tilastollisesti merkitseviä muuttujia ovat regressiomallissa yrityksen koko 1 prosentin merkitsevyystasolla sekä riskisyys ja markkinatilanne 5 prosentin merkitsevyystasolla.

Beta-kertoimien arvoista voi päätellä, että yrityksen koolla (beta-kerroin 0,467) on suurin vaikutus riskitiedonannon määrään. Positiivisen beta-kertoimen mukaisesti suurempien yritysten riskitiedottamisen määrä on suurempi kuin pienempien yritysten.

Tämä tulos vahvistaa hypoteesin 1, eli yrityksen koolla on positiivinen vaikutus riskitiedonannon määrään. Tulos on samansuuntainen aikaisempien tutkimusten tulosten kanssa koon vaikutuksen osalta (Abraham & Cox 2007; Linsley ja Shrivess 2006; Beretta & Bozzolan 2004; Eng & Mak 2003).

Yrityksen velkaantuneisuuden vaikutus riskitiedonannon määrään jää hyvin alhaiseksi (beta-kerroin 0,006), mutta on kuitenkin positiivinen eli asetetun hypoteesin suuntainen. Aikaisempi tutkimus velkaantuneisuuden vaikutuksesta on antanut ristiriitaisia tuloksia, mikä ennakoiki velkaantuneisuuden vähäistä merkittävyyttä verrattuna muihin muuttujiin myös tässä tutkimuksessa. Positiivisen yhteyden löysi myös Dobler (2008), mutta esimerkiksi suomalaisella aineistolla toteutetussa Miihkisen (2012) tutkimuksessa yhteys oli negatiivinen. Miihkisen (2012) mukaan yrityksen johto voi pyrkiä peittelemään yrityksen haavoittuvaisuutta strategisia, operationaalisia, rahoituksellisia ja vahinkoriskejä kohtaan tarjoamalla vain vähän tietoa yrityksen kohtaamista riskeistä. Tämän tutkimuksen tuloksen pohjalta voi todeta, että velkaantuneisuudella ei ole vaikutusta yrityksen riskitiedonannon määrään. Tuloksen vähäiseen merkitsevyyteen voi vaikuttaa myös toimialakohtainen aineisto.

Yrityksen riskisyys P/B -luvulla mitattuna on koon jälkeen merkittävin vaikuttaja riskitiedonannon määrään (beta-kerroin -0,246). Tulos on vastakkainen asetettuun hypoteesiin nähden ja ristiriidassa esimerkiksi Doblerin (2011) ja Abrahamin ja Coxin (2007) tutkimusten tuloksien kanssa, jotka viittaavat positiiviseen suhteeseen. Toisaalta Linsleyn ja Shrivessin (2006) mukaan suurempiriskisten yritysten johto ei ehkä halua vetää huomiota yrityksen riskisyyteen, ja he voivat tästä johtuen olla haluttomia tiedottamaan olemassa olevista riskeistä.

Myös yrityksen kannattavuuden ja riskitiedonannon välillä on negatiivinen suhde. Velkaantuneisuuden lisäksi kannattavuus on toinen muuttuja, joka ei ole tilastollisesti merkittävä. Tulosten mukaan kannattavat yritykset tiedottavat riskeistään vähemmän kuin paremmin kannattavat. Tulos ei tue asetettua hypoteesia, mutta on kuitenkin samansuuntainen Miihkisen (2012) ja Leuzin (2000) tutkimusten kanssa. Miihkisen (2012) mukaan heikommin kannattavat yritykset haluavat tiedottaa riskeistä ja niihin varautumisesta paremmin kannattavia yrityksiä enemmän. Myös Leuz (2000) esittää,

että kannattavat yritykset saattavat hyötyä tiedon pitämisestä itsellään enemmän kuin sen julkaisemisesta. Kannattavuuden vaikutus ei kuitenkaan ole tulosten mukaan tilastollisesti merkitsevä, vaan jää p-arvolla 0,238 melko kauas edes 5 prosentin tilastollisen merkitsevyyden rajasta.

Markkinatilanteen tilastollisesti merkitsevä yhteys riskitiedonannon määrään tukee asetettua hypoteesia. Hypoteesin mukaan markkinatilanteen heikentyessä yrityksen johto pyrkii lisäämään sijoittajien luottamusta yrityksen toimintaa kohtaan lisäämällä riskitiedottamisen määrää (Elliott & Elliott, 2008; Graham ym. 2005; 54). Tulos ei kuitenkaan ole samansuuntainen Linsleyn ja Shrivesin (2006) sekä Healyn ja Palepun (2001) näkemyksen kanssa, jonka mukaan yrityksen johto ei välttämättä halua tuoda esiin toimintaansa liittyviä riskitekijöitä. On kuitenkin huomioitava, että markkinatilanteen vaihtelut voivat näkyä eri tavoin eri toimialoilla. Tämän tutkimuksen tulosten pohjalta voi päätellä, että teollisuustuotteiden ja -palveluiden toimialalla yrityksen johto pyrkii lisäämään sijoittajien luottamusta yritykseen lisäämällä tiedonantoa yritystä kohtaavista riskeistä.

