

## **Tulosvaroitukset: Arviot muutoksista taloudellisissa toimintaedellytyksissä ja tulevaisuudennäkymissä**

Niina Telén



<b>Tekijä(t)</b> Niina Telén	
<b>Koulutusohjelma</b> Liiketalouden koulutusohjelma	
<b>Raportin/Opinnäytetyön nimi</b> Tulosvaroitukset: Arviot muutoksista taloudellisissa toimintaedellytyksissä ja tulevaisuudennäkymissä	<b>Sivu- ja liitesivumäärä</b> 43 + 2
<p>Listayhtiöillä on velvollisuus antaa tarvittaessa tulosvaroitukset. Tulosvaroitusten julkistamiseen ja niiden sisältöön sisältyy kuitenkin yritysjohtajan arvionvaraisuutta. Tulosvaroitusten julkistamisvelvollisuus perustuu olennaiseen muutokseen yhtiön toimintaedellytyksissä tai aiemmin ilmoitetuissa yhtiön liiketoimintaa koskevissa tulevaisuudennäkymissä. Olennaisen muutoksen määrää ei ole kuitenkaan laeissa ja määräyksissä tyhjentävästi määritetty.</p> <p>Tämän opinnäytetyön tavoitteena on ensinnäkin selvittää, kuinka suureksi sijoittaja, tai muu pörssitiedotteiden lukija voi olettaa tulosvaroituksen sisältämän olennaisen muutoksen. Lisäksi tavoitteena on selvittää, kuinka tarkasti tulosvaroituksessa korjatun arvion voi olettaa osuvan tilikauden todelliseen tulokseen.</p> <p>Opinnäytetyö rakentuu teoriasta sekä empiriasta. Empiriaosan tutkimus on luonteeltaan kvantitatiivinen. Tutkimus on toteutettu syksyllä 2017 keräämällä ja analysoimalla tilikautta 2016 ja sitä vastaavaa tilikautta koskevia listayhtiöiden julkistamia tulosvaroituksia sekä tulosvaroitusten antaneiden yhtiöiden saman kauden tilintarkastettuja tilinpäätöksiä. Aineisto koostuu yhteensä 51 tulosvaroituksesta 38 eri yhtiöltä ja näin ollen 38 tilinpäätöksestä.</p> <p>Tutkimuksen keskeisimpien tulosten perusteella tulosvaroitusten sisältämät arviot olennaisen muutoksen suuruudesta vaihtelevat runsaasti yrityksestä riippuen. Arvioiden vastaavuuden osalta keskeiset tutkimustulokset osoittavat, että tarkkoja tulosennusteita sisältävien tulosvaroitusten korjatut arviot vastasivat toteutuneita tilikauden tuloksia noin 1–14 prosentin virhemarginaalilla.</p>	
<b>Asiasanat</b> Tulosvaroitukset, tulevaisuudennäkymät, liiketoiminnan ennusteet, pörssiyritykset	

# Sisällys

1	Johdanto .....	1
1.1	Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset .....	1
1.2	Tutkimusongelma.....	2
1.3	Tutkimuksen rakenne.....	2
1.4	Käsitteet.....	3
2	Strategisesta suunnittelusta ennusteisiin.....	4
2.1	Strategia-ajattelun kehitys.....	4
2.2	Strateginen suunnittelu .....	5
2.2.1	Analyysiosa.....	7
2.2.2	Liiketoiminnan perusteosa.....	8
2.2.3	Strateginen osa.....	8
2.3	Budjetti.....	9
2.3.1	Budjetin tehtävät .....	10
2.3.2	Budjetin laatimisen vaihtoehdot.....	11
2.3.3	Seuranta ja raportointi.....	13
2.4	Liiketoiminnan ennusteet ja niiden haasteet.....	14
3	Tulevaisuudennäkymät ja tulosvaroitukset osana pörssiyrityksen tiedonantovelvollisuutta... 16	
3.1	Lait ja säädökset .....	16
3.2	Tulevaisuudennäkymät .....	18
3.3	Tulosvaroitukset .....	19
3.3.1	Tulosvaroitusten julkistaminen.....	20
3.3.2	Muutoksen olennaisuus.....	21
4	Tutkimusmenetelmät ja -kohteet .....	24
4.1	Tutkimuksen kohde ja tavoite .....	24
4.2	Tutkimusmenetelmät.....	24
4.3	Aineiston keruu ja toteutus.....	25
5	Tutkimustulokset .....	27
5.1	Tulosvaroitusten sisältö ja antamistapa.....	27
5.2	Olennainen muutos.....	30
5.3	Tilinpäätösten toteuma.....	31
5.4	Yhteenveto.....	34
6	Pohdinta.....	36
6.1	Johtopäätökset.....	36
6.2	Tutkimuksen validiteetti ja reliabiliteetti .....	38
6.3	Kehittämis- ja jatkotutkimusehdotukset .....	39
6.4	Opinnäytetyöprosessin ja oman oppimisen arviointi.....	39
	Lähteet .....	41

Liitteet.....	44
Liite 1. Esimerkki tulosvaroituksesta: Glaston Oyj Abp 4.8.2016 .....	44
Liite 2. 2016 tai vastaavalta tilikaudelta tulosvaroituksen julkistaneet yhtiöt.....	45

# 1 Johdanto

Sijoittajat tekevät sijoituspäätöksiä yrityksiltä saatavien tietojen perusteella. Sijoittajien saatavilla olevaan informaatioon, listayhtiöiden tulevaisuudennäkymät ja tulosvaroitukset mukaan lukien, liittyy yritysjohdon harkinnanvaraisuutta. Mitä enemmän harkinnanvaraa informaatio sisältää, sitä kriittisemmin siihen tulee suhtautua.

Opinnäytetyöni aiheena on tutkia tulosvaroituksen julkistaneiden suomalaisten pörssiyritysten arvioimaa muutosta yhtiöiden taloudellisissa toimintaedellytyksissä tai tulevaisuudennäkymissä ja niitä seuranneen todellisen muutoksen suuruutta tilinpäätöksessä. Erityinen mielenkiinto kohdistuu siihen, kuinka suuret muutokset yrityksen taloudellisissa toimintaedellytyksissä aiempiin arvioihin nähden ovat aiheuttaneet tulosvaroituksen julkistamisen sekä kuinka suuri muutos lopulta on ollut. Aihe on kiinnostava, sillä vaikka listayhtiöiden on kirjanpitolain mukaan arvioitava tulevaisuudennäkymiään vähintään toimintakerptomuksessa ja arvopaperimarkkinalain mukaan annettava tulosvaroitukset tarvittaessa, tulosvaroitusten sisältöä ja perusteita ei ole säännelty tyhjentävästi.

## 1.1 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, kuinka suureksi sijoittaja, tai muu pörssitiedotteiden lukija voi olettaa tulosvaroituksen sisältämän olennaisen muutoksen ja kuinka tarkasti arvion voi olettaa osuvan tilikauden todelliseen tulokseen. Listayhtiöiden aikaisemman arvion muutoksen suuruus tulosvaroituksessa liittyy arvioon olennaisen muutoksen määrästä. Tutkimuksen tarkoituksena on vastata tutkimuskysymyksiin olennaisuuden suuruudesta sekä arvion osuvuudesta toteumaan. Näin ollen tutkimuksesta rajataan tarpeettomana ulos tulosvaroitusten kokonaisvaltainen analysointi ja keskitytään tulosvaroitusten analysoimiseen tutkimuksen tavoitteiden kannalta olennaisin osin.

Tämä työ rajataan Helsingin pörssin päälistan (Nasdaq OMX Helsinki) suomalaisyhtiöihin, jotka ovat antaneet tulosvaroituksen tilikaudelta 2016 tai vastaavalta tilikaudelta. Tutkimusaineiston suuruudeksi tuli lopulta 51 tulosvaroitusta 38 eri yhtiöltä, sekä näin ollen 38 tilinpäätöstä.

Tutkimuksen kolmas rajaus liittyy analysoitavaan materiaaliin. Tulosvaroitusten yhteydessä on toistettava aiempi tulevaisuutta koskeva ennuste, jotta sijoittaja voi arvioida muutoksen merkittävyyttä (Nasdaq Helsinki Oy 2017, 44.). Sen vuoksi tulevaisuudennäkymien osalta keskitytään tulosvaroituksessa toistettuun aiempaan tulevaisuutta koskevaan

ennusteeseen eikä siltä osin ole tarvetta aiemman arvion sisältävän materiaalin hakemiselle erikseen.

## 1.2 Tutkimusongelma

Tutkimus koskee pörssiyhtiöiden tilikaudelta 2016 ja sitä vastaavalta tilikaudelta julkistettujen tulosvaroitusten sisältöä, niiden sisältämiä arvioita tulevasta kehityksestä sekä yhtiöiden taloudellisissa toimintaedellytyksissä tapahtuneita todellisia muutoksia. Tutkimuksen tavoitteiden mukaiset tutkimusongelmat ovat seuraavat:

- Kuinka paljon listayhtiöt ovat muuttaneet tulosvaroituksissaan arviota tulevasta taloudellisesta kehityksestä?
- Kuinka lähellä listayhtiöiden johdon tulosvaroituksessa esittämät uudet arviot tulevasta kehityksestä ovat tilikauden lopullista tulosta?

Tutkimusongelmat aiheuttavat myös seuraavat alaongelmat:

1. Miten tulevaisuudennäköykymät on tulosvaroituksissa annettu ja mitä taloudellisia mittareita niissä on käytetty?
2. Kuinka suuri on tulosvaroitusten sisältämä olennainen muutos?
3. Kuinka paljon listayhtiöiden tulosvaroituksissa esitettävät tulevaa koskevat arviot poikkesivat toteumasta ja kuinka paljon arvioitu olennainen muutos poikkesi lopullisesta muutoksesta?
4. Millaisia muutoksia tuloksessa tiedotteen lukija voi odottaa tulosvaroituksissa käytetyiltä sanallisilta termeiltä?

Alla olevassa tutkimuksen peittomatriisissa (Taulukko 1) on kuvattu tutkimuskysymysten, teorian ja tutkimuksen tulosten yhteyttä toisiinsa.

Taulukko 1. Tutkimuksen peittomatriisi

Tutkimusongelma	Tietoperusta (luvun nro)	Tulokset (luvun nro)	Johtopäätökset
Alaongelma 1	2.1 – 2.4	5.1	6.1
Alaongelma 2	3.3	5.2	6.1
Alaongelma 3	3.1 – 3.2	5.3	6.1
Alaongelma 4	3.2	5.3	6.1

## 1.3 Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen teoriaosuus koostuu kahdesta osasta. Luvussa 2 pyritään luomaan ymmärrys niihin taustalla vaikuttaviin asioihin ja keinoihin, joiden perusteella yritysjohto tekee liiketoiminnan ennusteita. Tämän ensimmäisen osan tavoitteena on valottaa, millä perusteella yhtiöissä tehdään liiketoiminnan ennusteita ja millaiset päätöksentekoprosessit nii-

den taustalla ovat. Samalla pyritään avaamaan listayhtiöiden tulevan kehityksen ennusteiden sisältämää arvionvaraisuutta. Luvussa 3 käsitellään yrityksen tiedonantovelvollisuutta, keskittyen erityisesti tulevaisuudennäkymien vaikutukseen tulosvaroituksen kannalta sekä tulosvaroituksen sisältöön.

Luvussa 4 esitellään aluksi tutkimuksen tavoite ja kohde sekä tutkimuksen teon menetelmät. Tutkimuksessa on käytetty kvantitatiivista, eli määrällistä, tutkimusotetta. Lisäksi luvussa avataan tutkimuksen toteutustapaa sekä aineistoa. Luvussa 5 esitellään tutkimuksessa saavutetut tulokset. 6 luku on pohdinta, joka sisältää tutkimuksen johtopäätökset, tutkimuksen reliabiliteetin ja validiteetin arvioinnin, mahdolliset kehitys- ja jatkotutkimusaiheet sekä arvioinnin omasta oppimisesta tutkimusprosessin yhteydessä.

#### **1.4 Käsitteet**

*Listayhtiöllä ja pörssiyhtiöllä* tarkoitetaan tässä työssä Helsingin pörssin päälistalle (Nasdaq OMX Helsinki) listautuneita yhtiöitä.

Termillä *liiketoiminnan ennuste* tarkoitetaan tässä yritysjohton tekemää ennustetta tulevasta kehityksestä. Ennusteita tehdään eri laajuuksissa, mutta niillä kaikilla on yhteys sekä yrityksen toimintaympäristön muutoksiin, että yrityksen sisäisiin tekijöihin.

*Tiedonantovelvollisuus* on arvopaperimarkkinalain (14.12.2012/746) 3. osan mukainen arvopaperin liikkeeseenlaskijan, tässä tapauksessa listayhtiön, säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan.

*Tulevaisuudennäkymät* on yleinen termi listayhtiön tiedonantovelvollisuuteen kuuluvalle tulevaisuutta kuvaavalle tai ennustavalle arviolle (Parkkonen & Mårten 2014, 206).

*Tulosvaroituksella* tarkoitetaan tässä työssä listayhtiön julkistamaa tiedotetta muuttuneista arvioista koskien sen tulevaisuudennäkymiä tai taloudellista asemaa.

## 2 Strategisesta suunnittelusta ennusteisiin

Strateginen suunnittelu ja taloudelliset ennusteet kuuluvat usein ylimmän johdon tehtäviin. Tässä luvussa avataan ensin strategian käsitettä ja lähestytään strategiaa muutaman erilaisen näkökulman kautta. Tämän jälkeen keskitytään yrityksen strategiseen suunnitteluun ja budjetointiin, joiden pohjalta yrityksissä tehdään ennusteita. Kiinnostus kohdistuu etenkin päätösten takana oleviin prosesseihin sekä strategisen suunnittelun ja budjetoinnin eri menetelmiin. Teoreettisen tausta-aineiston avulla pyritään myös valottamaan ennusteisiin liittyvää epävarmuutta ja harkinnanvaraisuutta.

### 2.1 Strategia-ajattelun kehitys

Strategian käsitteelle ei ole olemassa tyhjentävää määritelmää. Strategia-ajattelun alku juontaa juurensa 1960-luvun Harvardin ja muiden samankaltaisten yliopistojen kauppatieteiden kursseille. Strategia-ajattelun alkutaipaleelta lähtien eri tutkijat ovat painottaneet eri asioiden tärkeyttä yrityksen strategiassa. 1960–70-luvuilla alkoi kehittyä systemaattinen yritystoiminnan suunnittelu, jossa painotettiin analyyttistä ja matemaattista näkökulmaa. Strategia-ajattelu on saanut paljon vaikutteita taloustieteestä sekä toisaalta myös sosiologian ja psykologian aloista kritiikkinä rationalistiselle ajattelutavalle. (Johnson, Scholes & Whittington, 2009a, 16–17.)

Strategiaa voi lähestyä esimerkiksi kilpailun kautta. Porter esitti 1980-luvulla teorian kilpailuvoimista. Porterin (2004,3–4) mukaan strategian tavoitteena on asemoida yritys onnistuneesti ympäristöönsä puolustautumalla viittä kilpailuvoimaa vastaan. Näitä markkinoilla vaikuttavia voimia ovat samalla toimialalla toimivat kilpailijat, ostajien neuvotteluvoima, tarantoimittajien neuvotteluvoima, uusien ja korvaavien tuotteiden uhka sekä uusien kilpailijoiden saapuminen markkinoille. Viittä kilpailuvoimaa vastaan yrityksillä on valittavanaan kolme eri geneeristä strategiaa: kustannusjohtajuus-, differointi- sekä fokusointistrategia. Näiden strategioiden tarkoituksena on luoda yritykselle kilpailuetua markkinoilla, eli saada yritys suoriutumaan paremmin kuin kilpailijansa. (Porter 2004, 34–35.)

Kustannusjohtajuusstrategia perustuu alhaisiin tuotantokustannuksiin ja mahdollistaa yrityksen tuotteiden alhaisen hinnan. Kustannusjohtajuus edellyttää usein isoa suhteellista markkinaosuutta tai suotuisaa pääsyä raaka-aineisiin. Differointistrategian avulla pyritään puolestaan erottautumaan kilpailijoista tekemällä yrityksen tarjoomasta ainutlaatuinen. Differointistrategian etuna on asiakkaiden brändiuskollisuus sekä hintaherkkyuden aleneminen. Kolmannessa geneerisessä strategiassa, fokusoinnissa, ei keskitytä kahden muun



strategian tavoin koko toimialaan, vaan tarkoituksena on fokuoittaa määrättyihin asiakkaisiin, tuotesegmenttiin tai maantieteelliseen markkina-alueeseen. Omaksumalla yhden, tai joissain tapauksissa jopa kaksi näistä strategioista, yrityksen tulisi Porterin mukaan saavuttaa markkinoilla kilpailuetua. Kaikki strategiat sisältävät kuitenkin myös riskejä epäonnistumiseen, eikä automaattinen kilpailussa menestyminen ole taattua. (Porter 2004, 34–44.) Porterin strategiat keskittyvät pitkälti yrityksen ulkopuolisiin tekijöihin.

Kim ja Mauborgne toivat 2000-luvun alussa strategia-ajatteluun uudenlaisen näkemyksen, jossa yritysten strategioiden tulisi keskittyä luomaan uusia markkinoita, eli niin sanottuja sinisiä meriä. Heidän mukaansa strategiatyö oli aikaisemmin keskittynyt kilpailuun jo olemassa olevilla toimialoilla; ”punaisilla merillä”, vaikka liiketoiminnan alalle on tyypillistä jatkuva muutos ja kehitys. Muutoksen myötä tulee mahdollisuus luoda uutta, kilpailusta vapaata, markkinatilaa. Strategisilla siirroilla on tässä ajattelutavassa keskeinen merkitys menestystä aikaansaavina tekijöinä. Strategisilla siirroilla Kim ja Mauborgne tarkoittavat yritysjohton toimenpiteitä ja päätöksiä, jotka luovat uuden tarjonnan avulla uusia markkinoita. (Kim & Mauborgne 2005, 24–33.)

Kaplan ja Norton (2004, 27–30) pyrkivät puolestaan urauurtavassa ajattelutavassaan tuomaan strategian esiin kokonaisvaltaisena näkemyksenä, jossa myös yrityksen aineettomalla pääomalla on keskeinen rooli. Niinpä strategiaan linkittyvät kriittisinä menestystekijöinä taloudellisen näkökulman ohella asiakasnäkökulma, yrityksen sisäinen näkökulma sekä oppimisen ja kasvun näkökulma. Heidän mukaansa strategia on kuvaus tavoista, joilla yritys aikoo tuottaa arvoa osakkeenomistajilleen, asiakkailleen sekä kansalaisilleen.

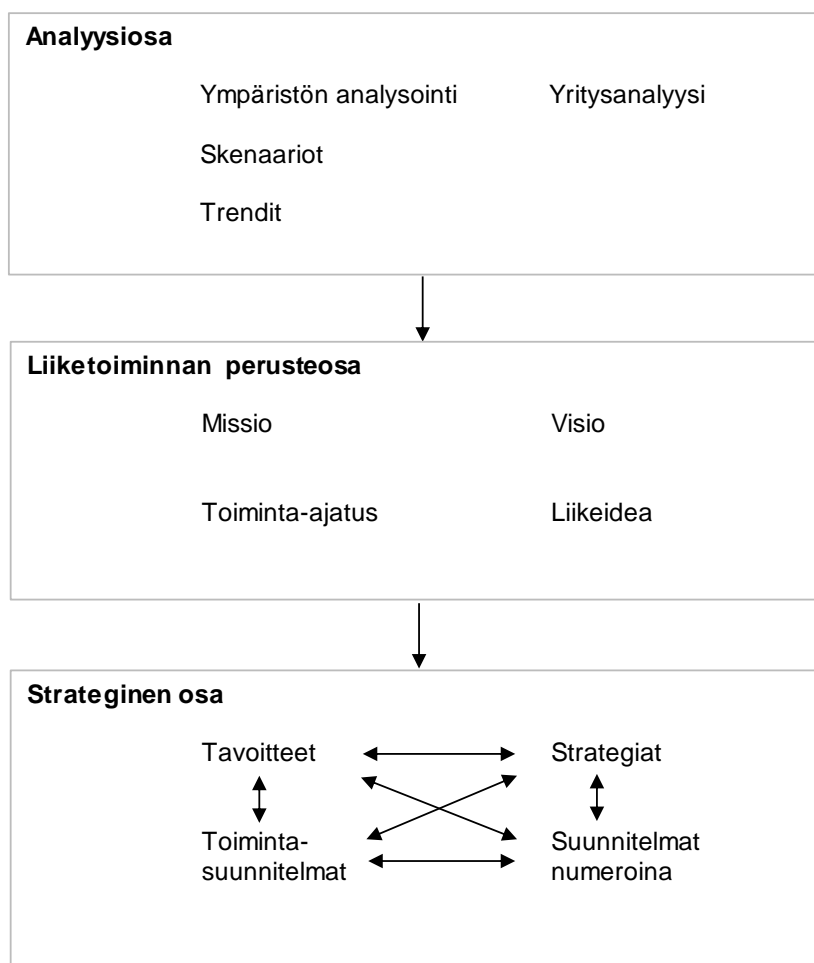
Yrityksen strategia voidaan jakaa myös esimerkiksi omistajanäkökulman mukaan. Tällöin strategia näyttäytyy kahtena osa-alueena: liiketoimintastrategiana sekä yritysstrategiana. Liiketoimintastrategia keskittyy yrityksen toimintaympäristöön. Kyseessä on siis yrityksen strategiset valinnat, jotka liittyvät asiakkaiden tarpeisiin vastaamiseen, asemointiin suhteessa kilpailijoihin sekä kilpailuetuun. Yritysstrategia puolestaan ohjaa yritykseen sijoitettua pääomaa parhaiten tuottaville alueille sekä toimintaympäristöön. Yritysstrategia on tässä jaottelussa omistajan tavoitteiden kannalta keskeisempi. (Niemelä, Pirker, & Westlund 2008, 46.)

## **2.2 Strateginen suunnittelu**

Strateginen suunnittelu kuuluu liiketoiminnan pitkän aikavälin suunnitteluun. Ylin johto voi tehdä strategisia suunnitelmia joko erikseen tai vuosisuunnitelmien, eli budjettien yhteydessä. Strategisessa suunnittelussa pyritään kytkemään yhteen yrityksen tavoitteet ja

päämäärät sekä muut liiketoiminnan lähtökohdat ja määrittelemään strategiat niiden saavuttamiseksi. Strategiset suunnitelmat tehdään usein pitkälle, esimerkiksi viiden vuoden, aikavälille ja ne toimivat budjettien pohjana. Ensimmäinen vuosi suunnitellaan muita yksityiskohtaisemmin. (Alhola & Lauslahti 2000, 257–258.) Pitkiin suunnitelmiin liittyy lyhyen aikavälin suunnitelmiin verrattuna enemmän epävarmuustekijöitä.

Strateginen suunnittelu alkaa usein yritysten ulkopuolisten tekijöiden analysoinnilla ja etenee yrityksen liiketoiminta-analyysin kautta strategiaan. Alholan ja Lauslahden (2000, 259) jäsentelyssä strateginen suunnitteluprosessi sisältää kolme osa-aluetta: analyysiosan, liiketoiminnan perusteosan sekä strategisen osan. He kuvaavat strategista suunnittelua seuraavanlaisesti:



Kuva 1. Strategisen suunnitelman osa-alueet (Alhola & Lauslahti 2000, 259. Muokattu.)

### 2.2.1 Analyysiosa

Prosessin ensimmäisessä vaiheessa analysoidaan yrityksen toimintaympäristöä ja yrityksen suhdetta siihen. Toimintaympäristön analysoinnissa voi käyttää työkaluna esimerkiksi yleisesti hyväksyttyä PESTEL-analyysia, jossa arvioidaan organisaation poliittista, taloudellista, sosiaalista, teknologista, ekologista sekä oikeudellista tilaa. Analyysin tarkoituksena on selvittää kaikki yrityksen ulkopuoliset makrotason tekijät, jotka voivat vaikuttaa yrityksen strategian onnistumiseen (Johnson, Scholes, Whittington 2009b, 25–26).

Ympäristöanalyysin pohjalta voidaan tehdä skenaarioita, jotka ovat pitkän aikavälin ennusteita tulevaisuudesta. Skenaariot pohjautuvat näkemyksiin siitä, mihin suuntaan yrityksen toimintaympäristö todennäköisesti tulevaisuudessa kehittyy. Skenaariot ovat hyödyllisiä etenkin, jos yrityksen toimintaympäristöön liittyy epävarmuutta esimerkiksi sen nopean muutoksen takia (Johnson ym. 2009b, 27).

Liiketoiminnan ennustamisessa eri skenaarioiden punnitseminen on tärkeää. Yrityksissä saatetaan usein tehdä ennusteita niin sanotun parhaimman arvauksen mukaan, joka antaa mahdollisuuden vain yhdelle mahdolliselle lopputulokselle eikä ota huomioon ennusteiden sisältämää epävarmuutta. Mikäli yrityksen strategia rakentuu vain yhden arvauksen ympärille, suunnan muuttaminen myöhemmin voi olla vaikeaa. Ennemmin tulisivat harkita kaikkia mahdollisia skenaarioita ja tämän jälkeen verrata niiden todennäköisyyksiä suhteessa toisiinsa. Tällä tavalla voitaisiin varmistaa se, ettei joitakin mahdollisia tulevaisuuden näkymiä vain unohdeta. Lisäksi tällä metodilla arvioiden tarkkuus ja joustavuus paranisivat. (Haran & Moore 2014, 5–13.)

Skenaarioiden pohjalta voidaan tehdä arvioita markkinoiden trendeistä. Trendillä tarkoitetaan pitkän aikavälin suuntaa, johon ennustettava asia vähitellen liikkuu. Trendissä liike voi olla nousevaa tai laskevaa ja ne voivat sisältää satunnaisvaihteluita tai kausittain toistuvia kaavoja. (Taylor 2010, 700–701.) Trendien tunnistaminen on tärkeää, koska niillä on suora vaikutus yrityksen toimintaan. Esimerkiksi tuotteiden kysynnän nousu- tai laskutrendillä on vaikutus yrityksen tulevan myynnin määrään.

Toimintaympäristön ymmärtämisen jälkeen on tärkeää arvioida sen vaikutuksia yrityksen strategiaan päätöksiin. Sen vuoksi seuraava vaihe strategisessa suunnittelussa onkin yritysanalyysi, jossa tutkitaan, mitä mahdollisuuksia ja uhkia toimintaympäristö aiheuttaa yritykselle. Lisäksi on syytä arvioida myös yrityksen omia vahvuuksia ja heikkouksia toimintaympäristön valossa. Mahdollisuuksien, uhkien, vahvuuksien ja heikkouksien kartoittaminen kuuluu SWOT-analyysiin. SWOT-analyysi antaa hyvän pohjan yrityksen strategien

valintojen tekemiselle. (Johnson ym. 2009b, 50.) Tämän analyysin pohjalta voidaan tehdä myös portfolioanalyysi, joka auttaa hahmottamaan yrityksen liiketoiminta-alueiden tai tuotteiden tuottavuutta ja vaadittavia panoksia (Alhola & Lauslahti 2000, 263).

### **2.2.2 Liiketoiminnan perusteosa**

Strategian laatimista edeltää mission, vision ja arvojen määrittely. Missio kuvaa yrityksen olemassaolon tarkoitusta, eli toisin sanoin yrityksen perustehtävää. Missio ja arvot ovat luonteeltaan melko pysyviä. Näitä dynaamisempi on puolestaan visio, eli tulevaisuuden kuva, joka määrittää yrityksen tavoitteet pitkällä aikavälillä. Missiota ja visiota tarvitaan antamaan suunta yrityksen toiminnalle. Ne eivät yksinään kuitenkaan anna ohjeita keinoista, joilla niiden saavuttaminen olisi mahdollista. Tähän tarvitaan strategiaa. Strategian laatii usein ylin johto, mutta se koskee koko organisaatiota. Strategia tulisikin mieltää prosessiksi, jossa yrityksen missio ja visio ulotetaan koko organisaatioon ja muunnetaan lopulta työntekijöiden tekemäksi työksi. (Kaplan & Norton 2004, 51–57.)

Strategisen suunnittelun liiketoiminnan perusteosaan kuuluu lisäksi toiminta-ajatuksen ja liikeidean määrittely. Toiminta-ajatus määrittelee yrityksen olemassaolon syyn. Liikeidea puolestaan on yksityiskohtaisempi kuvaus yrityksen menestystekijöistä, joilla yritys aikoo toteuttaa toiminta-ajatuksen mukaista liiketoimintaa. Liikeideassa otetaan kantaa muun muassa yrityksen markkinoihin, asiakkaisiin, tuotteisiin, rakenteeseen sekä voimavaroihin. (Alhola & Lauslahti 2000, 264.)

### **2.2.3 Strateginen osa**

Pörssiyhtiöiden tavoitteenasetantaa ohjaa ensisijaisesti osakeyhtiölain (21.7.2006/624) 1. luvun 5§, jonka mukaisesti osakeyhtiön lähtökohtaisena tavoitteena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Yrityksellä voi olla useampia tavoitteita ja niitä voidaan asettaa organisaation eri tasoille. Tavoitteiden hallinnan ja mitattavuuden kannalta on usein hyödyllistä esittää tavoitteet numeerisessa muodossa, esimerkiksi myyntitavoitteena, kasvuvauhtina tai osakkeen arvostuksena (Johnson ym. 2009b, 114).

Strategian avulla voidaan ohjata yrityksen toimintaa asetettujen tavoitteiden saavuttamiseksi. Strategiaa voi siis ajatella ohjenuorana, jonka avulla pyritään ennalta asetettuun päämäärään. Kaikki yritykset asettavat omat tavoitteensa ja tavoittelevat niitä omilla resursseillaan. Tämän vuoksi myös strategiat ovat eri yrityksillä erilaiset. Yritysjohdolla voi olla erilaisia strategiavaihtoehtoja, joista valitaan lopulta parhaat perustuen todennäköiseen menestysmahdollisuuteen (Alhola & Lauslahti 2000, 266–267). Strategiassa yhdisty-

vät yrityksen ulkoiset ja sisäiset tekijät. Strategia on yrityksen pitkän aikavälin kehityssuunta, jonka avulla järjestetään kilpailuetua ja siten saavutetaan muuttuvassa toimintaympäristössä voimavaroja ja kykyjä (Järvenpää, Länsiluoto, Partanen & Pellinen 2013, 14).

Viimeisenä vaiheena strategisessa suunnitteluprosessissa on toimintasuunnitelman laatiminen sekä sen muuttaminen numeeriseen muotoon. Toimintasuunnitelmien laatimisessa hyödynnetään kaikkea strategisessa suunnittelussa kerättyä tietoa. Toimintasuunnitelmissa tehdään laskelmat kaikille tuloslaskelman osa-alueille. Lisäksi laaditaan myös karkeat tase- ja rahoituslaskelmat. (Alhola & Lauslahti 2000, 268.)

### **2.3 Budjetti**

Budjetti on tärkeä osa yrityksen taloudellista suunnittelua. Budjetti on tietyllä ajanjaksolle laadittu, tavoitteellinen ja mahdollisimman hyvään taloudelliseen suoritustasoon päätyvä rahamääräinen toimintasuunnitelma (Järvenpää ym. 2013, 235). Budjettien avulla pyritään vastaamaan yrityksen strategisessa suunnitelmassa määriteltyihin tavoitteisiin. Yrityksen kyky saavuttaa lähiajan budjettitavoitteet, auttaa sitä suuntaamaan liiketoimintaansa kohti pitkän aikavälin päämääriä (Shim Shim & Siegel 2011, 2).

Perinteisesti budjetti laaditaan tilikaudelle vuosibudjettina, joka voidaan tarvittaessa jakaa lyhyemmiksi tarkkailujaksoiksi (Jyrkkiö & Riistama 2004, 230). Vuosibudjetin laadinnassa on tärkeää käyttää hyväksi strategisessa suunnittelussa kerättyjä tietoja toimintaympäristöstä. Lisäksi on tärkeää hankkia tietoa yrityksen omasta toiminnasta, kuten markkinaosuudesta ja myyntihintojen ja asettaa selkeät tulos (Järvenpää ym. 2013, 246–247).

Järvenpää ym. (2013, 236–237) esittävät strategiaprosessin ja budjetointiprosessin toisiinsa seuraavina vaiheina. Tässä prosessissa budjetointi on operatiivinen jatkumo strategiaprosessille. Heidän mukaansa budjetoinnin yhteys strategiaan vahvistuu, jos budjetointiprosessi tuottaa myös strategian kehittämiseen vaikuttavia korjaavia toimenpiteitä. Prosessit eivät saisi olla ajallisesti kaukana toisistaan, jottei yhteys strategian ja budjetin välillä jäisi ohueksi.

Budjetti voidaan laatia eri pituisille ajanjaksoille käyttötarkoituksesta riippuen, mutta valintojen tulisi olla linjassa asetettujen tavoitteiden ja strategian kanssa. Mitä pidemmälle ajanjaksolle budjetti laaditaan, sitä vähemmän sen sisältämiä arvioita voidaan pitää luotettavina (Shim ym. 2011, 2). Useissa yrityksissä budjetti laaditaan vastaamaan tilikautta. Tyypillistä on budjettikauden jakaminen neljään kvartaaliin, joista ensimmäinen jaetaan

edelleen kuukausikohtaisiin budjetteihin. Kolmesta myöhemmästä kvartaalista saatetaan ottaa budjettiin vain niiden kvartaalittaiset yhteissummat. Tilikauden edetessä aina seuraava kvartaali voidaan tarkentaa kuukausibudjeteiksi. (Shim ym. 2011, 38.) Kuukausibudjetti voi tällä tavalla olla hyvinkin yksityiskohtainen.