Regressioanalyysin tuloksia tarkasteltaessa tulee ottaa huomioon myös regressiomallin selitysvaiva. Tätä voidaan tarkastella taulukon 12 alalaidassa esitetyillä testeillä.  $R^2$  -luku kuvaa mallin selitysvaivaa, eli kuinka monta prosenttia muuttujat yhdessä selittävät yrityksen riskitiedonannon määrästä. Korjattu  $R^2$  -luku huomioi mallin sisältämien selittävien muuttujien lukumäärän. F-testi kertoo, pystytäänkö regressioanalyysin muuttujilla ylipäänsä selittämään selitettävän muuttujan vaihtelua. Koska tässä tutkimuksessa tarkastelun kohteena on yksi regressiomalli, voidaan muuttujien selitysvaivaa tarkastella  $R^2$  -arvon perusteella. Regression selitysvaiva on kohtuullinen 0,271, eli tällä regressiomallilla pystytään selittämään 27,1 prosenttia riskitiedonannon määrän vaihtelusta. Pienehkö selitysvaiva on tyypillinen tämänkaltaisissa tutkimuksissa (Ball & Shivakumar 2005). Lisäksi tämän tutkimuksen tarkoituksena on tutkia aikaisemman tutkimuksen pohjalta valittujen selittävien tekijöiden yhteyttä selitettävään muuttujaan, eikä etsiä parasta mahdollista muuttujien yhdistelmää. Myös F-arvo 8,909 on tilastollisesti merkitsevä 1 prosentin tasolla. Selittävät muuttujat pystyvät siis selittämään selitettävän muuttujan vaihtelua.

### 7.3 Pohdintaa

Kuten tämän tutkimuksen teoreettisessa osiossa esitettiin, riskitiedonannon sääntelyn oletetaan vaikuttavat yritysten riskitiedonannon määrään ja kattavuuteen (Miihkinen 2013). Tulosten mukaan sääntely vaikutti erityisesti riskitiedonannon määrään, joka kasvoi vuonna 2009 (kuvio 5) merkittävästi. Listayhtiöiden hallinnointikoodilla (2009) oli siten saatu aikaan selkeä muutos vapaaehtoisten osioiden riskitiedonannon määrään. Sen sijaan kattavuuteen sääntelyllä ei huomattu olevan yhtä voimakasta vaikutusta. Tähän voi vaikuttaa sääntelyn muutoseikat, eli vapaamuotoisella ohjeistuksella kuten listayhtiöiden hallinnointikoodilla (2009) ei saatu aikaan yhtä tehokasta vaikutusta kattavuuteen kuin tarkemmalla Kirjanpitolausokunnan yleisohjeella (2006). Hallinnointikoodi ei kuitenkaan korostanut kattavuuden merkitystä samalla tavoin kuin Kirjanpitolausokunnan yleisohje, joten tulokset ovat odotetun mukaiset. On otettava huomioon, että tarkemmin muotoillulla Kirjanpitolausokunnan yleisohjeella on saatu aikaan pysyvämpi muutos niin tiedonannon kattavuudessa. Siten voi esittää, että yksityiskohtaisemman ohjeistuksen vaikutukset ovat selkeämmät kuin yleisluontoisten suositusten. Tämä voi olla apuna lainsäätäjien määritellessä tulevaisuudessa sääntöjä. Esimerkiksi taloudellisen tilanteen heikentyessä ja sijoittajien tiedontarpeen lisääntyessä yrityksiä voidaan ohjata tiedonannon lisäämiseen yksityiskohtaisen sääntelyn kautta. Tarkempi esitysmuoto tekee ohjeiden seuraamisen helpommaksi yrityksille.

On kuitenkin huomattava, että sääntelyn voimaantullessa yritysten riskitiedonannon määrään vaikuttavat monet muutkin tekijät. Näistä muutamia, aikaisemman tutkimuksen perusteella tärkeäksi havaittuja, tutkittiin regressioanalyysissä. Erityisesti yrityksen koon, riskisyyden ja markkinatilanteen huomattiin vaikuttavan riskitiedonannon määrään. On kuitenkin olemassa joukko muita, tässä tutkimuksessa huomioimatta jääneitä tekijöitä, joiden vaikutus riskitiedonantoon voi olla merkittävä. Tämä on otettu huomioon tutkimuksen rajoitteissa, mutta koska mikään tutkimusasetelma ei voi täysin vastata todellisuutta, voidaan tämän tutkimuksen analyysin pohjalta arvioida yhteyksiä tutkittujen muuttujien välillä. Mielenkiintoista on nähdä selkeä kasvu riskitiedonannon määrässä vuonna 2009, jolloin listayhtiöiden hallinnointikoodi astui voimaan. Lisäksi regressioanalyysin mukaan markkinatilanne vaikuttaa yritysten riskitiedonannon määrään. Juuri vuonna 2009 (kuvio 4) toimialakohtainen kurssi-indeksi oli alhaisimmalla tasolla. Vaikka tästä voi päätellä, että

heikko markkinatilanne ja päivitetty sääntely ovat johtaneen riskitiedonannon määrän lisääntymiseen, samankaltaista vaikutusta ei kuitenkaan ole tapahtunut kattavuuden osalta.

Markkinatilanteen vaikutuksesta tulee vielä ottaa huomioon se seikka, että vaikka tulosten pohjalta voi todeta heikkenevän markkinatilanteen lisäävän yritysten riskitiedonantoa, sen pohjalta ei voi päätellä tiedonannon laadun paranevan. Laadun tutkimiseksi pitäisi lisäksi tutkia tiedonannon semanttisia ominaisuuksia (Miihkinen 2013). Siihen ei tässä tutkimuksessa oteta kantaa, onko lisääntynyt tiedonanto laadukasta vai ei, vai pyrkivätkö yritykset esittämään saman määrän tietoa vain sanamäärällisesti laajemmin.