Tehokas budjetointi vaatii onnistuakseen ennakointikykyä, selkeitä kommunikointiväyliä, kirjanpidosta saatua ajantasaista tietoa, tiedon ymmärrettävyyttä sekä tukea kaikilla organisaation tasoilla (Shim ym. 2011, 3). Kaikki nämä tekijät ovat oleellisia strategian onnistumisen kannalta. Budjetin ennakoiva rooli on keskeinen, mutta haastava. Budjettia, kuten muitakaan ennusteita, ei voi perustaa pelkästään menneeseen tietoon liiketoiminnan kehityksestä, sillä menneisyyteen pohjaavat ennusteet harvoin ennustavat tulevaisuutta kovin tarkasti (Makridakis, Hogarth, & Gaba 2010, 84). Kirjanpidosta saatu ajantasainen tieto taloudellisten lukujen kehityksestä auttaa ennakoinnissa ja tarvittaessa budjetin uudelleensäättämisessä. Budjetin selkeä kommunikointi koko yritykseen sekä tuki organisaation eri tasoilta mahdollistavat budjettitavoitteissa onnistumisen. Tällöin budjetti ei jää ainoastaan ylemmän johdon laskelmiksi ja toiveiksi.

### **2.3.1 Budjetin tehtävät**

Budjettien hyöty liittyy etenkin niiden sisältämään tulevaisuuden ennakointiin ja mahdollisuuden kontrolloida tuloksia (Shim ym. 2011, 4). Budjetille asetetaan tavoitteet, jotka ovat samalla ennusteita tulevasta taloudellisesta kehityksestä. Esimerkiksi budjettiin ennakoitu liikevaihto perustuu arvioon tulevasta menekistä.

Budjetin tehtäviä ovat toiminnan suunnittelu, tarkkailu sekä koordinointi (Jyrkkiö & Riistama 2004, 228). Näiden lisäksi omiksi tehtäväalueikseen voidaan erottaa myös esimerkiksi yrityksen toiminnan johtaminen ja analysointi (Shim, Shim & Siegel 2011, 2) tai toiminnan ohjaaminen (Alhola & Lauslahti 2000, 274).

Budjetointikauden alussa budjetti toimii toiminnan suunnitteluvälineenä. Budjetti edellyttää yrityksen toiminnan systematisointia sekä tavoitteiden reaalisuuden arviointia (Jyrkkiö & Riistama 2004, 228). Budjetointi siis osaltaan pakottaa koko yrityksen toiminnan suunnittelun realistiseen muotoon. Mitä realistisempi tavoitesuunnitelma budjetista saadaan, sitä hedelmällisempää on esimerkiksi arvioida toiminnan onnistumista vertailemalla ajanjakson tuloksia aiemmin suunniteltuun.

Budjetti auttaa toiminnan koordinoinnissa. Koordinointiin kuuluu liiketoiminnan toteuttami-

seen tarvittavan henkilöstön, materiaalien sekä välineiden hankinta ja organisointi. Budjetti auttaa yrityksen eri toimintayksiköiden välisessä koordinoinnissa varmistamalla niiden välisen vastuunjaon ja tasapainon. Budjetin avulla tavoitteet voidaan kommunikoida kaikille yrityksen toiminnolle. Toisaalta kaikkien toimintojen tulisi myös osallistua budjetointiprosessiin, jotta yhteistyö onnistuisi. (Shim, Shim & Siegel 2011, 15–16.)

Ajanjakson lopussa budjetti toimii etenkin tarkkailun ja tulevan toiminnan hallinnan välineenä, kun toteutunutta tulosta verrataan kauden alussa budjetoituun tulokseen. Budjetoitujen tulojen ja kulujen vertailulla toteumaan, saadaan esiin niiden väliset varianssit, eli vaihtelut. Tällä tavalla voidaan mitata budjetoinnin suorituskykyä ja tehdä parannuksia tulevia budjetteja varten. (Shim ym. 2011, 17.)

Budjetin rooli toiminnan ohjaamisessa liittyy budjettien laatimisen yhteydessä tapahtuvaan tavoitteiden asettamiseen, toimintasuunnitelmiin, valtuutuksiin sekä vastuuttamiseen. Tavoitteiden asettaminen antaa viestin koko yritykselle siitä, mitä heiltä vaaditaan. Tehtyjen toimintasuunnitelmien yhteydessä on puolestaan usein myös erilaisia valtuutuksia yrityksen eri tasoille. Valtuutus voi olla esimerkiksi ohje uusien investointien tekemiseen. Budjetti ohjaa toimintaa myös vastuiden jakamisen kautta. (Alhola & Lauslahti 2000, 274.)

### **2.3.2 Budjetin laatimisen vaihtoehdot**

Budjetoinnilla tarkoitetaan budjettien laatimista. Budjetointia ohjaavat asetetut tulos- ja kasvutavoitteet, joiden saavuttamiskeinojen pohdinnasta budjetointi tulisi aloittaa (Järvenpää ym. 2013, 246–247). Usein yritysten budjetointijärjestelmä sisältää pääbudjetit ja niihin liittyvät alabudjetit (Järvenpää ym. 2013, 239). Pääbudjetteihin kuuluvat tulosbudjetti sekä rahoitusbudjetti ja niiden perusteella laadittu rahoitustase. Pääbudjetit antavat kuvan koko organisaation toiminnasta.

Budjetti antaa taloudelliset reunaviivat strategialle ja toimintasuunnitelmalle. Budjetoinnin tuoma lisäarvo voi kuitenkin olla eri yrityksille erilainen. Budjetointiprosessin roolia määriteltessä tulisi ottaa huomioon etenkin liiketoiminnan epävarmuus, sekä toisaalta tuotannon tekijöiden saatavuus. Mitä suurempi liiketoiminnan epävarmuus on, sitä suuremmassa roolissa taloudellisen suunnittelun ja budjetoinnin tulisi olla. Taloudellisen suunnittelun tulisi tällöin olla jatkuva prosessi. Tuotannon tekijöiden saatavuus taas vaikuttaa tarkkuuteen, jolla taloudelliset suunnitelmat olisi syytä laatia. Tuotannon tekijöiden saatavuuden ollessa hyvää ja liiketoiminnan epävarmuuden ollessa pientä, yksityiskohtaisen budjetin laatiminen ei välttämättä ole tarpeellista, vaan ainoastaan strateginen suunnitelma voi riittää. (Niemelä ym. 2008, 60–63.)

Budjetin voi laatia erilaisilla menetelmillä. Autoritaarisessa menetelmässä budjetti laaditaan ylhäältä alas, eli yrityksen ylin johto asettaa tavoitteet, jotka jaetaan vastuualueittaan alemmille tasoille. Demokraattisessa mallissa taas budjetin rakentaminen suuntautuu alhaalta ylöspäin. Tässä mallissa budjetin toteuttamisesta vastuussa olevat henkilöt laativat ensin ehdotuksensa oman vastuualueensa budjetista, jonka jälkeen osabudjettiehdotukset kootaan liiketoiminta-alueen tasolle sekä yritystasolle. (Jormakka, Koivusalo, Lappalainen & Niskanen 2009, 180.) Usein yritykset käyttävät näiden kahden mallin yhdistelmää, eli niin sanottua yhteistyömenetelmää. Yhteistyömenetelmän käyttö on sitä yleisempää, mitä isommasta yrityksestä on kyse. Yhteistyömallissa yrityksen johto asettaa budjetoinnin tavoitteet tulosyksikköjohdon kanssa ja budjetointi toteutetaan tulosyksiköissä, osastoissa ja toiminnoissa. (Järvenpää ym. 2013, 243–244.)

Perinteisen budjettien laatimisen haastajaksi on viime vuosikymmeninä noussut rullaava ennustaminen, toisin sanoen rullaava budjetointi. Siinä budjetti laaditaan rullaavasti aina tietyksi ajanjaksoksi eteenpäin sitomatta sitä tilikauteen. Ajanjakso voi olla esimerkiksi 12–15 kuukautta. Rullaavassa ennustamisessa tietoja päivitetään ja korjataan jatkuvasti toteutuneiden lukujen perusteella. (Jormakka ym. 2009, 181.) Rullaava ennustaminen ohjaa johdon huomion tulevaisuuteen ja varmistaa, että suunnittelu on jatkuva prosessi eikä vuosittain toistuva harjoitus (Shim ym. 2011, 11).

Rullaavaa ennustamista ei välttämättä ole nähty ollenkaan budjetoinnin muotona. Esimerkiksi Hope ja Fraser (2003, 108–112) ovat kritisoineet vahvasti perinteistä budjetointia ja ehdottaneet jopa siitä luopumista. Heidän mukaansa perinteinen budjetointi on kallis ja jäykkä prosessi, kun taas rullaava ennustaminen tarjoaa yritykselle muun muassa joustavuutta sekä tarkkuutta ennusteisiin. Rullaavan ennustamisen parempi paikkansapitävyys on Hopen ja Frasierin mielestä seurausta tietojen jatkuvasta päivittämisestä sekä siitä, ettei kenelläkään pitäisi olla tarvetta manipuloida numeroita silloin, kun ei ole budjetoinnin tapaan lukkoon lyötyjä päämääriä. Rullaava ennustaminen on kevyempää, sillä siinä käytetään usein vain muutamia tärkeimmäksi koettuja muuttujia, kuten tilauksia, myyntejä, kuluja ja investointeja.

Jotkut yritykset ovat myös luopuneet budjetoinnista kokonaan. Niin kutsutun budjetoimattomuuden pohjan muodostaa strategisen ohjauksen kehittäminen. Siinä strategia muutetaan aikaisempaa osallistavammaksi ja jatkuvaksi prosessiksi. Strategisen ohjauksen tukena käytetään suoritusmittausta. Suorituksen mittaamiseen valitaan muutama ohjaustunusluku, esimerkiksi pääoman tuottoaste (ROI), jäännöskate (RI) ja taloudellinen lisäarvo



(EVA). Harvoissa yrityksissä silti käytetään pelkkiä suoritusmittareita toiminnan ohjaamiseen ilman minkäänlaista budjettiohjausta. (Järvenpää ym. 2013, 282–283.)

### 2.3.3 Seuranta ja raportointi

Budjettiseuranta on osa budjetin tehtävää tarkkailun välineenä (katso luku 2.3.1.). Seuranta on tärkeää, jotta mahdolliset muutokset havaitaan ja saadaan hallintaan. Budjetteja voidaan seurata sekä pää- että alabudjettien tasolla. Seurannan olennainen tehtävä ja rooli on arvioida strategian toteutumista ja varmistaa, että tavoiteltu tulos toteutuu (Järvenpää 2013, 252).

Budjettiseuranta on budjetoinnin yksi tärkeimmistä vaiheista. Budjettitavoitteiden toteutumisista voidaan seurata esimerkiksi kuukausitasolla tulosvertailun avulla ja viikoittain tai jopa päivittäin myynnin ja myyntikatteen avulla. Havaittuja poikkeamia budjetista, eli variansseja, analysoidaan ja ne raportoidaan ylemmälle johdolle. (Jormakka ym. 2009, 170.) Varianssien analysoinnissa on tärkeää erottaa toisistaan niin sanotut hallittavat varianssit sellaisista, joita ei pystytä hallitsemaan. Hallittavista variansseista vastuussa olevat voidaan tunnistaa ja näin ollen voidaan myös korjata mahdolliset vaihtelua aiheuttaneet ongelmat varianssien taustalla. (Shim ym. 2011, 17.)

Asetettujen tavoitteiden toteutumista olisi hyvä seurata budjetissa vähintään tuoton, myyntitulojen sekä kulujen osalta (Shim ym. 2011, 89). Budjetoitujen lukujen vertaamisella toteutumaan saadaan suhdeluvut, joiden avulla budjetin paikkansapitävyyttä ja eroja voidaan arvioida. Tuoton, myyntitulojen ja kulujen osalta tarkkuutta arvioitaisiin siis seuraavalla tavalla (Shim ym. 2011, 41):

$$\begin{aligned} \text{Myyntitulojen tarkkuus} &= \frac{\text{Toteutuneet myynnit}}{\text{Budjetoidut myynnit}} \\ \text{Kulujen tarkkuus} &= \frac{\text{Toteutuneet kulut}}{\text{Budjetoidut kulut}} \\ \text{Tuottojen tarkkuus} &= \frac{\text{Toteutunut tuotto}}{\text{Budjetoitu tuotto}} \end{aligned}$$

Tämän laskentakaavan mukaan budjetin tarkkuus on ollut sitä parempi, mitä lähempänä suhdeluku on ykköstä. Suuret poikkeamat toteutuneiden ja budjetoitujen lukujen välillä voivat kertoa huonosta suunnittelusta ja epärealistisista tavoitteista. (Shim ym. 2011, 40–41.)

Vaikkei pörssiyritys laatisi budjetteja lainkaan, sillä on silti kirjanpitolain (1336/1997) luoma velvoite arvioida tulevaa kehitystään toimintakertomuksessa sekä arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuuden tuoma velvoite raportoida tapahtuneista muutoksista ja tarvittaessa korjata arvioitaan. Käytännössä budjetit ovat parhaimmillaan tehokkaita yrittäjien työkaluja tarkkaa seuranta varten.

## **2.4 Liiketoiminnan ennusteet ja niiden haasteet**

Liiketoiminnan ennusteita voidaan tehdä eri aikaväleille. Pitkällä aikavälillä ennusteita tarvitaan strategisessa suunnittelussa muun muassa toimintaympäristön muutoksen sekä trendien ennakointiin. Juoksevia ennusteita tehdään usein budjetteja lyhyemmälle aikavälille, esimerkiksi kuukaudelle (Alhola & Lauslahti 2000, 253.) Ennusteet ovat kiinteä osa budjetointia. Esimerkiksi myyntibudjettiin liittyvän myynnin suunnittelun perustana toimivat muiden seikkojen muassa yritysjohton ennusteet tulevan myynnin kehityksestä (Shim ym. 2011, 98).

Pörssiyritysten ennusteet ovat johdon arvioita yrityksen tulevasta kehityksestä. Ne perustuvat usein strategisen suunnittelun pohjalta tehtyihin arvioihin, aiempien vuosien lukuihin sekä budjetteihin. Näin ollen ennusteet ovat linjassa yrityksen strategian kanssa. Ennusteisiin sisältyy kuitenkin aina arvionvaraisuutta. Usein johtoon kuuluvat henkilöt tekevät arvioita saatavilla olevan tiedon ohella myös omiin mielipiteisiinsä ja aikaisempiin kokemuksiinsa perustuen (Taylor 2010, 700). Lisäksi, ihmiset ovat usein hämmästyneitä tekemiensä ennusteiden virheellisyyksien laajuudesta (Makridakis ym. 2010, 84).

Liiketoiminnan ennustaminen on usein haasteellista. Mahaffie (1995, 38–39) tuo artikkelissaan esille muutamia keskeisimpiä ongelmia, joihin liiketoiminnan ennusteiden tekijät usein kompastuvat. Ensinnäkin, ennusteiden tekemiseen saattaa vaikuttaa pyrkimys vältellä epämiellyttäviä tulevaisuuden näkymiä. Ennusteen laatijaan saatetaan esimerkiksi kohdistaa paineita ennustaa yritykselle menestyksestä tulevaisuutta. Toinen ongelma-kohta on Mahaffien mukaan sosiaalisten tekijöiden vaikutuksen sivuuttaminen ennustuksista. Yrityksillä on usein halu tehdä luotettavia, kvantitatiivisia ennusteita tulevasta, mikä saattaa johtaa sosiaalisten muutosvoimien jäämiseen ennusteiden ulkopuolelle. Näiden lisäksi Mahaffie mainitsee ennustamisen ongelmiksi myös liian lyhyen aikavälin sekä välietappien puuttumisen. Sosiaalinen muutos on hidas prosessi ja sen vuoksi ennusteiden tekeminen jopa kymmenien vuosien päähän voisi olla perusteltua. Välietappien avulla taas saataisiin paremmin seurattua kehitystä kohti ennustettua päämäärää.

Ennusteiden tekemisen apuna voi käyttää erilaisia matemaattisia malleja, kuten aikasarja-analyysejä sekä regressiomalleja. Toisenlaisen ongelman liiketoiminnan ennustamiseen saattaakin luoda liian suuri luotto pitkälle kehitettyihin matemaattisiin ennustemalleihin. Tällaisten monimutkaisten matemaattisten mallien avulla voidaan onnistuneesti selittää menneitä tapahtumia lähes täydellisesti, mutta tulevaisuutta ne eivät kuitenkaan kuvaa samalla varmuudella (Makridakis ym. 2010, 84–88). Tämä johtuu siitä, että liiketoiminnan alalla tulevaisuuteen liittyy aina myös menneistä tapahtumista poikkeavia; uusia ja erityisiä, epävarmuustekijöitä.

Vaikka vastuu liiketoiminnan ennusteista on ylimmällä johdolla, ne koskettavat jo laadintavaiheessa myös yrityksen alempia johtoportaita. Usein yrityksen alemmaa johtoa pyydetään laatimaan ennusteita omiin liiketoimintayksikköjensä kehitykseen liittyen. Haran ja Moore (2014, 5–15) korostavat artikkelissaan ennusteisiin liittyvää kasvavaa epävarmuutta, jos jo alemmalla tasolla ennusteet tehdään muut vaihtoehdot lähtökohtaisesti poissulkevalla, parhaan arvauksen tekniikalla. Ennusteiden laadun varmistus on siis kunkin yrityksen käsissä.

### **3 Tulevaisuudennäkymät ja tulosvaroitukset osana pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuutta**

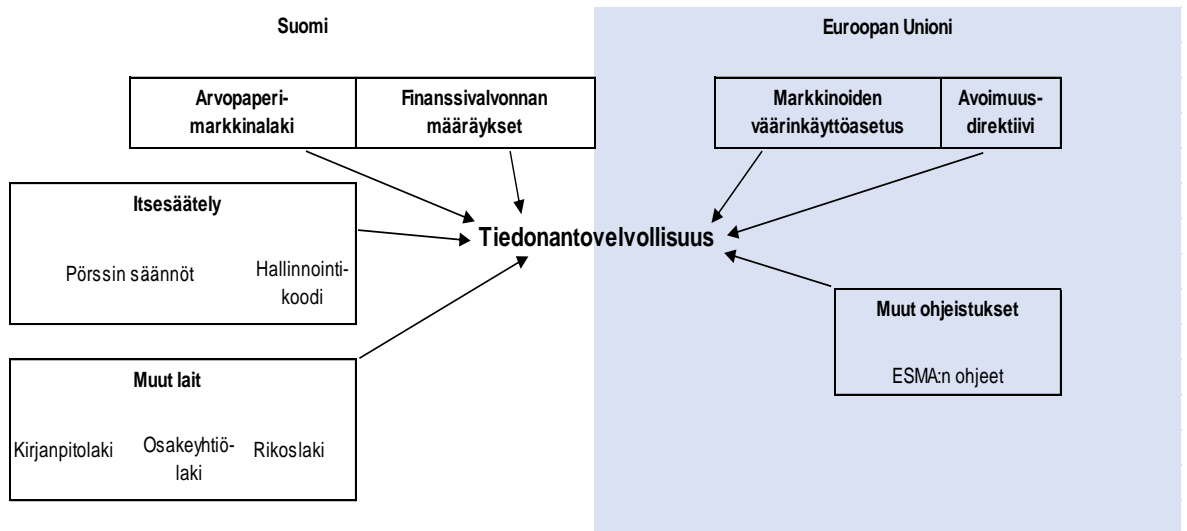
Arvopapereiden liikkeeseenlaskijoilla, eli listayhtiöillä, on tiedonantovelvollisuus. Tiedonantovelvollisuuteen kuuluu listautuessa laadittava yhtiöesite sekä listautumista seuraavat säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus. Tiedonantovelvollisuuden tavoitteena on turvata sijoittajien yhdenvertaisuus tasapuolisella ja samanaikaisella tiedonsaannilla. Sijoittajalla tulisi olla käytettävissään riittävät tiedot liikkeeseenlaskijasta ja sen arvopapereista. Riittävien tietojen avulla sijoittaja voi tehdä perusteltuja arvioita julkistettujen tietojen vaikutuksesta liikkeeseenlaskijan talouteen. (Finanssivalvonta 2017.) Tiedonantovelvollisuuden tavoitteena on lisäksi edistää arvopapereiden hinnanmuodostuksen tehokkuutta arvopaperimarkkinoilla sekä vähentää tiedon asymmetriaa (Häyrynen & Virtanen 2007, 70).

Tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvan tiedon sisällöllä on ainakin kolme edellytystä, jotka vaikuttavat tiedonantamisen tapaan. Nämä edellytykset ovat: totuudenmukaisuus, olennaisuus ja riittävyys. Annettavan tiedon on ensinnäkin vastattava totuutta. Olennaista on sellainen tieto, jonka virheellisyys tai antamatta jättäminen vaikuttaisi järkevän sijoittajan tekemiin päätöksiin. Toisaalta tiedolla on myös riittävyden vaatimus, joka liittyy läheisesti myös ymmärrettävyyteen. Tieto on riittävää, jos sen pohjalta järkävä sijoittaja pystyy tekemään perustellun arvion arvopaperin arvosta ja sen liikkeeseenlaskijasta. (Parkkonen & Mårten 2014, 146.)

Tässä luvussa avataan aluksi lakeja ja säädöksiä, jotka vaikuttavat listayhtiöiden tiedonantovelvollisuuteen. Tämän jälkeen selvitetään, mitä säännöksissä tarkoitetaan tulevaisuudennäkymillä ja tulosvaroituksella ja millaiset velvoitteet listayhtiöillä on niihin liittyen. Tulosvaroituksen osalta käsitellään erikseen vielä sen julkistamisvelvollisuutta ja tulosvaroitukseen liittyvää olennaista muutosta.

#### **3.1 Lait ja säädökset**

Listayhtiöiden tiedonantovelvollisuutta säätelevät useat eri lait ja säädökset:



Kuva 2. Listayhtiöiden tiedonantovelvollisuuteen liittyvät säädökset

Listayhtiöiden tiedonantovelvollisuudesta säädetään ensisijaisesti arvopaperimarkkinalaissa (746/2012). Arvopaperimarkkinalain 6. ja 7. luvut ovat tulevaisuudennäkymien ja tulosvaroituksen kannalta keskeisimmät, sillä niissä säädetään pörssiyhtiön säännöllisestä ja jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. Näiden ohella arvopaperimarkkinalain yleisissä säännöksissä (1:3§) kielletään totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antaminen arvopaperikaupassa. Luvun 4§:ssä säädetään, että sijoittajien saatavilla on pidettävä tasapuolisesti ja johdonmukaisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Myös lain 10. luku liittyy tiedonantovelvollisuuteen, sillä se sisältää määräyksiä säänneltyjen tietojen julkistamisesta sekä saatavuudesta.

Myös osakeyhtiölaki ja kirjanpitolaki sisältävät joitakin tiedonantovelvollisuuteen liittyviä säännöksiä, esimerkiksi toimintakertomuksen sisältöön liittyen. Rikoslain (39/1889) 51. luvun 5§ puolestaan sisältää rangaistussäännökset arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta. Tiedonantovelvollisuuden toteutumista valvoo Suomessa Finanssivalvonta, jolla on myös oikeus antaa määräyksiä ja ohjeita liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuteen liittyen. Lisäksi Helsingin pörssin säännöissä sekä Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodissa käsitellään tiedonantovelvollisuutta. (Lassila-Lonka 3.6.2015.)

Euroopan unionin tasolla tiedonantoa säädellään Euroopan parlamentin ja neuvoston avoimuusdirektiivissä sekä asetuksessa markkinoiden väärinkäytöstä. Avoimuusdirektiivin (109/2004) tavoite on yhdenmukaistaa liikkeeseenlaskijoita koskevia avoimuusvaatimuksia sijoittajansuojan parantamiseksi. Direktiivin toinen luku käsittelee säännöllisesti julkaittavia tietoja ja kolmas luku jatkuvasti julkaistavia tietoja. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa (596/2014) markkinoiden väärinkäytöstä säädetään sisäpiiritiedon julkistamisesta. Arvopaperimarkkinalain 6. luku, joka koskee jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta,

on vuonna 2016 tehdyssä muutoksessa korvattu lähes kokonaan viittauksella markkinoiden väärinkäyttöasetukseen. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA) antaa myös ohjeistuksia tiedonantovelvollisuuteen liittyen.

### 3.2 Tulevaisuudennäkymät

Tulevaisuudennäkymillä tarkoitetaan yleisesti tulevaisuutta kuvaavia tai ennustavia arvioita, eikä niiden sisällölle ole tarkkoja ohjeita (Parkkonen & Mårten 2014, 206). Vuoden 2013 arvopaperimarkkinalain uudistuksessa listayhtiöiltä poistettiin velvollisuus arvioida tulevaisuudennäkymiään osavuosikatsauksessa ja tilinpäätöstiedotteessa. Kirjanpitolaki (3:1§) kuitenkin velvoittaa yhtiötä arvioimaan todennäköistä tulevaa kehitystään, eli tulevaisuuden näkymiä, toimintakertomuksessaan. Tulevaisuudennäkymät kuuluvat kirjanpitolain määräyksen johdosta yrityksen säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin. Myös muissa yhteyksissä, kuten puolivuosikatsauksessa, tulevaisuudennäkymien esittäminen on edelleen mahdollista (Finanssivalvonta 2013, 3).

Yhtiö voi itse arvioida laajuuden, jolla se esittää tulevaisuudennäkymiään. Näkymät on kuitenkin esitettävä muista tiedoista selkeästi erillisenä kokonaisuutena ja niiden on oltava huolellisesti laadittuja sekä perusteltuja. Listayhtiö voi antaa tulevaisuudennäkymien yhteydessä myös näitä tarkempia tulosenusteita. Tulosenusteiden laadintaperiaatteiden tulee olla yhtenäiset tilinpäätöksen laadintaperiaatteiden kanssa. (Finanssivalvonta 2017.)

Yleisluonteisina tulevaisuudennäkyminä pidetään muun muassa liikevaihtoennustetta, sillä sen perusteella ei voida vielä tehdä päätelmiä tuloksen kehittymisestä. Lisäksi esimerkiksi kuvaukset markkinatekijöiden, kuten kysynnän, kehityksestä katsotaan yleisluonteisiksi näkymiksi. Tulosenusteita puolestaan ovat tulevaa koskevat arviot, joista käy suorasti tai epäsuorasti ilmi tuloksen todennäköinen minimi- ja maksimitaso. Tällainen on esimerkiksi ennustetun liikevoiton rahamäärälle annettu vaihteluväli. Lisäksi tulosenusteeksi katsotaan tieto, jossa arvioidaan liikevoiton pysyvän edellisvuoden tasolla. Väljästä tulosenusteesta puolestaan ei käy suoraan ilmi tuloksen kasvun tai laskun määrä, vaan se arvioidaan esimerkiksi negatiiviseksi, tai laskevan tai nousevan hieman. Tulevaisuudennäkymien antamisessa tulisi olla johdonmukainen. Yhtiön tulisikin määritellä sisäisesti, mitä ennusteissa käytetyt termit tarkoittavat euromääräisesti tai prosentuaalisesti. (Finanssivalvonta 2010, 2–3.)

Heti arvopaperimarkkinalain muutoksen myötä tehdyn Finanssivalvonnan selvityksen mukaan lähes kaikki yritykset jatkoivat tulevaisuudennäkymien esittämisestä osavuosikatsauksissa ja tilinpäätöstiedotteissa. Finanssivalvonta suosittaakin, että valittua käytäntöä

tulevaisuudennäkymien suhteen noudatettaisiin johdonmukaisesti ja mahdollisesta muutoksesta ilmoitettaisiin etukäteen. (Finanssivalvonta 2013, 3.)

Häyrynen ja Virtanen (2007, 76) pitävät listayhtiöiden tulevaisuudennäkymiä koskevien tietojen julkistamista ja sääntelyä lähtökohdiltaan ongelmallisena. Toisaalta perusteltujen tulevaisuudennäkymien merkitys on sijoittajille keskeinen ja ne parantavat myös yhtiön arvopaperin hinnanmuodostuksen tehokkuutta. Toisaalta taas tulevaisuudennäkymiin liittyvät subjektiivisuus ja spekulatiivisuus ovat ongelmallisia. Heidän mukaansa perusteettomat tai ylioptimistiset tulevaisuudennäkymät ovat omiaan heikentämään markkinoiden luottamusta, minkä vuoksi varovaisuusperiaatteen noudattaminen ennusteiden laatimissa on ehdotonta.

### **3.3 Tulosvaroitukset**

Tulosvaroitukset on arvopaperin liikkeeseenlaskijan ilmoitus sen tuloksen tai taloudellisen aseman muutoksesta suhteessa ennakoituun. Tulosvaroitukset tulee siis antaa sekä positiivisen että negatiivisen poikkeaman ollessa kyseessä. Tulosvaroitukset on usein muutokset aiemmin julkistettuihin tulevaisuudennäkymiin, mutta velvoite antaa tulosvaroitukset voi myös syntyä sen perusteella, mitä liikkeeseenlaskijan aikaisemmista tiedoista on mahdollista perusteellisesti päätellä. Lähtökohdina tulosvaroitusten antamiselle on aina järkevän sijoittajan tiedontarve perustellun päätöksen tekemiseksi. (Parkkonen, ym. 2014, 209–210.)

Tulosvaroitusten sisältö riippuu muun muassa siitä, onko yhtiö arvioinut aiemmin tulevaisuudennäkymiään yleisellä tasolla vai tulosennusteen muodossa. Tulosvaroitusten on oltava sisällöltään johdonmukaisia tulevaisuudennäkymiin nähden, eli niissä arvioidaan samojen lukujen muutosta. Yhtiön on myös kerrottava, millä tavalla aikaisempi ennuste muuttuu ja muutokset tulevat perustella. Tulevaisuuden lausumia korjaavien tiedotteiden on lisäksi toistettava aiempi ennuste, jotta tiedotteen lukija voi arvioida muutoksen merkittävyyden (Nasdaq Helsinki Oy 2017, 44). Tulosvaroitusten sisällön avaamiseksi esimerkki tulosvaroituksesta on esitetty liitteessä 1.

Arvopaperimarkkinalaissa ei suoranaisesti mainita tulosvaroitusta, vaan viitataan markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaiseen sisäpiiritietoon. Sisäpiiritiedon piiriin kuuluu väärinkäyttöasetuksen 2. luvun 7 artiklan mukaan kaikki liikkeeseenlaskijaan liittyvä julkistamaton ja täsmällinen tieto, joka voisi julkistettuna vaikuttaa huomattavasti rahoitusvälineen arvoon. Tulosvaroitukset siis myös sisältyvät tähän, vaikkei niitä erikseen mainita. Täsmällinen tieto on asetuksen mukaan ensinnäkin sellaista riittävän tarkkaa tietoa, jonka perusteella voidaan tehdä johtopäätöksiä tiedon vaikutuksista rahoitusvälineiden hintoihin. Toiseksi,

tiedon täsmällisyys viittaa sellaisiin olosuhteisiin tai tapahtumiin, jotka ovat ilmenneet tai joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän.

Myöskään pörssin säännöt eivät enää mainitse erikseen tulosvaroitusta-termiä. Sääntöjen mukaan kuitenkin jo julkistettuun sisäpiiritietoon tullut merkittävä muutos on julkistettava mahdollisimman pian. Yhdeksi esimerkiksi mahdollisesti sisäpiiritietoa sisältävästä tilanteesta mainitaan olennainen muutos taloudellisessa asemassa. (Nasdaq Helsinki Oy 2017, 34–35; 39.) Käytännössä kyse on siis tulosvaroituksesta.

### **3.3.1 Tulosvaroituksen julkistaminen**

Tulosvaroitusta on osa listayhtiöiden jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta. Pörssi-yhtiön on julkistettava tulosvaroitusta, jos sen tulos tai taloudellinen asema kehittyy ennakoitua paremmin tai huonommin. Tulosvaroitusta on myös annettava, jos yhtiön tulevaisuudennäkymät muuttuvat aiemmin ennakoitusta. Tulosvaroitusta täsmällisyys on keskeistä; tulosvaroitusta on julkistettava ilman aiheutonta viivytystä sen jälkeen, kun muutos on käynyt todennäköiseksi. (Finanssivalvonta 2017.)

Tulosvaroitusta julkistamista koskevissa säädöksissä korostetaan tulosvaroitusta antamisen ajankohdan tärkeyttä. Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 3. luvun 17 artikla käsittelee sisäpiiritiedon julkistamista. Sen mukaan liikkeeseenlaskijan on ilmoitettava sisäpiiritiedosta yleisölle mahdollisimman pian. Sisäpiiritieto on myös julkistettava siten, että yleisöllä on tietoon nopea pääsy. Liikkeeseenlaskijan on myös varmistettava, että yleisö voi arvioida tietoa oikea-aikaisesti, perusteellisesti ja asianmukaisesti.

Tulosvaroitusta julkistamisvelvollisuutta ei poista se, jos yhtiö on antanut vain väljän tulosten tai ei tulosten ollenkaan (Finanssivalvonta 2010, 3). Tämän voi katsoa perustuvan markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 2. luvun 7 artiklan kohtaan 4, jonka mukaan julkistamisvelvollisuuden täyttävää sisäpiiritietoa on tieto, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi sijoituspäätöksensä perusteena.

Aiemmin arvioitujen tulevaisuudennäkymien tarkkuus ei vaikuta tulosvaroitusta antamisvelvollisuuteen sitä tiukentavasti (Häyrynen & Virtanen 2007, 77). Myöskään velvollisuuden antaa tulosvaroitusta ei vaikuta markkinoilla olevien näkemysten, kuten analyytikoiden arvioiden mahdollinen poikkeavuus liikkeeseenlaskijan arviosta. Liikkeeseenlaskijan tulee kuitenkin arvioida, mistä mahdollinen poikkeavuus johtuu ja voi esimerkiksi tarkentaa aiemmin julkistamaansa tietoa. Liikkeeseenlaskijalle saattaa syntyä velvollisuus antaa tu-



losvaroitus, mikäli se on aiemmin antanut tietoa jostain yksittäisestä taloudelliseen asemaansa vaikuttavasta osatekijästä tai hankkeesta, jonka kehitys muuttuu olennaisesti ennakoidusta. (Parkkonen 2014, 212.)