Tutkimusongelmaa kaksi pohdittaessa nousee esiin huomio, että vaikka muuttujat valittiin aikaisemman tutkimuksen perusteella merkittäviksi todetuista tekijöistä, eivät yrityksen velkaantuneisuus ja kannattavuus nousseet tässä tutkimuksessa tilastollisesti merkittäviksi tekijöiksi. Olisi luonnollista päätellä, että velkaantuneemmat yritykset joutuvat perustelemaan riskejään tarkemmin. Velkaantuneisuus ei kuitenkaan ole suoraa yrityksen riskisyyden mittari, jota on arvioitu toisella muuttujalla. Voisi myös olettaa, että kannattavien yritysten ei tarvitsisi perustella kohtaamiaan riskejään määrällisesti paljoa, koska liiketoiminta on kannattavaa. Vaikutusta ei kuitenkaan tutkimuksen tulosten perusteella ole kumpaankaan suuntaan. Näiden osalta on huomioitava ristiriitaisuus aikaisempaan tutkimukseen verrattuna, ja todettava että nämä muuttujat voisi ottaa mukaan myös jatkossa tehtäviin tutkimuksiin, jotta saataisiin enemmän aineistoa myös Suomen pörssistä kerätyllä aineistolla, jotta vertailukelpoisuus tutkimusten välillä säilyisi mahdollisimman hyvänä.

Tutkimuksen toteuttamien yhden toimialan aineistolla vaikuttaa myös tutkimuksen tuloksiin. Aikaisempi tutkimus on toteutettu suurimmaksi osaksi usean toimialan aineistolla. Yhden toimialan sisällä toimivien yritysten rakenteet saattavat muistuttaa toisiaan enemmän, kuin jos aineisto koostuisi heterogeenisemmästä joukosta yrityksiä. Juuri teollisuustuotteiden ja –palveluiden toimialalla yritysten velkaantuneisuus tai kannattavuus eivät ole nousseet tilastollisesti merkittäviksi muuttujiksi. Tämä tulos ei kuitenkaan poista aikaisempien tulosten relevanttiutta. On hyvin mahdollista, että toisen toimialan yrityksillä juuri velkaantuneisuus tai kannattavuus olisivat merkittävämpiä

muuttujia riskitiedonantoa tutkittaessa. Tästä johtuen jatkotutkimusaiheisiin on nostettu esiin toimialakohtaisen tutkimuksen puutteellisuus tällä hetkellä. Jos vastaavia eroja nousisi myös muilla toimialoilla, voisi todeta että yritysten riskitiedonannon tutkimuksessa olisi otettava huomioon myös toimialakohtaiset eroavaisuudet.

## 8 JOHTOPÄÄTÖKSET

### 8.1 Yhteenveto

Maailmanlaajuisen finanssikriisin johdosta useat yritykset ovat kohdanneet epävarmuutta toimintansa jatkuvuudesta ja asemasta markkinoilla. Yritystoiminnan epävarmuus on lisännyt sijoittajien kiinnostusta yritysten toimintaa ja siihen liittyviä riskejä kohtaan. Markkinat reagoivat finanssikriisin aiheuttamiin seurauksiin kiristyneillä odotuksilla yritysten riskitiedonantoa kohtaan, ja tiedonannon merkityksen odotetaan yhä kasvavan tulevaisuudessa. Lisäksi 1.1.2009 voimaantulleessa päivitettyssä Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodissa on korostettu yritysten riskitiedonannon merkitystä, mitä perusteltiin epävarman markkinatilanteen aiheuttamilla muutoksilla sidosryhmien tiedontarpeisiin. Aikaisempi tutkimus on myös todennut, että yritysten riskitiedonantoa ei ole riittävästi tutkittu. (Miihkinen 2013)

Tämän pro gradu –tutkimuksen aiheeksi valikoitui yritysten riskitiedonanto johtuen aiheen ajankohtaisuudesta ja aikaisemman tutkimuksen vähäisestä määrästä. Toimialakohtaista riskitiedonannon tutkimusta suomalaisella aineistolla ei ole aikaisemmin toteutettu. Tutkimuksen tavoitteena oli ensinnäkin tutkia yritysten riskitiedonannon määrää ja kattavuutta sekä näiden muutosta vuosina 2007–2012. Toisena tavoitteena oli tutkia aikaisemman tutkimuksen pohjalta valikoitujen yrityskohtaisten tekijöiden vaikutusta riskitiedonannon määrään.

Tutkimuksen aineisto koostui Helsingin pörssiin listatuista teollisuustuotteiden ja -palveluiden toimialalla toimivista yrityksistä, joista tehtiin 21 yrityksen satunnaisotos. Aineistoa kerättiin valittujen yritysten vuosikertomuksista sekä tilinpäätöksistä kuuden vuoden ajanjaksolta, eli lopullinen aineisto koostui yhteensä 126 yritysvuodesta. Sisällönanalyysiä käytettiin aineiston keräämiseen ja luokitteluun. Riski-informaatiota kerättiin sekä säännellyistä että vapaaehtoisista osioista eli hallituksen toimintakertomuksista sekä erillisistä riskiosioista, liitetiedoista ja corporate governance –osioista. 12.9.2006 Kirjanpitolautakunta julkaisi yleisohjeen toimintakertomuksen laatimisesta, jonka vaikutukset heijastuvat koko tässä tutkimuksessa käytettyyn aineistoon. Kerätty riskitieto luokiteltiin Miihkisen (2012) esittämän luokittelumallin

mukaisesti viiteen pääriskiluokkaan eli strategisiin- ja operatiivisiin riskeihin, rahoitus- ja vahinkoriskeihin sekä riskienhallintaan.

Ensimmäistä tutkimuskysymystä tutkittiin kuvailevan tilastoanalyysin avulla. Tutkimuksessa havaittiin, että yritykset tiedottavat selkeästi eniten riskienhallinnastaan. Lisäksi riskienhallinnasta ja strategisista riskeistä tiedottaminen kasvoi kaikista riskiluokista eniten tutkimuksen kohteena olleella ajanjaksolla. Riskienhallinnan tiedonannon määrä kasvoi 70 % ja strategisten riskien tiedonannon määrä 50 % vuonna 2012 verrattuna vuoteen 2007. Riskienhallinnan osuuden korostuminen verrattuna muihin riskiluokkiin oli odotettavissa, koska suurin osa yrityksistä raportoi riskienhallinnan toteuttamisesta erillisessä riskienhallintakappaleessa vuosikertomuksen yhteydessä. Toimintakertomuksessa esiintyvä riskitiedonannon määrän vaihtelu pysyi maltillisempana kuin vapaaehtoisten osioiden riskitiedonannon määrän vaihtelu. Näin ollen toimintakertomukseen vaikuttava Kirjanpitolausokunnan yleisohje (2006) on vaikuttanut vaihtelua tasaavasti toimintakertomuksiin. Sen sijaan odotettavissa olevat vaihtelut vapaaehtoisissa osioissa selittyvät Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin (2009) päivityksellä. Vuonna 2009 vapaaehtoisten osioiden riskitiedonannon määrä kasvoi yli 30 %, ja kasvua esiintyi jokaisessa riskiluokassa. Lisäksi on tärkeää huomioida, että tiedonanto myös pysyi korkeammalla tasolla sääntelyn päivityksen jälkeisinä vuosina. Johtopäätöksenä on, että riskitiedonannon sääntely on tämän tutkimuksen tulosten mukaisesti toimiva keino tiedonannon lisäämiseen. Lainsäätäjät pystyvät siten vaikuttamaan yritysten tiedonantoon esimerkiksi taloudellisen tilanteen heikentyessä ja sijoittajien tiedontarpeiden kasvaessa. Sääntöjen tarkempi esitysmuoto tekee ohjeiden seuraamisen helpommaksi yrityksille.

Tiedonannon kattavuutta arvioitiin Herfindahlin indeksin avulla. Kirjanpitolausokunnan yleisohjeessa (2006) korostetaan, että merkittävimpiä riskejä ja epävarmuustekijöitä tulee arvioida tasapuolisesti ja kattavasti, mikä helpottaa yrityksen riskisyyden arviointia. Oletuksena oli, että kattavuus paranee sääntelyn myötä. Kirjanpitolausokunnan yleisohjeen (2006) myötä riskitiedonanto on muuttunut kattavammaksi toimintakertomuksissa. Tasapuolisinta tiedonanto on ollut vuonna 2007 heti yleisohjeen voimaantulon jälkeen. Sääntelyn vaikutus korostui voimaantulon jälkeisinä vuosina, mutta ei kuitenkaan säilynyt läpi tarkasteltavan ajanjakson.



Vapaaehtoisten osioiden riskitiedonannon kattavuus oli jatkuvasti lakisääteisiä alemmalla tasolla.

Toista tutkimuskysymystä eli yrityskohtaisten tekijöiden vaikutusta riskitiedonannon määrään tutkittiin OLS-regressioanalyysin avulla. Tutkittavina muuttujina olivat yrityksen koko, velkaantuneisuus, riskisyys, kannattavuus ja markkinatilanne toimialalla. Nämä muuttujat perustuivat teoriaosuudessa esiteltyyn aikaisempaan tutkimukseen. Jokaisesta muuttujasta muodostettiin oma hypoteesi eli yhteensä viisi hypoteesia. Tulosten mukaan yrityksen koolla oli tilastollisesti merkittävin vaikutus riskitiedonannon määrään. Lisäksi tilastollisesti merkittäviä olivat yrityksen riskisyys ja markkinatilanne. Siten hypoteesit yksi, kolme ja viisi saivat tulosten mukaan tukea. Sen sijaan yritysten velkaantuneisuudella tai kannattavuudella ei ollut vaikutusta riskitiedonannon määrään, eli hypoteesit kaksi ja neljä hylättiin. On otettava huomioon, että aineiston toimialakohtaisuus on saattanut voimistaa tulosten suuntaa. Monet tämän tutkimuksen yrityksistä olivat suhteellisen vakaita yrityksiä, joten voi olla, että sijoittajat eivät reagoi yhtä voimakkaasti tämänkaltaisten yritysten velkaantuneisuuden tai kannattavuuden vaihteluihin haluamalla tietää enemmän yrityksen toimintaan liittyvistä riskeistä.

<b>TAULUKKO 13</b>			
Yhteenveto hypoteesien tuloksista			
<b>Hypoteesi</b>	<b>Odotettu merkki</b>	<b>Toteutunut merkki</b>	<b>Tilastollinen merkitsevyys</b>
H1: Koko	+	+	Erittäin merkitsevä
H2: Velkaantuneisuus	+	+	Heikko
H3: Riskisyys	+	-	Merkitsevä
H4: Kannattavuus	+	-	Heikko
H5: Markkinatilanne	+	+	Merkitsevä