### **3.3.2 Muutoksen olennaisuus**

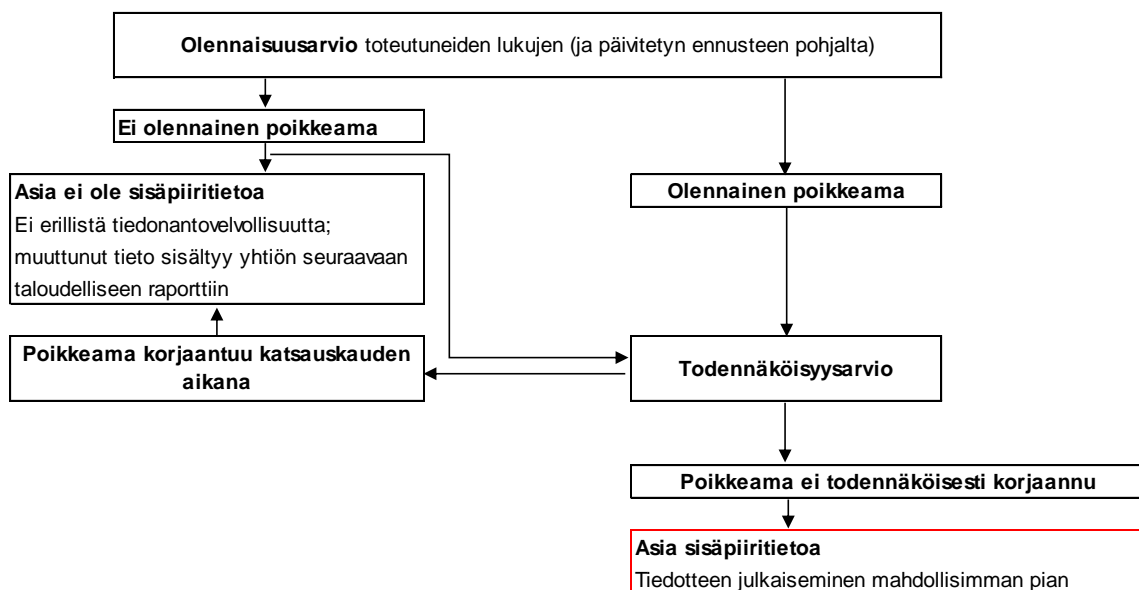
Markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa yhtiön taloudellisissa toimintaedellytyksissä tapahtuneen muutoksen olennaisuutta arvioidaan sijoittajan näkökulmasta. Sen mukaan sisäpiiritiedoksi on katsottava tieto, jota järkevä sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä perusteena sijoituspäätökseensä. Muutos yrityksen tiedoissa on siis olennainen, jos sillä olisi todennäköinen vaikutus sijoituspäätökseen. Toisaalta asetuksessa oleva tiedon täsmällisyyden määritelmä viittaa myös tiedon olennaisuuteen. Sen mukaan nimittäin täsmällinen tieto on riittävän tarkkaa, jotta perusteella voidaan tehdä johtopäätöksiä tiedon vaikutuksista rahoitusvälineiden hintoihin. Näin ollen tieto, joka ei ole riittävän tarkkaa, on epäolennaista eikä täytä julkistettavan sisäpiiritiedon kriteerejä.

Pörssin sääntöjen (Nasdaq Helsinki Oy 2017, 37–38) mukaan listayhtiön tulee arvioida tuloksen tai taloudellisen aseman muutoksen olennaisuutta suhteessa sekä viimeksi julkistettuun taloudelliseen tulokseen, julkistettuun ennusteeseen sekä tulevaisuutta koskevaan lausumaan. Arvioinnissa on otettava huomioon tulostulokset ja yleisessä tiedossa olevat taloudellisen tilanteen muutokset, kuten toimintaympäristön muutokset ja toimialan kausivaihtelut.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry on julkaissut tulosvaroituksen julkistamiseen liittyvän päätösmallin erityisesti pienten ja keskisuurten pörssiyritysten toimintatapojen kehittämiseksi (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2016). Päätösmalli on suunnattu erityisesti pienille ja keskisuurille yrityksille siitä syystä, että tämän kokoisilla yrityksillä ei välttämättä vielä ole vakiintuneita käytäntöjä tulosvaroituksen antamisen suhteen. Malli kuitenkin valottaa myös yleisellä tasolla tulosvaroituksen antamiseen liittyvää harkintaa.

Päätösmalli perustuu markkinoiden väärinkäyttöasetukseen, Finanssivalvonnan ja ESMA:n ohjeisiin sekä pörssin sääntöihin. Seuraavassa kuvassa on esitetty pelkistetysti päätösmallin olennaiset kohdat:

### Muutos tuloksessa, taloudellisessa asemassa tai tulevassa kehityksessä



Kuva 3. Päätösmalli muutoksen olennaisuuden määrittämiseksi (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2017. Muokattu.)

Päätösmallin mukaisesti yhtiön tulee seurata tilannetta, arvioida muutoksen merkittävyyttä sekä sen vaikutusta rahoitusvälineen hintaan. Tällä perusteella päätellään, onko kyseessä sisäpiiritieto, josta on tiedotettava mahdollisimman nopeasti. Päätösmallissa on esitetty kysymyksiä, joiden perusteella yhtiö voi arvioida taloudellisissa ennusteissa tapahtuneiden muutosten olennaisuutta. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2017.)

Arvopaperimarkkinayhdistys kehottaa yhtiötä arvioimaan poikkeaman olennaisuutta määrittäessä ensinnäkin tiedon täsmällisyyttä, tarkkuutta ja todennäköistä vaikutusta arvopaperin hintaan. Näiden ohella päätökseen tulisi vaikuttaa se, onko poikkeama keskeisessä luvussa, eli liikevaihdossa, tuloksessa tai kannattavuusprosentissa, vai muussa luvussa. Muita päätökseen vaikuttavia asioita ovat muun muassa se, koskeeko poikkeama vain yhtä lukua ja minkä suuntainen muutos on, poikkeako yhtiön sisäinen ennuste julkistetuista tulevaisuudennäkymistä ja onko poikkeama markkinoiden perustellusti ennakoitavissa. Näiden arvioiden perusteella pystytään päättämään, onko muutos olennainen. Jos todetaan, että muutos ei ole olennainen, niin asia ei ole sisäpiiritietoa eikä yhtiöllä ole siitä erillistä tiedonantovelvollisuutta. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2017.)

Mikäli poikkeama todetaan olennaiseksi, tulee siitä tehdä vielä todennäköisyysarvio. Todennäköisyyden arvioinnissa tulisi miettiä, voidaanko kohtuudella olettaa poikkeaman korjaantuvan raportointikaudella kokonaan, tai siten, ettei se ole enää olennainen. Lisäksi tulisi arvioida sen todennäköisyys, tuleeko lopullinen tulos eroamaan olennaisesti julkiste-

tusta ennusteesta. Yhtiön tulisi myös seurata tilannetta ja arvioida onko poikkeaman olennaiseksi muuttuminen todennäköistä. Jos näiden arvioiden pohjalta tullaan siihen tulokseen, että poikkeama ei todennäköisesti korjaannu, asia on sisäpiiritietoa ja tiedote on julkaistava mahdollisimman pian. Mikäli taas arvioidaan poikkeaman korjaantuvan raportointikauden aikana, asia ei ole sisäpiiritietoa. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2017.)

Edellä esiteltyjen tietojen nojalla voitaneen todeta, että listayhtiöiden tulee harkita ja arvioida useita eri seikkoja päättäessään muutoksen olennaisuudesta ja sen myötä tulosvaroituksen antamisesta. Tulosvaroituksen antamiselle ei ole tyhjentyviä sääntöjä, vaan se perustuu yhtiön omaan harkintaan sekä ajatukseen siitä, mitä sijoittaja saattaisi pitää olennaisena, raportoitavana, muutoksena.

## 4 Tutkimusmenetelmät ja -kohteet

Tässä luvussa esitellään tutkimuksen kohde ja tavoite, jonka jälkeen avataan käytettyjä tutkimusmenetelmiä. Lopuksi kerrotaan tutkimuksessa käytetystä aineistosta sekä siitä, miten tutkimus toteutettiin.

### 4.1 Tutkimuksen kohde ja tavoite

Tutkimuksen kohteena on suomalaisten listayhtiöiden tilikauden 2016 ja vastaavan tilikauden tulosvaroituksissa esitetyt tiedot tapahtuneista muutoksista yhtiön tulevaisuudennäkymissä tai yhtiön taloudellisessa asemassa, sekä saman tilikauden tilinpäätösten toteumat tulosvaroituksessa esitettyjen tietojen osalta.

Tutkimuksen tavoitteena on saada selville, kuinka suureksi sijoittaja, tai muu pörssitiedotteiden lukija voi olettaa tulosvaroituksen sisältämän olennaisen muutoksen. Lisäksi tarkoituksena on selvittää, kuinka tarkasti arvion voi olettaa osuvan tilikauden todelliseen tulokseen.

### 4.2 Tutkimusmenetelmät

Kvantitatiivisessa tutkimuksessa ilmiötä kuvataan numeerisen tiedon avulla ja usein selvitetään myös ilmiössä tapahtuneita muutoksia. Kvantitatiivisen tutkimuksen pyrkimyksenä on myös tehdä yleistyksiä aineistosta saatujen tulosten perusteella. Kvantitatiivinen tutkimus vastaa kysymyksiin mikä, missä, paljonko, kuinka usein. Kvantitatiivista aineistoa voidaan mitata, sillä se sisältää ainakin jonkinlaisen suuruusluokan, joka usein esitetään numeroina. Numeerisen aineiston analysoimiseen voi käyttää matemaattisia menetelmiä. (Heikkilä 2014, 16; Walliman 2010, 72.) Tässä tutkimuksessa tutkimusmenetelmänä on käytetty siihen sopivaa kvantitatiivista tutkimusta.

Kokonaistutkimuksessa tutkimuksen kohteeksi otetaan kaikki populaation jäsenet. Kvantitatiivisessa tutkimuksessa kokonaistutkimuksen tekeminen on hyödyllistä, mikäli yksiköiden lukumäärä jää alle sadan. (Heikkilä. 2014, 31.) Tämä tutkimus tehtiin kokonaistutkimuksena, sillä tutkittavia yksiköitä oli muutama kymmen. Tutkimuksen yksikköinä toimivat kaikki tilikautena 2016 ja vastaavana tilikautena julkistetut tulosvaroitukset sekä niitä seuraavat tilinpäätökset. Tulosvaroitusten ottaminen tutkimukseen juuri kyseiseltä aikaväliltä pidettiin perusteltuna, sillä rajauksen katsottiin olevan looginen ja kohdeperusjoukon edustava. Tulosvaroitukset ja tilinpäätökset olivat tutkimuksen primäärinen aineisto. Alun perin ne on tehty muuhun kuin tutkimuksen tarkoitukseen, joten ne ovat valmista aineistoa.

### 4.3 Aineiston keruu ja toteutus

Julkaistut tulosvaroitukset kerättiin manuaalisesti Nasdaq Nordicin nettisivuilta. Tiedonantovelvollisuuteen kuuluu, että listayhtiöt toimittavat tulosvaroitukset Nasdaqin tiedotevarastoon (Nasdaq Helsinki Oy 2017, 40). Tämän vuoksi pörssin tiedotevarastosta sai kattavasti kerättyä kaikki tulosvaroitukset. Aineistoon kuuluvat tilinpäätökset kerättiin kunkin yhtiön nettisivuilta erikseen.

Tulosvaroitukset eivät ole yksiselitteisiä, mikä osaltaan aiheutti haasteita niiden havaitsemisessa. Tässä työssä tulosvaroituksiksi luettiin kaikki listayhtiöiden julkistamat tiedotteet muutoksista suhteessa aiempiin tulevaisuudennäkymiin tai ennakoituun tulokseen tai taloudelliseen asemaan, joissa muutos koskee koko tilikautta. Muutoksia esimerkiksi neljännesvuosikatsausten osalta ei huomioitu, mikäli muutos ei vaikuttanut koko tilikautta koskevan arvion muuttumiseen. Myöskään pelkkiä tarkennuksia tulevaisuudennäkymiin ei laskettu tulosvaroituksiksi. Tulosvaroituksiksi luettiin mukaan myös tiedotteet päivitetystä tai tarkennetuista tulevaisuudennäkymistä, sekä yhtiöiden julkistamat ennakkotiedot tulevasta osavuosikatsauksesta tai tilinpäätöksestä, mikäli tiedot poikkesivat aiemmista arvioista tai markkinoiden yleisestä käsityksestä. Muutokset tulevaisuudennäkymiin saatettiin ilmoittaa myös osana liiketoimintakatsausta tai osavuosikatsausta. Tulosvaroitusten havaitsemiseksi osavuosikatsauksista apuna käytettiin Arvopaperi-lehteä sekä Kauppalehteä.

Tutkimuksen aineisto koostuu listayhtiöiden tilikaudelta 2016 ja vastaavalta tilikaudelta antamista tulosvaroituksista ja niitä seuraavista tilinpäätöksistä. Aineiston edustavuuden vuoksi siitä on jätetty pois vuonna 2016 julkaistut tulosvaroitukset, jotka ovat koskeneet vielä tilikautta 2015. Sen sijaan mukaan on otettu myös vielä vuoden 2017 puolella julkistetut tulosvaroitukset, mikäli ne ovat koskeneet tilikautta 2016. Kyseisen kaltainen rajaus on tehty, jotta päätelmien tekeminen yhden tilikauden aikana tulosvaroittaneista pörssi-yhtiöistä olisi mahdollista. Lähes kaikilla tutkimukseen mukaan otetuilla yhtiöillä tilikausi oli kalenterivuoden mukainen, alkaen 1.1. ja päättyen 31.12. Vain kahdella yhtiöllä oli tästä poikkeava tilikausi.

Oman lisähaasteensa tulosvaroitusten ja tilinpäätösten tietojen vertailuun toi oikeiden lukujen löytäminen tilinpäätöksistä. Tulosvaroituksissa liikevaihto oli yksiselitteinen, mutta etenkin liikevoiton, käyttökatteen sekä nettotuloksen kanssa yritysten välillä oli vaihtelua sen suhteen, ilmoitetaanko kyseisten erien luvut sellaisinaan vai oikaistuina. Yhtiöt käyttivät erilaista terminologiaa ja erilaisia oikaisuja. Esimerkiksi liikevoitto saatettiin ilmoittaa

vertailukelpoisena, oikaistuna, operatiivisena tai ilman kertaluonteisia eriä. Myös näitä erikoisempia oikaisuja käytettiin jonkin verran, kuten liikevoitto ilman mahdollisia myyntivoitoja. Oikaistut luvut löytyivät usein yritysten toimintakertomuksista.

Aineiston keruun jälkeen siitä jätettiin pois vielä yksi yhtiö, jolla ei ollut tilintarkastettua tilinpäätöstä tilikaudelle 2016 saatavilla. Ilman tilintarkastettua tilinpäätöstä lukujen luotettava vertailu ei olisi ollut mahdollista. Lopullisen otannan kooksi muodostui 51 tulosvaroitusta, joista eri yhtiöitä oli 38.

Aineisto kerättiin kokonaisuudessaan Excel-taulukkolaskentaohjelmaan, jonka avulla tietoja suodatettiin, ryhmiteltiin ja niistä tehtiin erilaisia kuvioita sekä taulukoita analysoinnin helpottamiseksi. Aineistosta kerättiin kaikki tutkimuskysymysten kannalta oleellinen tieto aineistoa erittelemällä. Aluksi, listattiin tulosvaroituksen antaneiden yhtiöiden nimet (Liite 2) ja tulosvaroitusten antamisen ajankohdat. Tulosvaroituksista kerättiin tiedot arvioissa käytetyistä taloudellisista mittareista, aiempien arvioiden suuruudesta sekä uuden arvion suuruudesta. Lisäksi kirjattiin ylös arvioissa käytetyt sanamuodot, sekä mahdollinen tulosvaroitustermien käyttö ja tieto siitä, sisälsikö tulosvaroitusta lukuja ollenkaan. Tilinpäätöksistä kerättiin tieto toteutuneista määristä tulosvaroituksissa käytettyjen taloudellisten mittareiden suhteen. Ylipäätään varmistettiin, että käytetyt tilinpäätökset olivat tilintarkastettuja.

Tulosvaroitusten osalta tarkasteltiin ensinnäkin sitä, moniko yhtiö antoi positiivisen ja moniko negatiivisen tulosvaroituksen. Lisäksi tarkasteltiin sitä, montako kertaa yhtiöt julkistivat tulosvaroituksen saman tilikauden aikana, monenko yhtiön tulosvaroituksen otsikkoon sisältyi termi tulosvaroitusta, moniko yhtiö arvioi tulevaisuudennäkymiään vain sanallisesti, moniko yhtiö antoi tulosennusteen ja mitä yhtiön taloudellista kehitystä kuvaavia lukuja yhtiöt arvioivat. Tulosvaroituksen sisältämän tulevaisuudennäkymien muutoksen osalta tutkittiin, minkä suuruudesta muutoksesta oli kyse. Tilinpäätösten avulla tutkittiin, poikkesiko lopullinen toteuma viimeisimmän tulosvaroituksen arviosta. Lisäksi muiden kuin tarkkoja tulosennusteita antaneiden yhtiöiden olennaisen muutoksen kuvaamiseen käyttämiä termejä pyrittiin kvantifioimaan lisäinformaation saamiseksi tutkimuskohteesta.

## 5 Tutkimustulokset

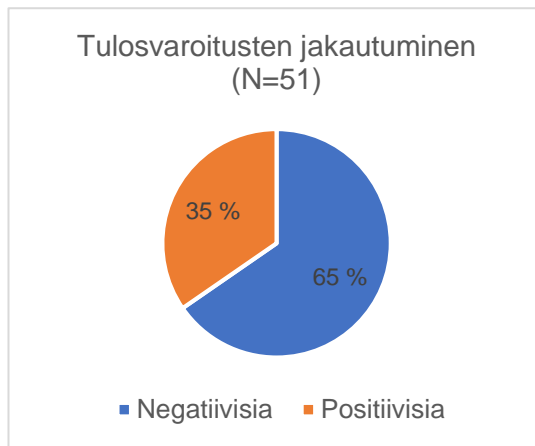
Tässä kappaleessa esitellään tutkimuksen tulokset. Aluksi käydään läpi tulosvaroitusten sisältöön ja niiden antamistapaan liittyvät havainnot. Näiden yhteydessä esitellään oman alaotsikon alla tulosvaroitusten olennaisen muutoksen kokoluokasta tehdyt havainnot. Tämän jälkeen esitellään tilinpäätösten toteuman ja tulosvaroitusten tulevaisuuden arvioiden vertailun tulokset. Lopuksi kaikista tutkimuksessa tehdyistä havainnoista tehdään yhteenveto.

Tutkimuksen otokseen kuului kaiken kaikkiaan yhteensä 51 tulosvaroitusta, joista eri yhtiöiden antamia tulosvaroituksia oli yhteensä 38. Näin ollen tutkittavia tilinpäätöksiä oli yhteensä 38. Tulosvaroitusten julkistaneista 38 yhtiöstä yhteensä 13 yhtiötä antoi tulosvaroituksen kaksi kertaa. Kahta useampaa, samaa tilikautta koskevaa tulosvaroitusta ei tässä otoksessa ollut.

Tulosvaroitusten jakautumista positiivisiin ja negatiivisiin tutkittiin tässä kappaleessa koko otoksen osalta (51). Muissa tulosten tulkinnoissa käytettiin jokaiselta yhtiöltä vain yhtä, eli viimeisintä, tulosvaroitusta tutkimustulosten luotettavuuden parantamiseksi. Tällöin tulosten maksimimääräksi tuli 38. Tämä jako tehtiin analysoitavien asioiden luonteen vuoksi. Saman yhtiön tulosvaroitusten sisällön tulee olla linjassa keskenään ja näin ollen niissä arvioidaan keskenään samoja taloudellisia lukuja samankaltaisin termein.

### 5.1 Tulosvaroitusten sisältö ja antamistapa

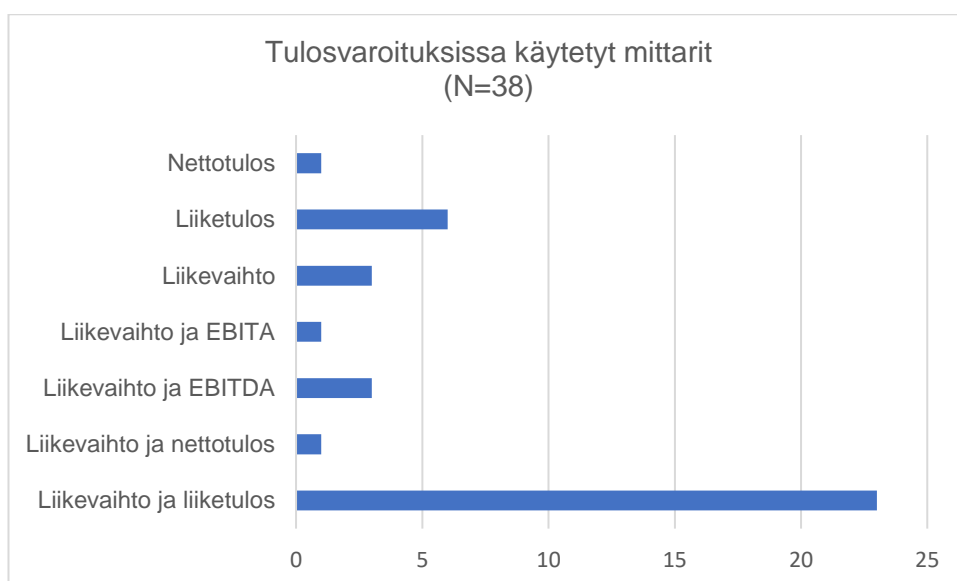
Aluksi julkistetut tulosvaroitukset jaettiin niiden sisällön perusteella positiivisiin ja negatiivisiin niiden analysoimisen helpottamiseksi. Positiivisilla tulosvaroituksilla tarkoitetaan yhtiön tulevaisuudennäkymien parantamista aiempiin arvioihin verrattuna, kun taas negatiivisena pidetään varoitusta, jolla heikennetään arviota tulevasta kehityksestä. Negatiivisia tulosvaroituksia oli huomattavasti positiivisia enemmän; yhteensä 33 kappaletta, eli noin 65 prosenttia populaatiosta. Positiivisia tulosvaroituksia oli yhteensä 18, eli noin 35 prosenttia. (Kuvio 1.)



Kuvio 1. Tulosvaroitusten jakautuminen positiivisiin ja negatiivisiin

Vain yhden tutkittavan yhtiön tulosvaroituksen otsikko sisälsi tulosvaroitus-termin. Otsikot saattoivat olla hyvin vaihtelevia. Niissä saatettiin viitata esimerkiksi näkymien parantamiseen tai alentamiseen, aikaisemman arvion muuttamiseen tai viitata suoraan tuloslaskelman erään, jonka suhteen arviota muutettiin.

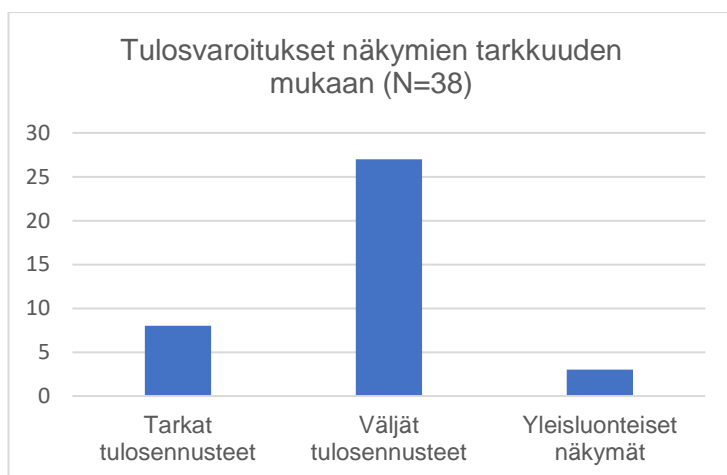
Lähes aina tulosvaroituksissa arvioitiin liikevaihtoa ja jotakin toista lukua. Ylivoimaisesti eniten eri yhtiöiden tulosvaroitukset sisälsivät arvioita liikevaihdosta ja liiketuloksesta. Liikevaihdon ja liiketuloksen muutoksia tai niiden kasvuun liittyviä muutoksia arvioitiin 23 tulosvaroituksessa, mikä oli noin 61 prosenttia kaikkien havaintojen lukumäärästä. Muita arvioinnin kohteita liikevaihdon ohessa olivat nettotulos, käyttökate (EBITDA) sekä tulos ennen korkoja, veroja ja poistoja (EBITA). Yksittäisenä eränä liiketulosta arvioitiin eniten ja kaiken kaikkiaan sitä arvioitiin toiseksi eniten. Vain liiketulosarvion sisältäviä tulosvaroituksia oli kuusi, eli noin 16 prosenttia kaikista havainnoista. (Kuvio 2.)



Kuvio 2. Tulosvaroituksissa käytetyt taloudellisen kehityksen mittarit



Tutkimuksessa tulosvaroitukset luokiteltiin niiden sisältämien arvioiden tarkkuuden mukaan kolmeen eri luokkaan. Tämä jaottelu tehtiin, sillä arvioiden tarkkuudella oli merkitystä tulosvaroitusten analysoimistapaan. Eri yhtiöiden tulosvaroituksista Finanssivalvonnan suosituksen mukaisia tulosennusteita sisältäviä tulosvaroituksia oli yhteensä 35 kappaletta. Näin ollen yleisluonteisia tulevaisuudennäkymiä sisälsi vain kolme tulosvaroitusta, mikä oli noin kahdeksan prosenttia kaikista eri yhtiöiden antamista tulosvaroituksista. Näissä kolmessa varoituksessa ei otettu ollenkaan kantaa yrityksen tuloksen kehitykseen, vaan niissä arvioitiin ainoastaan liikevaihtoa. Tulosennusteisiin pohjautuvista tulosvaroituksista väljiä tulosennusteita, eli ennusteita, joiden sanamuodosta tulokseen liittyvä muutoksen määrä ei käynyt suorasti ilmi, oli yhteensä 27 kappaletta. Väljiä tulosennusteita sisälsi siis noin 71 prosenttia eri yhtiöiden antamista tulosvaroituksista. Tarkkoja tulosennusteita oli kahdeksan kappaletta, eli eri yhtiöiden antamista tulosvaroituksista niitä sisälsi noin 21 prosenttia. Näissä tarkat ennusteet sisältävissä tulosvaroituksissa yhtiön tulevan tuloksen minimi- ja maksimirajat kävivät ilmi. (Kuvio 3.)



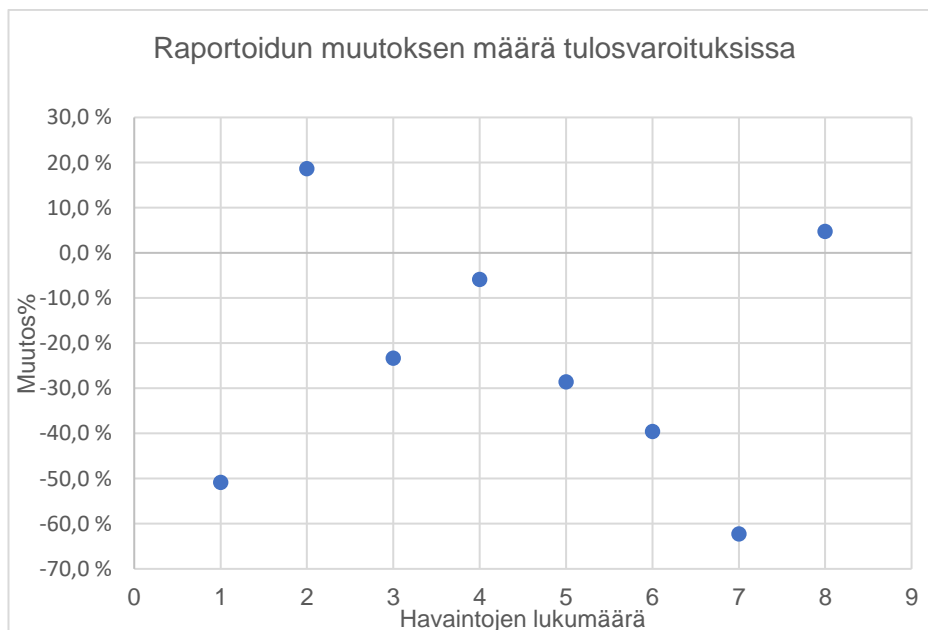
Kuvio 3. Tulosvaroitukset tulevaisuudennäkymien tarkkuuden mukaan jaoteltuina

Yhteensä 12 tulosvaroitusta 38:sta eivät sisältäneet lainkaan lukuja, vaan vain pelkkiä sanallisia arvioita muutoksesta ja taloudellisesta kehityksestä. Tällaisissa varoituksissa kuitenkin viitattiin edellisen tilikauden lukuihin, esimerkiksi arvioimalla kannattavuuden parantuvan hieman edelliseen vuoteen verrattuna. Vertaamalla kuluvan tilikauden kehitystä aikaisempaan tilikauteen lukujen suuruusluokka oli kuitenkin epäsuorasti johdettavissa arvioista.

## 5.2 Olennainen muutos

Tarkkojen tulosennusteiden pohjalta tehtyjen tulosvaroitusten olennainen muutos oli mahdollista laskea, sillä niissä ennusteiden minimi- ja maksimiarvot tulokselle oli annettu vaihteluvälinä, jona tulos saattoi vaihdella. Tarkkoja tulosennusteita sisältäviä tulosvaroituksia oli yhteensä kahdeksan ja niistä kaksi oli positiivisia. Ennusteissa annettujen tulosten minimi- ja maksimiarvojen perusteella laskettiin ennusteiden keskiarvot. Esimerkiksi, jos tulosennusteessa liikevoiton arvioitiin olevan 2–4 miljoonaa euroa, käytettiin laskennassa näiden keskiarvoa, eli 3 miljoonaa euroa. Tällä tavalla pystyttiin vertaamaan tulosvaroituksessa annetun uuden arvion keskiarvon muutosta suhteessa aikaisempaan arvioon ja laskemaan suhteellinen muutos prosentteina. Muutosprosentit saatiin vähentämällä tulosvaroituksen sisältämän uuden ennusteen keskiarvosta alkuperäisen ennusteen tai sen keskiarvo ja jakamalla erotus alkuperäisen ennusteella tai sen keskiarvolla.

Havainnot jakautuivat tässä melko laajalle; noin - 62 prosentista 19 prosenttiin. Kun muutoksen suuntaa ei otettu huomioon, tulosten vaihteluvälin pituus oli noin 56 prosenttiyksikköä. Kaksi pienintä olennaista muutosta, joista raportoitiin, olivat vain 4,8 ja 5,9 prosenttia. Suurimmat muutosprosentit olivat 50,8 ja 62,2 prosenttia. Positiivisissa tulosvaroituksissa muutos oli luonnollisesti positiivista ja negatiivisissa varoituksissa muutosprosentti oli negatiivinen. (Kuvio 4.)



Kuvio 4. Raportoidun muutoksen määrä tarkan tulosennusteen sisältävissä tulosvaroituksissa

Väljiä tulosennusteita sekä yleisluonteisia tulevaisuudennäkymiä sisältävien tulosvaroitus-ten osalta muutoksen määrää ei ollut mahdollista luotettavasti laskea, sillä niissä ei an-nettu arviolle tarkkaa määrää. Lisäksi niistä puuttui arvion minimi- tai maksimiarvo. Väl-jissä tulosennusteissa todettiin usein ennustettavien lukujen joko kasvavan tai laskevan verrattuna edelliseen tilikauteen. Usein niissä käytettiin myös adverbeja, kuten ”hieman” tai ”selvästi” kuvaamaan ennusteiden muutoksen suuruutta. Yleisluonteisia tulevaisuuden-näkymiä sisältävissä tulosvaroituksissa liikevaihdon muutosta arvioitiin myös näillä ter-meillä. Väljissä ennusteissa saatettiin lisäksi esimerkiksi arvioida lukujen pysyvän ”sa-malla tasolla” kuin aikaisempina tilikautena tai arvioida tuloksen jäävän ”tappiolliseksi” tai ”nollatasolle”. Alla on esimerkkinä ote Tikkurila Oyj:n tulosvaroituksesta, josta käy ilmi lii-kevoiton näkymän olennaisen muutoksen ilmaisutapa:

”Uusi ohjeistus:

Tikkurila arvioi tilikauden 2016 liikevaihdon olevan tilinpäätöstiedotteen julkaisuhetken valuuttakursseilla vuoden 2015 tasolla. Oikaistun liikevoiton arvioidaan jäävän alle vuoden 2015 tason.