Yrityksen koon vaikutus riskitiedonannon määrään oli yhdenmukainen aikaisemman tutkimuksen kanssa (Miihkinen 2013; Amran ym. 2009; Abraham & Cox 2007, Linsley & Shrivies 2006; Alsaed 2006). Aikaisempi tutkimus yrityksen riskisyyden vaikutuksesta tiedonannon määrään on vaihtelevaa. Vaikka valtaosa aikaisemmista tutkimuksista tukee väitettä, jonka mukaan riskisemmät yritykset tiedottavat riskeistään

enemmän (Miihkinen 2013, Dobler ym. 2011), olivat tämän tutkimuksen tulokset päinvastaiset. Toisaalta negatiivista yhteyttä saattaa selittää se, että suurempiriskisten yritysten johto ei halua vetää huomiota yrityksen riskisyyteen. Lisäksi johto voi pyrkiä peittelemään yrityksen riskejä välttääkseen tiedottamisesta aiheutuvia kustannuksia. Pienempiriskiset yritykset voivat haluta korostaa parempaa toimintatapaansa suurempiriskisiin nähden. (Dobler ym. 2011; Linsley & Shrives 2006) Tulosten mukaan markkinatilanteen heikentyessä yrityksen lisäävät riskitiedonantoa. Siten yrityksen pyrkivät lisäämään toimintansa läpinäkyvyyttä ja avoimuutta (Elliott & Elliott 2008).

## **8.2 Tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimusaiheet**

Tutkielman tulosten yhteydessä arvioitavaksi tulevat myös tutkimukseen liittyvät rajoitteet. Erityisesti tulee arvioida tutkimuksen tulosten sisäistä ja ulkoista validiteettia sekä reliabiliteettia. Tutkimusten tulokset ovat sisäisesti valideja, jos niitä voidaan pitää pätevänä (Miihkinen 2013, 87). Yksi mahdollinen tutkimuksen sisäistä validiteettia uhkaava seikka on riskiluokkien subjektiivinen määrittely. Luokittelun yhteydessä sisäisellä validiteetilla tarkoitetaan, kuinka hyvin havaintoyksiköt todellisuudessa edustavat sisältöluokkia (Borg 1968, 22). Tähän pyrittiin vaikuttamaan pohjaamalla käytetty luokittelu voimassa olevaan riskiraportointistandardiin (2006), jota laajennettiin aiheesta löytyvän aikaisemman tutkimuksen perusteella (Miihkinen 2013; Linsley & Shrives, 2006). Samaa lähestymistapaa on käytetty aikaisemmissakin tutkimuksissa, joten tutkimusmenetelmän valinta on perusteltu. Itse sisällönanalyysi sisältää kuitenkin monia heikkouksia. Johtuen sisällönanalyysimenetelmän subjektiivisesta luonteesta, myös aineiston luokittelu eri luokkiin on pitkälti tutkijan oman harkinnan varassa. Sekä Miihkinen (2013) että Beyer ym. (2010) huomioivat, että tiedonannon jakaminen pakollisiin ja vapaaehtoisiiin osioihin saattaa joissain tilanteissa olla haasteellista. Nämä rajoitteet otettiin huomioon noudattamalla tarkasti Kirjanpitolautakunnan (2006) antamia ohjeita riskitiedonannosta tiedottamiseen, sekä hyödyntämällä Miihkisen (2013) ja Linsleyn ja Shrivesin (2006) tutkimuksiin perustuvaa luokitteluohjetta. Luokittelun pohjalta kehitettyjen muuttujien oletetaan näin ollen edustavan sitä, mitä tutkijan tarkoituksena oli (Beattie ym. 2004, 214).

Regressioanalyysissä käytettyjen muuttujien valinta pohjautui aikaisempaan tutkimukseen sekä Alsaedin (2006) esittämään muuttujaluokitteluun, eli muuttujat todennäköisesti mittaavat haluttua asiaa. Tässä tutkimuksessa yrityksen riskisyyttä mitattiin P/B –luvulla, mutta aikaisemman tutkimuksen perusteella myös beta-luku olisi toiminut hyvin riskin mittarina. Toisaalta Linsleyn ja Shrivesin (2006) mukaan ei ole mahdollista antaa teoreettisia perusteluja sille, miksi tietty riskin mittari olisi parempi kuin joku toinen. Molempiin lukuihin vaikuttavat markkinatilanne sekä yrityksen kurssikehitys, joten todennäköisesti kumpikin olisi toiminut tämän tutkimuksen riskisyyden mittarina. OLS-regressioanalyysin rajoitteita tutkittiin diagnostisen tarkastelun avulla, ja näiden tulosten pohjalta mallin todettiin täyttävän analyysin edellytykset.

Ulkoisen validiteetin osalta voidaan pohtia käytetyn aineiston soveltumista tähän tutkimukseen ja tulosten yleistettävyyttä. Vuosien 2007–2012 valintaan vaikutti Kirjanpitolauslainsäädännön yleisohjeen (2006) ja päivitetyn corporate governance –säätelyn (2009) voimaantulo. Lisäksi tutkimukseen haluttiin mukaan kattava otos erilaisista markkinavaihteluista. Kuuden vuoden ajanjaksolta yritykset kohtasivat pörssi-indeksillä mitattuna kolme nousevaa ja kolme laskevaa vuotta. Lisäksi Suomen pörssiyrityksistä kerätyllä aineistolla ei ollut aikaisemmin toteutettu tutkimusta joka kattaisi myös vuoden 2009, jolloin päivitetty corporate governance –säätely astui voimaan. Koska tutkimuksen tarkoituksena oli toteuttaa riskitiedonannon toimialakohtainen tarkastelu Suomen teollisuustuotteet ja –palvelut toimialalla, eivät tulokset ole suoraan yleistettävissä laajempaan kontekstiin, esimerkiksi koko markkinoita koskeviksi. Lisäksi Beyer (2010, 311) huomioi sisällönanalyysin subjektiivisuuden vaikuttavan tuloksiin siten, että tuloksia saattaa olla vaikea toistaa ja yleistää. Tämä koskee kuitenkin kaikkia sisällönanalyysillä toteutettuja tutkimuksia. Edellä esitetyn pohdinnan perusteella validiteetin ei kuitenkaan pitäisi muodostaa rajoitteita tutkimuksen tuloksille.

Validiteetin lisäksi huomioon otettava tekijä on tutkimuksen reliabiliteetti eli luotettavuus. Krippendorffin (2013) mukaan sisällönanalyysiin sisältyy kolme luotettavuuden tekijää: pysyvyys, tarkkuus ja toistettavuus. Pysyvyys tarkoittaa sitä, että aineiston kerääjä pystyy keräämään saman aineiston samoin johdonmukaisesti eri

ajankohtina, ja että aineiston kerääminen voidaan testata keräämällä aineisto useammin kuin kerran (Borg 1968, 22). Tämä toimenpide suoritettiin riskitiedonannon luokittelun osalta 10 sattumanvaraisesti valitun yrityksen osalta sen jälkeen, kun koko aineisto oli muuten jo kerätty ja luokiteltu. Tarkkuus puolestaan tarkoittaa, kuinka hyvin luokittelu vastaa aiemmin asetettuja luokitteluohjeita ja –käytäntöjä. Tarkkuutta voidaan parantaa luomalla luokitteluohjeita, joiden pohjalta aineiston käsittelijä voi toteuttaa luokittelun (Linsley & Shrives, 2006). Tämän tutkimuksen luokitteluohjeet löytyvät liitteestä A. Toistettavuudella Krippendorff (2013) viittaa siihen, kuinka hyvin eri luokittelijat pystyvät luokittelemaan saman aineiston samalla tavalla. Tämän tutkimuksen laajuus huomioiden ei ollut mahdollista hyödyntää toista luokittelijaa, joten tarkkuuteen pyrittiin vaikuttamaan samoin keinoin kuin pysyvyyteen, eli luokittelemalla sama yrityksen riskitiedonanto uudelleen.

Tutkimuksen reliabiliteettiin vaikuttavat myös lähteet, joista tutkimusaineisto on kerätty. Tutkimuksen aineiston keräämisessä hyödynnettiin useita tietolähteitä, pääasiassa yritysten tilinpäätöksiä ja vuosikertomuksia. Puuttuvia tietoja kerättiin lisäksi Kauppalehden tilinpäätösseurantatiedoista. Näiden kahden lähteen tiedot olivat yhteneväisiä toistensa kanssa, mikä lisää tutkimuksen reliabiliteettia, sekä pienentää manuaalisesta tiedonkeräämisestä aiheutuvaa epäluotettavuuden riskiä. Regressioanalyysin muuttujien osalta suoritettiin lisäksi tietojen oikeellisuuden tarkastus kymmenen yrityksen osalta.

Tässä tutkielmassa keskityttiin toimialakohtaiseen tarkasteluun. Toimialakohtainen tutkimus yritysten riskitiedonannosta on tällä hetkellä puutteellista, ja mahdollistaa useiden potentiaalisten jatkotutkimusaiheiden esittämisen. Mielenkiintoista olisi yhden toimialatarkastelun sijaan toteuttaa myös toimialojen välinen tarkastelu. Tämänkaltaisen tutkimuksen aineistona voisi käyttää kaikkia OMXH-pörssilistattuja yrityksiä. Aineiston voisi kerätä useammalta vuodelta, jolloin olisi mielenkiintoista tutkia, vaikuttaako markkinatilanteen vaihtelut riskitiedonannon määrään samalla tavalla eri toimialoilla. Vaihtoehtoisesti voisi tutkia toimialojen välisiä eroja tietyllä ajanhetkellä, eli yhden vuoden aineistolla. Silloin tarkastelun ulkopuolelle jäisi sääntelymuutosten tai markkinatilanteen muutosten vaikutukset riskitiedonannon määrään. Tässä tutkimuksessa yrityskohtaisten tekijöiden vaikutusta riskitiedonannon määrään

tarkasteltiin yleisesti kaikkien raportoitujen riskien tasolla. Voisi olla mielenkiintoista tietää, vaikuttavatko yrityskohtaiset tekijät jostain riskiluokasta tiedottamiseen enemmän kuin joistain toisesta. Esimerkiksi onko yrityksen koolla tai riskisyydellä suurempi vaikutus strategisista riskeistä tiedottamiseen kuin operatiivisista riskeistä. Riskitiedonantokäytänteitä voisi lisäksi tutkia kansainvälisellä, esimerkiksi Pohjoismaisella tasolla, mikä lisäisi tulosten yleistettävyyttä. Useamman maan aineistolla voisi lisäksi tutkia erilaisten sääntelyolosuhteiden vaikutusta yritysten riskitiedonantoon.