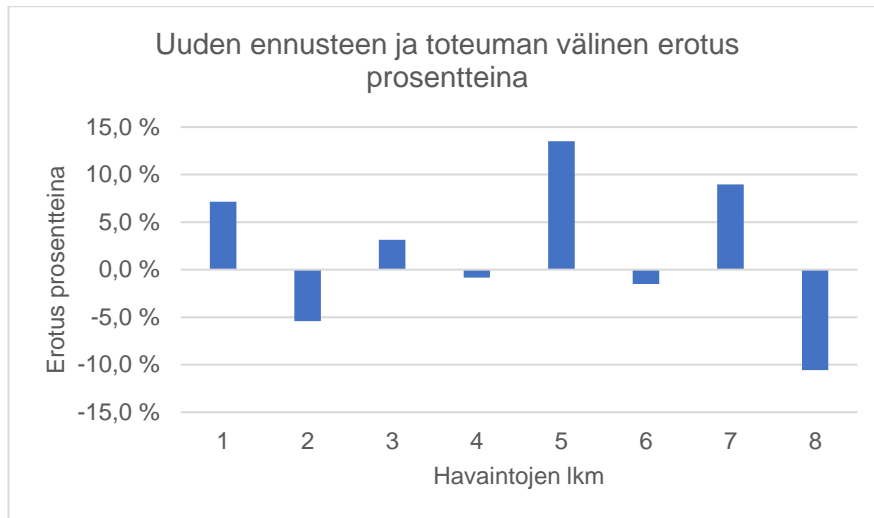
Aiempi ohjeistus (julkistettu 9.2.2016):

Tikkurila arvioi tilikauden 2016 liikevaihdon olevan tilinpäätöstiedotteen julkaisuhetken valuuttakursseilla vuoden 2015 tasolla. Oikaistun liikevoiton arvioidaan olevan vuoden 2015 tasolla.” (Tikkurila Oyj:n pörssitiedote 14.12.2016)

### **5.3 Tilinpäätösten toteuma**

Tarkkojen tulosennusteiden osalta analysoitiin ensinnäkin sitä, kuinka paljon tulosvaroituk- sessa annettu uusi ennuste poikkesi tilinpäätöksen toteumasta. Ensin laskettiin näiden vä- lisen erotus, joka sitten suhteutettiin toteumaan. Eroa näiden välillä haluttiin analysoida nimenomaan prosenttimääräisenä, jotta tulosten vertailu ja skaalaus taulukkomuotoon oli mahdollista. Eri yhtiöiden luvut saattoivat olla eri mittakaavassa, tai ilmaistuna esimerkiksi kasvuprosentteina.

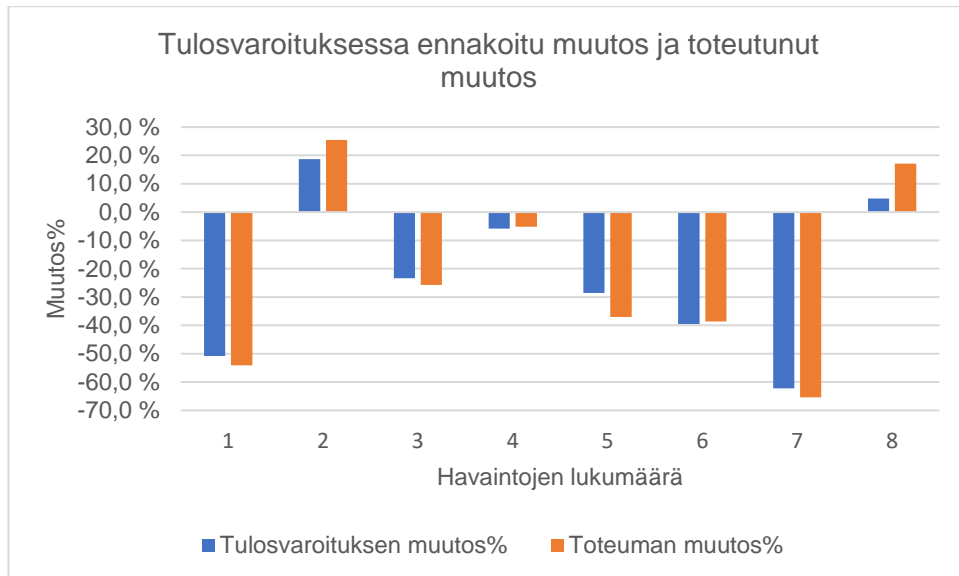
Tulosten vaihteluvälin pituus oli noin 13 prosenttiyksikköä, kun muutoksen suuntaa ei otettu huomioon. Minimi oli tällöin 0,8 % ja maksimi 13,5 %. Kuudessa kahdeksasta ha- vainnosta ero tulosvaroituksessa ennakoitun tuloksen ja toteutuneen tuloksen välillä oli alle kymmenen prosenttia. Kahdessa havainnossa ero oli suurempi kuin kymmenen pro- senttia. Positiivisessa prosenttiluvussa tulosvaroituksen arvio oli suurempi kuin lopullinen toteuma. Tasan puolessa havainnoista arvio oli toteumaa suurempi. (Kuvio 5.)



Kuvio 5. Vertailu tulosvaroituksessa ennakoitun tuloksen ja toteuman välillä

Tämän jälkeen tarkkoja tulosenusteita sisältävien tulosvaroitusten osalta verrattiin vielä aiemmin saatua olennaisen muutoksen suuruutta lopullisen muutoksen suuruuteen. Tämä tehtiin, jotta saataisiin selville, kuinka lähellä tulosvaroituksen julkistamisvelvollisuuden täyttämä arvioitu olennaisen muutoksen suuruus oli todellista, toteutunutta, muutosta. Vertailu tehtiin tutkimuksen aikaisemmassa vaiheessa lasketun olennaisen muutoksen muutosprosentin sekä tilinpäätöksen toteuman ja alkuperäisen arvion välisen muutosprosentin avulla.

Tulosvaroituksessa arvioidun olennaisen muutoksen ja toteutuneen muutoksen välinen vertailu osoitti, että kaikissa havainnoissa yhtä havaintoa lukuun ottamatta arvioidun muutoksen ja toteutuneen muutoksen välinen ero oli alle 10 prosenttia. Erotusten itseisarvojen vaihteluväli oli 11,6 prosenttia pienimmän erotuksen ollessa 0,8 % ja suurimman 12,4 %. Näin ollen olennainen muutos oli siis arvioitu tulosvaroituksiin noin 1–12 prosentin virhemarginaalilla. (Kuvio 6.)



Kuvio 6. Vertailu tulosvaroituksessa ennakoitun olennaisen muutoksen ja toteutuneen muutoksen välillä

Väljiä tulosennusteita ja yleisluonteisia tulevaisuudennäkymiä sisältävien tulosvaroitusten osalta verrattiin niissä käytettyjä sanamuotoja todellisen muutoksen suuruuteen. Esimerkiksi, jos tulosvaroituksessa liiketuloksen kerrottiin laskevan selvästi edellisvuoden tasosta, niin tällöin vuoden 2015 liiketuloksen summa katsottiin kuluneen kauden tilinpäätöksestä vertailukauden kohdalta ja verrattiin sitä kuluvaan kauden vastaavaan lukuun. Näistä saatiin muutoksen määrä euroina ja tarvittaessa prosentuaalisena, jolloin voitiin päätellä, paljonko yhtiön arvioima ”laskee selvästi” on todellisuudessa ollut. Jos tuloksen kerrottiin jäävän selvästi tappiolliseksi tai negatiiviseksi, vertailukohtana käytettiin nollaa.

Kuten aiemmin luvussa 3.2 on todettu, väljiä tulosennusteita antavien yhtiöiden tulisi määrittellä tulosvaroituksissa käyttämänsä termit yhtiössä sisäisesti. Väljiä tulosennusteita sisältävien tulosvaroitusten analysoinnissa kiinnitettiin huomiota tulosvaroituksessa käytettyjen sanamuotojen ja toteuman väliseen loogisuuteen. Yleisimmin käytetyistä termeistä kerättiin kaikki tehdyt havainnot erilliseen taulukkoon termien suuruusluokan hahmottamiseksi. Vain yhden kerran käytetyt ilmaisut jäivät tämän luokittelun ulkopuolelle. Termeihin liitetyt muutoksen määrät vaihtelivat melko runsaasti. (Taulukko 2)

Taulukko 2. Toteuman ja arvion välinen muutos yhtiöillä prosentteina

Yleisimmät termit	Muutos% (toteuman ja arvion välillä)						
kasvaa / laskee selvästi	-34,4	33,8	21,2	50,4	81,2	-21,4	
kasvaa / laskee	-45,1	-3,6	-16,7	-10,8	4,7		
kasvaa / laskee hieman	5,7	51,1					
jää alle / alittaa	-6,3	-25,7	-6,1	-17,9	-11,3	-8,3	-7,7
yli / ylittää	122,5	102,8	8,5	119,4	7,8		
pysyy samalla tasolla	1,5	-2,8	-1	-2,1			

Edellisessä taulukossa esitetyille tulosvaroitusten sisältämillä yleisimmille termeille laskettiin muutoksen suuruutta kuvaavat keskiarvot. Keskiarvojen laskemisessa käytettiin muutoksen itseisarvoa, jolloin saatiin muutoksen suuruus ilman suuntaa. (Taulukko 3)

Taulukko 3. Yleisimmille termeille lasketut muutoksen keskiarvot

Yleisimmät termit	KA (%)
kasvaa / laskee selvästi	40,4
kasvaa / laskee	16,2
kasvaa / laskee hieman	28,4
jää alle / alittaa	11,9
yli / ylittää	72,2
pysyy samalla tasolla	1,9

Kuten taulukoista voi nähdä, termien käyttö tapa vaihtelee yhtiöiden välillä huomattavasti. Esimerkiksi ”kasvaa hieman” on eräissäkin tapauksissa tarkoittanut yli 51 prosentin kasvua, minkä voisi ajatella ennemmin kuuluvan esimerkiksi ”kasvaa selvästi” -ryhmään. Ainoastaan arviot, jotka liittyivät arvioitavien lukujen samalla tasolla pysymiseen, olivat samaa suuruusluokkaa. Keskiarvojen perusteella voidaan todeta, ettei termien käyttö ole täysin linjassa sen kanssa, mitä niistä voisi tiedotteiden ulkopuolisena lukijana ajatella; ”yli” ja ”ylittää” -termien käytön keskiarvo on suurempi kuin ”kasvaa tai laskee selvästi” ja ”kasvaa tai laskee hieman” -termien keskiarvo on pelkkää kasvamista tai laskemista suurempi.

#### 5.4 Yhteenveto

Negatiivisia tulosvaroituksia oli annettu huomattavasti enemmän kuin positiivisia eikä lähes mikään tulosvaroitusta sisältänyt termiä tulosvaroitusta. Taloudellisina mittareina listayhtiöt käyttivät tulevaisuudennäkymissään useimmiten liikevaihtoa sekä liiketulosta. Suurin osa julkistetuista tulosvaroituksista sisälsi niin sanotun väljän tulosennusteen. Tarkka tulosennuste oli annettu kahdeksassa tapauksessa ja yleisluonteiset tulevaisuudennäkymät

kolmessa tapauksessa maksimin ollessa 38. Olennaisen muutoksen määrän laskeminen oli mahdollista ainoastaan tarkat tulosennusteet sisältävien tulosvaroitusten osalta. Tämä pienensi analysoitavien yhtiöiden määrää huomattavasti. Tehtyjen havaintojen perusteella olennaisen muutoksen määrä taloudellisissa luvuissa, joita yhtiöt raportoivat, voi vaihdella melko suuresti.

Verrattaessa tarkkoja tulosennusteita sisältävien tulosvaroitusten korjattuja arviota lopulliseen toteumaan, voitiin todeta arvioiden eron suhteessa toteumaan pysyneen noin 1–14 prosentin sisällä. Kuudessa havainnossa kahdeksasta ero oli alle kymmenen prosenttia. Kun verrattiin tulosvaroituksissa arvioituja olennaisten muutoksen suuruuksia toteutuneiden muutoksen suuruuteen, vaihtelivat arviot noin 1–12 prosenttia toteutuneesta.

Väljiä tulosennusteita sekä yleisluonteisia tulevaisuudennäkymiä sisältävien tulosvaroitusten osalta ei ollut mahdollista tehdä samanlaista analyysiä. Tämän vuoksi näiden osalta verrattiin yleisimmin käytettyjä termejä tulosvaroituksen uuden arvion ja lopullisen toteuman välisen muutoksen määrään. Saatujen tulosten perusteella termien käyttötapa on hyvin vaihtelevaa, eivätkä luokittelut ole yritysten välillä välttämättä ollenkaan samankaltaisia.

## 6 Pohdinta

Tulosvaroituksen antamisvelvollisuus perustuu huomattavalle, eli olennaiselle poikkeamalle annetuissa tulevaisuuden ennusteissa tai yhtiön yleisessä taloudellisessa asemassa. Yhtiöiden tiedonantovelvollisuutta koskevassa monimuotoisessa säännöstössä ei ole kuitenkaan annettu yksityiskohtaisia määräyksiä sille, miten suuri olennaisen poikkeaman tulisi olla. Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, kuinka suureksi sijoittaja, tai muu pörssitiedotteiden lukija voi olettaa tulosvaroituksen sisältämän olennaisen muutoksen ja kuinka tarkasti arvion voi olettaa osuvan tilikauden todelliseen tulokseen.

Tässä kappaleessa esitellään aluksi tutkimuksen johtopäätökset. Sen jälkeen arvioidaan tutkimuksen luotettavuutta ja esitetään muutama mahdollinen jatkotutkimusaihe. Lopuksi arvioidaan vielä omaa oppimista opinnäytetyöprosessin ajalta.

### 6.1 Johtopäätökset

Tutkimuksen pääkysymyksiin saatiin vastattua asetettujen alaongelmien avulla. Tutkimuksen ensimmäinen alaongelma oli, miten tulevaisuudennäkymät on tulosvaroituksissa annettu ja mitä taloudellisia mittareita niissä on käytetty. Tutkimuksessa selvisi, että selvästi suurin osa, eli noin 61 prosenttia, listayhtiöiden tulosvaroitusten arvioista koski liikevaihtoa sekä liikevoittoa. Toiseksi eniten tulosvaroitukset sisälsivät arvioita pelkästä liikevoitosta, jota arvioitiin noin 16 prosentissa kaikista havainnoista. Listayhtiöiden tiedonantovelvollisuutta koskevissa laeissa ja määräyksissä ei suoraan määrätä, mitä taloudellisia tunnuslukuja yhtiöiden tulisi tulevaisuudennäkymissään arvioida. Liikevaihdon arvioinnin suosimiseen vaikuttavat varmasti useat eri tekijät. Useimmat yritykset laativat tulosbudjetin, jolle myyntitavoitteet antavat pohjan. Tämän vuoksi liikevaihtoarvion esittäminen tulosarvion ohessa saatettaneen kokea luonnolliseksi. Liikevaihtoarvion esittäminen antaa myös osaltaan perustelut tulosarvion suuruudelle.

Tutkimuksen kannalta oli merkittävää, oliko tulosvaroitusten tulevaisuudennäkymät annettu tarkkoina tulosennusteina, väljinä tulosennusteina vai yleisluonteisina näkyminä. Tarkkoja tulosennusteita sisältäviä tulosvaroituksia oli yhteensä kahdeksan kappaletta eli 21 prosenttia, väljiä tulosennusteita sisältäviä tulosvaroituksia oli 27, eli 71 prosenttia ja ainoastaan yleisluonteisia tulevaisuudennäkymiä sisältäviä varoituksia oli yhteensä kolme, eli kahdeksan prosenttia. Tarkat tulosennusteet antavat tarkimman informaation sijoittajien päätöksenteon tueksi. Tämän vuoksi oli ehkä hieman yllättävää, että vain 21 prosenttia kaikista eri yhtiöiden antamista tulosvaroituksista oli tarkkoja tulosennusteita sisältäviä. Alkuperäinen oletus oli, että tällaisia tulosvaroituksia olisi runsaasti. Toisaalta niiden määrä



on kuitenkin ymmärrettävä, sillä tarkat tulosennusteet vaativat yhtiön johdolta muita tarkempia ennustelaskelmia.

Toinen alaongelma liittyi siihen, minkälainen on tulosvaroitusten sisältämä olennainen muutos. Tulevaisuudennäköymien antamisen tavalla oli vaikutusta tulosvaroitusten tarkkuuteen. Vain tarkkoja tulosennusteita sisältävistä tulosvaroituksista pystyi laskemaan muutoksen suuruuden. Saatujen tulosten perusteella tarkkoihin tulosvaroituksiin sisältyvä olennaisen muutoksen määrä oli hyvin vaihteleva. Muutosten itseisarvojen vaihteluväli oli jopa 56 prosenttiyksikköä. Yllättävintä ehkä oli, että kahdessa havainnossa olennaiseksi koettu muutos, josta raportoitiin, oli alle kymmenen prosenttia. Tulokset vahvistivat käsitystä siitä, että olennaisen muutoksen määrän arviointi on subjektiivista.

Kolmas tutkimuksen alaongelma liittyi siihen, kuinka paljon listayhtiöiden tulosvaroituksissa esitettävät tulevaa koskevat arviot poikkesivat toteumasta ja kuinka paljon arvioitu olennainen muutos poikkesi lopullisesta muutoksesta. Tarkkoja tulosennusteita sisältävistä tulosvaroituksista saatujen tulosten perusteella kaikissa havainnoissa tulosvaroituksissa annetut uudet ennusteet poikkesivat tilinpäätöksen toteumasta vähimmillään noin prosentin ja enimmillään alle 14 prosenttia. Näiden tulosten perusteella tulosvaroituksessa annetun korjatun ennusteen voi olettaa osuvan tilinpäätöksen lukuihin noin 1–14 prosentin virhemarginaalilla. Arvioidun olennaisen muutoksen suuruutta ja toteutuneen muutoksen suuruutta vertaamisella saadut tulokset vaihtelivat 0,8 ja 12,4 prosentin välillä. Näin ollen tulosvaroituksissa arvioidun olennaisen muutoksen suuruuden voi tiedotteen lukija olettaa vastaavan todellista muutosta noin 1–12 prosentin virhemarginaalilla.