## LÄHTEET

### Kirjallisuus

- Abraham, Santhosh & Cox, Paul 2007. Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *The British Accounting Review*, 39, 227-248.
- Alsaeed, Khalid 2006. The association between firm-specific characteristics and disclosure. *Managerial Auditing Journal*, 21:5, 476-496.
- Amran, Azlan, Bin, Abdul Manaf Rosli & Hassan, Bin Che Haat Mohd 2009. Risk reporting: an exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 24:1, 39-57.
- Armstrong, Christopher, Guay, Wayne & Weber, Joseph 2010. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 179-234.
- Balakrishnan, Ramji, Qiu, Xin Ying & Srinivasan, Padmini, 2009. On the predictive ability of narrative disclosures in annual reports. *European Journal of Operational Research*, 202, 789-801.
- Ball, Ray & Shivakumar, Lakshmanan 2005. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 83-128.
- Beattie, Vivien, McInnes, Bill & Fearnley, Stella 2004. A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28, 205-236
- Beretta, Sergio & Bozzolan, Saverio 2004. A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39, 265-288
- Beretta, Sergio & Bozzolan, Saverio 2008. Quality versus Quantity: The Case of Forward-Looking Disclosure. *Journal of Accounting and Finance*, 23:3, 333-376
- Beyer, Anne, Cohen, Daniel, Lys, Thomas, Walther, Beverly 2010. The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 296-343.
- Borg, Olavi 1968. *Sisällönanalyysin tavoitteista ja metodisista pulmista*. Tampereen Yliopiston Tutkimuslaitos. Monistesarja 42.
- Breton, Gaétan 2009. From folk-tales to shareholder-tales: semiotics analysis of the annual report. *Society and Business Review*, 4, 187-201.
- Bryman, Alan & Bell, Emma 2011. *Business Research Methods*. New York: Oxford University Press.

- Bushman, Robert & Smith, Abbie 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237-333.
- Beyer, Anne, Cohen, Daniel, Lys, Thomas & Walther, Beverly 2010. The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 296-343
- Campbell, John, Chen, Hsinchun, Dhaliwal, Dan, Lu, Hsin-min & Steele, Logan 2010. The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies (forthcoming)*.
- Core, John 2001. A review of the empirical disclosure literature: discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 441-456.
- Dobler, Michael 2008. Incentives for risk reporting – A discretionary disclosure and cheap talk approach. *The International Journal of Accounting*, 43, 184-206.
- Dobler, Michael, Lajili, Kaouthar & Lajili, Zéghal 2011. Attributes of Corporate Risk Disclosure: An International Investigation in the Manufacturing Sector. *Journal of International Accounting Research*, 2:2, 1-22.
- Elliott, Barry & Elliott, Jamie 2008. *Financial Accounting and Reporting*. Edinburgh: Prentice Hall.
- Eng, Li & Mak, Yuen 2003. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22:4, 325-345.
- Fama, Eugene & French, Kenneth 1992 The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47:2, 427-465.
- Field, Andy 2009. *Discovering Statistics Using SPSS*. 3rd Edition. London: SAGE Publications Ltd.
- Flöstrand, Per & Ström, Niklas 2006. The valuation relevance of non-financial information. *Management Research News*, 29, 580-597.
- Graham, John, Harvey, Campbell & Rajgopal Shiva 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.
- Gujarati, Damodar & Porter, Dawn 2009. *Basic Econometrics*. 5th edition. Boston:McGrawHill.
- Healey, Paul & Palepu Krishna 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics*, 31, 405-440.
- Heikkilä, Tarja 2012. *Tilastollinen tutkimus*. 8. painos. Helsinki: Edita Prima Oy.
- Hermalin, Benjamin & Weisbach, Michael 2012. Information Disclosure and Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 67:1, 195-234.
- Hirvonen, Ahti, Niskakangas, Heikki & Steiner Maj-Lis 2003. *Corporate governance. Hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely*. Helsinki: WSOY.

- Ho, Simon & Wong, Kar 2001. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10, 139-156.
- Holmström, Bengt 1979. Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, 10:1, 74-91.
- Jensen, Michael & Meckling, William 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kaplan, Robert 2011. Accounting Scholarship that Advances Professional Knowledge and Practice. *The Accounting Review*, 86:2, 367-383.
- Karjaluoto, Heikki 2007. SPSS-opas markkinatutkijoille. Working paper N:o 344.
- Kothari, SP 2001. Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 105-231.
- KPMG 2005. *Corporate governance sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan näkökulmasta*. Helsinki: Edita Publishing Oy.
- Kortetjärvi-Nurmi, Sirkka, Kuronen, Marja-Liisa & Ollikainen Marja 2011. *Yrityksen viestintä*. Helsinki: Edita Publishing Oy.
- Kravit, Todd & Muslu, Volkan 2012. Textual Risk Disclosures and Investor's Risk Perceptions. *Review of Accounting Studies (forthcoming)*.
- Krippendorff, Klaus 2013. *Content Analysis. An Introduction to Its Methodology*. California: SAGE Publications.
- Kuusela, Hannu & Ollikainen, Reijo 2005. *Riskit ja riskienhallinta*. Tampere: Tampereen Yliopistopaino Oy – Juvenes Print.
- Lajili, Kaouthar & Zéghal, Daniel 2005. A Content Analysis of Risk Management Disclosures in Canadian Annual Reports. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 22:2, 125-142.
- Lambert, Richard, Leuz, Christian & Verrecchia, Robert 2012. Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital. *Review of Finance*, 16, 1–29.
- Leland, Hayne & Pyle, David 1977. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32, 371-387.
- Leuz, Christian 2000. The development of the voluntary cash flow statements in Germany and the influence of international reporting standards. *Schmalenbach Business Review*, 52:2, 182–207.
- Leuz, Christian 2003. IAS Versus U.S. GAAP: Information Asymmetry-Based Evidence from Germany's New Market. *Journal of Accounting Research*, 41:3, 445-472.



- Li, Feng 2006. *Do Stock Market Investors Understand the Risk Sentiment of Corporate Annual Reports?* Working paper, 21, University of Michigan.
- Linsley, Philip & Shrive Philip 2006. Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38, 387-404.
- McLaughlin, Robyn & Safiedinne, Assem 2008. Regulation and information asymmetry. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 16, 59-76.
- Metsämuuronen, Jari 2002. *SPSS aloittelevan tutkijan käytössä*. Metodologia-sarja 5. Helsinki: Methelp.
- Miihkinen, Antti 2012. What Drives Quality of Firm Risk Disclosure? The Impact of National Disclosure Standard and Reporting Incentives under IFRS. *The International Journal of Accounting*, 47, 437-468.
- Miihkinen, Antti 2013. *Essays on Corporate Risk and Transition Disclosures in the IFRS Era*. Aalto University School of Business, 35, Doctoral dissertation.
- Ostrom, Charles 1990. *Time Series Analysis: Regression Techniques*. 2nd Edition. California: Sage Publications.
- Padia Nirupa & Yasseen Yaeesh 2011. An examination of strategy disclosure in the annual reports of South African listed companies. *South African Journal of Business Management*, 42, 27-35.
- Prencipe, Annalia 2004. Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: Evidence from Italian listed companies. *The European Accounting Review*, 13:2, 319-340.
- Rhoades, Stephen 1993. The Herfindahl-Hirschman Index. *Federal Reserve Bulletin*, 79, 188-189.
- Santema, Sicco, Hoekert, Marijke, Van de Rijt, Jeroen & Van Oijen, Aswin 2005. Strategy disclosure in annual reports across Europe: a study on differences between five countries. *European Business Review*, 17, 352-366.
- Shaw, Kenneth 2003. Corporate disclosure quality, earnings smoothing, and earnings' timelines. *Journal of Business Research*, 56, 1043-1050.
- Shiller, Robert 2008. *The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*. Princeton University Press.
- Singhvi, Surendra & Desai, Harsha 1971. An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *Accounting Review*, 46, 621-32.
- Smith, Malcolm & Taffler, Richard 2000. The chairman's statement. A content analysis of discretionary narrative disclosures. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 13:5, 624-646.

- Solomon, Jill, Solomon, Aris & Norton, Simon 2000. A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform. *The British Accounting Review*, 32:4, 447-478.
- Stanton, Patricia & Stanton, John 2002. Corporate annual reports: research perspectives used. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15:4, 478-500.
- Tennyson, Mack, Ingram, Robert & Dugan, Michael 1990. Assessing the information content of narrative disclosures in explaining bankruptcy. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 17:3, 391-410.
- Unerman, Jeffrey 2000. Methodological issues: Reflections on quantification in corporate social reporting content analysis. *Accounting, Auditing & Accountability*, 13:5, 667-680.
- Yritystutkimusneuvottelukunta 2011. *Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Gaudeamus.

### **Virallislähteet**

Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746

Finanssivalvonta määräykset ja ohjeet 7/2013. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus.

Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336

Kirjanpitolautakunnan yleisohje toimintakertomuksen laatimisesta 12.9.2006

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624

Rikoslaki 19.12.1889/39

Valtiovarainministeriön asetus arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta 1020/2012

### **Muut lähteet**

Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2008. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance).

<[http://www.ecgi.org/codes/documents/finnish\\_cg\\_final\\_2008\\_fi.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/finnish_cg_final_2008_fi.pdf)>  
1.11.2013

Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2010. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance). <<http://cgfinland.fi/files/2012/01/suomen-listayhtioiden-hallinnointikoodi-cg2010.pdf>> 1.11.2013

International Accounting Standards Board (IASB). <[www.iasplus.com](http://www.iasplus.com)> 15.09.2013

Kauppalehti. <<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/lista.jsp?reverse=false&order=alpha&markets=XHEL&volume=cur&psize=50&listIds=kaikki&rdc=144c677ae1d&gics=2000&refresh=60&currency=euro>> 1.10.2013

# LIITTEET

## Liite 1: Riskiluokittelu

Lähde: Miihkinen, 2012.

### 1. Strategiset riskit

- a) Kilpailu
- c) Markkina-alueet
- d) Asema tuotantoketjussa
- e) Riippuvuus asiakkaista
- f) Riippuvuus toimittajista
- g) Muutokset asiakkaiden mieltymyksissä
- h) Teknologinen kehitys (esimerkiksi kilpailevien hyödykkeiden vaara)
- i) Sääntelyn muutokset
- j) Poliittiset muutokset
- k) Taloudelliset muutokset
- l) Yrityskaupat
- m) Hinnoittelu
- n) Toimialakohtaiset muutokset
- o) Uusien tuotteiden julkaisu
- p) Liiketoimintaportfolio
- q) Elinkaari (kasvu ja kannattavuus)
- r) Johto
- t) Tutkimus ja kehitys

### 2. Operatiiviset riskit

- a) Riippuvuus henkilöstön osaamisesta
- b) Epätavalliset kysynnän vaihtelut
- c) Toimintaketjun häiriöt
- d) Tuotannon tekijöiden hinnanvaihtelut (esimerkiksi raaka-aineet)
- e) Patentit ja muut teollisoikeudet
- f) Asiakastyytyväisyys
- g) Tietotekniset riskit
- h) Maine ja tuotemerkin kehitys
- i) Vaihto-omaisuuden epäkuranttius
- j) Viat tuotteissa ja palveluissa
- k) Ympäristö
- l) Terveys ja turvallisuus
- m) Projektien toimitukset
- n) Laadunvalvonta

### 3. Rahoitusriskit

- a) Korkotaso
- b) Valuuttakurssi
- c) Likviditeetti
- d) Luotto
- f) Hyödykkeet

### 4. Vahinkoriskit

- a) Vakuutukset
- c) Merkittävät oikeudelliset toimet

### 5. Riskienhallinta

- a) Riskienhallintapolitiikka
- b) Riskienhallinnan organisointi

## Liite 2: Normal probability plot ja scatterplot –kuviot jäännöstermeille