Väljien tulosennusteiden osalta analysoitiin tulosvaroituksessa käytettyjen sanamuotojen ja toteuman välistä loogisuutta ulkopuolisen näkökulmasta. Tällä pyrittiin vastaamaan neljänteen tutkimuskysymykseen, eli kysymykseen siitä, millaisia muutoksia tuloksessa tiedotteen lukija voi odottaa tulosvaroituksissa käytetyiltä sanallisilta termeiltä. Tulosvaroitusten arviot, jotka koskivat arvioitavien lukujen samalla tasolla pysymistä, olivat samaa suuruusluokkaa keskenään. Muiden havaintojen osalta voitaneen tulosten perusteella todeta, ettei ulkopuolisena tiedotteen lukijana ole mahdollista varmistua siitä, minkä suuruista muutosta käytetyillä termeillä tarkoitetaan. Tämä voi olla ongelmallista sijoittajan päätöksenteon kannalta. Kysymyksiksi nouseekin, voiko tulosvaroitusten sisällöstä päätellä oikeastaan mitään muuta kuin niiden positiivisuuden tai negatiivisuuden ja tulisiko sijoittajan tarkempaa tietoa halutessaan tehdä vastaavaa termianalyysiä vertaamalla keskenään päätöstä koskevan yhtiön aikaisempien vuosien tulosvaroituksia saadakseen tietoa käytetyn termin todellisesta suuruusluokasta.

## 6.2 Tutkimuksen validiteetti ja reliabiliteetti

Tutkimuksen validiteetilla tarkoitetaan tutkimuksen pätevyyttä. Tutkimus tulee suunnitella huolellisesti ja sille tulee asettaa täsmälliset tavoitteet, jotta voidaan varmistua oikeiden asioiden tutkimisesta. Tällä tavalla voidaan välttää systemaattisen virheen mahdollisuus. (Heikkilä 2014, 27). Tässä tutkimuksessa validiutta on pyritty parantamaan selkeillä tavoitteiden ja käsitteiden määrittelyillä. Tutkimuksen johdantoluvussa käytetyn peittomatriisin avulla on pyritty varmistumaan siitä, että tutkimuksessa on tutkittu oikeita asioita ja kaikki tutkimuskysymykset on käsitelty ja niihin on vastattu.

Tutkimuksen reliabiliteetti, eli luotettavuus liittyy tutkimuksen toistettavuuteen. Tutkimustulosten tulee olla muiden toistettavissa niiden tietojen avulla, jotka tutkimuksessa on annettu. Luotettavuuden parantamiseksi tutkimusta tehdessä on oltava tarkka, sillä aineiston keruuseen, käsittelyyn ja analysointiin sisältyy virheen mahdollisuus. (Heikkilä 2014, 28)

Tutkimuksen reliabiliteettia pyrittiin tässä työssä vahvistamaan ennen kaikkea selkeällä tutkimusvaiheiden kuvaamisella ja huolellisuudella kaikessa aineiston käsittelyssä. Tutkimuksen aineiston keruun menetelmät on kerrottu kokonaisuudessaan. Tutkimustuloksia esiteltäessä kunkin vaiheen analyysimenetelmät on selitetty auki, jotta muut voisivat tulla samoihin johtopäätöksiin samojen menetelmien avulla.

Tutkimuksen luotettavuutta on ajateltu myös otantamenetelmän valinnassa. Kokonaisuudessaan tutkimuksen perusjoukko on lähtökohtaisesti edustava. Lopulta, kun tutkimuksen havainnot jaettiin tarkat ennusteet, väljät ennusteet ja yleisluonteiset tulevaisuudennäkymät sisältäviin tulosvaroituksiin, havaintojen lukumäärä ei ollut kovin suuri. Tämä vaikutti sattumanvaraisuuden lisääntymisen mahdollisuuteen tutkimuksen tuloksissa. Pienehkössä havaintomäärässä yksittäisen poikkeaman vaikutus voi olla suuri.

Tulosvaroitusten havaitseminen voi olla hankalaa johtuen listayhtiöiden erilaisista tiedotuskäytännöistä ja näin ollen tulosvaroitusten monimuotoisuudesta. Tulosvaroitusten otsikot vaihtelevat huomattavasti, eikä tulosvaroituksia ole aina edes annettu erillisinä tiedotteina, vaan liiketoimintakatsauksen tai osavuosikatsauksen yhteydessä. Lisäksi tulosvaroituksista uutisoivien sanomalehtien, kuten Arvopaperin ja Kauppalehden käytännöt uutisoida tulosvaroituksia, eroavat toisistaan. Kauppalehti ei esimerkiksi ollut uutisoinut kaikkia tulosvaroituksia, jotka Arvopaperi oli uutisoinut. Tulosvaroitusten havaitsemisen hankaluus aiheutti näin ollen pienen virhemahdollisuuden tehdylle tutkimukselle. Virheen

mahdollisuutta pyrittiin pienentämään keräämällä aineisto Nasdaq Nordicin sivuilta ja varmistamalla vielä erikseen sanomalehtien avulla, että kaikki oleellinen aineisto oli löytynyt.

### **6.3 Kehittämisen- ja jatkotutkimusehdotukset**

Tutkimuksen aikana nousi esille muutamia aiheeseen liittyviä kysymyksiä, joita olisi ollut mielenkiintoista tutkia, mutta joihin ei tämän tutkimuksen yhteydessä voitu perehtyä. Tutkimus oli rajattava tarkasti, jotta valittuihin kysymyksiin oli mahdollista paneutua syvällisesti ja jottei aineistomäärä olisi kasvanut tarpeettoman suureksi.

Olisi ollut esimerkiksi mielenkiintoista tehdä vertaileva tutkimus tulosvaroituksen antaneiden listayhtiöiden sekä muiden listayhtiöiden välillä siitä, kuinka hyvin eri yhteyksissä julkistetut tulevaisuudennäkymät vastasivat todellisuutta. Vertailemalla tulosvaroituksen antaneita yhtiöitä ja muita yhtiöitä olisi mahdollista saada informaatiota siitä, kuinka paljon tulevaisuuden arviot voivat poiketa toteumasta ilman, että tulosvaroitusta annetaan. Lisäksi voisi olla kiinnostavaa tutkia, vaikuttaako yhtiöiden toimiala tulosvaroitusten julkistamiseen.

Listayhtiöt voivat antaa tulevaisuudennäkymiä joko tarkkoina tulosennusteina tai yleisluonteisina tulevaisuudennäkyminä. Tällä on vaikutusta myös tulosvaroitusten sisältöön. Saattaisi olla mielenkiintoista tehdä haastatteluihin perustuva tutkimus, jossa kartoitettaisiin tarkemmin listayhtiöiden käytänteitä liiketoiminnan ennustamisen sekä tulevaisuudennäkymien antamistavan suhteen. Tässä yhteydessä voisi tutkia budjetointitapojen muutosta viime vuosina ja kuinka moni yhtiö on siirtynyt rullaavaan budjetointiin tai ennustamiseen.

Tämän kaltaista tutkimusta tulosvaroituksille ei ole aikaisemmin tehty. Tutkimusta voisi kehittää jatkoa ajatellen esimerkiksi laajentamalla otoskokoa useamman vuoden tulosvaroituksiin. Tällöin olisi esimerkiksi mahdollista keskittyä vain tarkkoihin tai vain väljiin tulosennusteisiin, jolloin niistä saisi vielä enemmän informaatiota irti ja tulosten yleistettävyyden paransi.

### **6.4 Opinnäytetyöprosessin ja oman oppimisen arviointi**

Tutkimuksen aihe oli mielenkiintoinen, joten opinnäytetyön tekeminen oli innostavaa. Haasteen tutkimuksen suunnittelulle loi se, ettei tulosvaroitusten sisällöstä ole tehty vastaavanlaisia tutkimuksia. Aiheen haastavuuden vaikutus opinnäytetyöprosessille oli kaksijakoinen; toisaalta se teki aihepiiristä erittäin kiinnostavan, toisaalta se aiheutti myös erilaisia pieniä ongelmia tutkimusentekovaiheessa. Onnistuin kuitenkin mielestäni selvittämään ongelmat hyvin.

Yritysten sisäinen ennusteiden laatimisprosessi on monivaiheinen, mitä ei välttämättä tule ajatelleeksi julkistettuja taloudellisia raportteja lukiessa. Sen vuoksi oli mielenkiintoista perehtyä toisaalta yhtiöiden ennusteiden tekemiseen sekä toisaalta tiedonantovelvollisuuden mukaisiin tulosvaroituksiin ja tulevaisuudennäkymiin liittyviin velvoitteisiin. Tutkimuksessa tuli joitakin yllättäviä haasteita vastaan. Alkuperäinen ajatukseni oli, että suurimman osan tulosvaroitusten muutoksista pystyisi mittaamaan. Tutkimusta suunnitellessa kävi kuitenkin ilmi, että vain pienehkö osa tulevaisuudennäkymistä oli riittävän tarkkoja suoraan mitattaviksi. Tämä aiheutti havaintojen analysointimenetelmien uudelleenpohdintaa.

Opinnäytetyön tekeminen syvensi osaamistani yritysjohdon päätöksentekoprosesseista sekä liiketoiminnan ennusteiden tekemisestä. Aiemmissa laskentatoimen opinnoissani olen opiskellut jonkin verran muun muassa budjetointia. Opinnäytetyöni ansiosta ymmärrän budjettien laatimista ja niiden merkitystä liiketoiminnan ohjaamisessa aiempaa syvällisemmin. Lisäksi opin lisää listayhtiöiden lakisääteisestä tiedonantovelvollisuudesta, mikä osoittautui monimutkaiseksi eri säädösten kokonaisuudeksi.

Kaiken kaikkiaan opinnäytetyöprosessi oli osaamista kehittävä. Mielestäni prosessi kehitti etenkin järjestelmällisyyttä sekä ongelmanratkaisutaitoa. Järjestelmällisyys opinnäytetyön suunnittelussa ja myös toteutusvaiheessa auttoi pitämään kokonaisuuden kasassa ja pysymään aikataulussa. Pysyin koko prosessille laatimassani aikataulussa hyvin asettamieni välitavoitteiden ansiosta.

## Lähteet

Alhola, K. & Lauslahti, S. 2000. Laskentatoimi ja kannattavuuden hallinta. WSOY. Porvoo.

Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2016. Tulosvaroitukset – päätöspuu. Luettavissa:  
<https://cgfinland.fi/materiaalipankki/tiedottaminen/> Luettu 31.10.2017.

Asetus markkinoiden väärinkäytöstä (EU) N:o 596/2014.

Direktiivi säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liik-  
keeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistami-  
sesta (EY) N:o 109/2004.

Finanssivalvonta 2010. Markkinat 5/2010 –tiedote. Luettavissa:  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat\\_5\\_2010.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat_5_2010.pdf)  
Luettu 9.11.2017.

Finanssivalvonta 2013. Markkinat 2/2013 –tiedote. Luettavissa:  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat\\_2\\_2013.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat_2_2013.pdf)  
Luettu 8.11.2017.

Finanssivalvonta 3.5.2017. Tiedonantovelvollisuus. Luettavissa:  
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Pages/Default.aspx>  
Luettu 27.10.2017.

Haran, U. & Moore, A. 2014. A Better Way to Forecast. *California Management Review*,  
57, 1, 5–15.

Heikkilä, T. 2014. Tilastollinen tutkimus. Edita. Helsinki.

Hope J. & Fraser, R. 2003. Who Needs Budgets? *Harvard Business Review*. 81, 2, 108–  
115.

Häyrynen, J. & Virtanen, M. 2007. Pörssiyrityksen tulevaisuuden ennusteiden merkitys tulos-  
varoitusten kannalta. *Defensor Legis*, 1, 70–77.

Johnson G., Scholes, K. & Whittington, R. 2009a. Exploring Corporate Strategy. Text and Cases. Pearson Education. Harlow.

Johnson, G. Scholes, K. Whittington, R. 2009b. Fundamentals of Strategy. Pearson Education. Harlow.

Jyrkkiö, E. & Riistama, V. 2004. Laskentatoimi päätöksenteon apuna. WSOY. Helsinki.

Järvenpää, M. Lämsiluoto, A. Partanen, V. & Pellinen, J. 2013. Talousohjaus ja kustannuslaskenta. Sanoma Pro. Helsinki.

Kaplan, R. & Norton, D. 2004. Strategiakartat. Aineettoman pääoman muuttaminen mitattaviksi tuloksiksi. Talentum. Helsinki.

Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336.

Lassila-Lonka, A. 5.6.2015. Listayhtiön tiedonantovelvollisuuden sääntely. Finanssivalvonnan tiedote. Luettavissa:

[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/Documents/Listayhtion\\_tiedonantovelvollisuuden\\_saantely\\_20150605.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/Documents/Listayhtion_tiedonantovelvollisuuden_saantely_20150605.pdf) Luettu 27.10.2017.

Mahaffie, J. 1995. Why Forecasts Fail? American Demographics, 17, 3, 34–40.

Makridakis, S. Hogarth, R. & Gaba, A. 2010. Why Forecasts Fail. What to Do Instead. MIT Sloan Management Review, 51, 2, 83–90.

Nasdaq Helsinki Oy. 1.1.2017. Pörssin säännöt. Luettavissa:

<http://business.nasdaq.com/list/Rules-and-Regulations/European-rules/nasdaq-helsinki/index.html> Luettu 31.10.2017.

Niemelä, M. Pirker, A. & Westerlund, J. 2008. Strategiasta tuloksiin – tehokas johtamisjärjestelmä. WSOYPro. Helsinki.

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.

Parkkonen, J. & Mårten, K. J. 2014. Arvopaperimarkkinalaki. Talentum. Helsinki.

Porter, M. 2004. Competitive Strategy. Techniques for Analyzing Industries and Competitors. Free Press. New York.

Rikoslaki 19.12.1889/39.

Shim, J. Shim A. & Siegel J. 2011. Budgeting. Basics and Beyond. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey.

Taylor, B. 2010. Introduction to Management Science. Pearson Education cop. Lontoo.

Tikkurila Oyj:n pörssitiedote 14.12.2016. Luettavissa: [https://www.tikkurila-group.com/fi/media/tiedotteet/tiedotteet\\_2016/kaikki](https://www.tikkurila-group.com/fi/media/tiedotteet/tiedotteet_2016/kaikki) Luettu 5.12.2017

Walliman, S. 2010. Research Methods: The Basics. Routledge. Lontoo.

# Liitteet

## Liite 1. Esimerkki tulosvaroituksesta: Glaston Oyj Abp 4.8.2016

14.11.2017

CSF



Published:  
2016-08-04 16:10:00 CEST  
Registered:  
2016-08-04 16:10:00 CEST

### REGULATED INFORMATION



Glaston Oyj Abp - Pörssitiedote

### Glaston heikentää näkymiään

Helsinki Suomi, 2016-08-04 16:10 CEST (GLOBE NEWSWIRE) -- GLASTON OYJ ABP  
Pörssitiedote 4.8.2016 klo 17.10

Glaston heikentää näkymiään

Glaston heikentää näkymiään vuodelle 2016. Lasinjalostusmarkkinoilla on vuoden ensimmäisellä puoliskolla esiintynyt kasvavaa varovaisuutta ja markkinaympäristön epävarmat näkymät ovat hidastaneet asiakkaiden investointipäätöksiä muun muassa Isossa-Britanniassa. Lasinjalostusmarkkinoiden odotetaan säilyvän haastavina myös vuoden toisella puoliskolla.

Markkinoiden epävarmuus ja pidentyneet päätöksentekoaajat vaikuttavat sekä liikevaihdon että liikevoiton kehitykseen.

#### Tarkennetut näkymät:

Glaston arvioi vuoden 2016 liikevaihdon jäävän noin 105 - 110 miljoonan euron tasolle ja liikevoiton ilman kertaluonteisia eriä olevan noin 2 - 4 miljoonaa euroa. (Vuonna 2015 liikevaihto 123,4 milj. euroa ja vertailukelpoinen liikevoitto ilman kertaluonteisia eriä 6,1 milj. euroa).

#### Aiemmat näkymät:

Arvioimme vuoden 2016 liikevaihdon jäävän hieman alle vuoden 2015 tason ja liikevoiton ilman kertaluonteisia eriä olevan vuoden 2015 tasolla. (Vuonna 2015 liikevaihto 123,4 milj. euroa ja vertailukelpoinen liikevoitto ilman kertaluonteisia eriä 6,1 milj. euroa).

#### Lisätiedot:

Glaston Oyj Abp  
Arto Metsänen, toimitusjohtaja, puh. 010 500 500  
Sasu Koivumäki, talousjohtaja, puh. 010 500 500

GLASTON OYJ ABP  
Agneta Selroos  
Viestintäjohtaja  
puh: +358 40 7453 737

Glaston Oyj Abp  
Glaston on johtava lasinjalostuksen teknologiayhtiö. Tarjoamme lasinjalostukseen laadukkaita lämpökäsittelylaitteita ja palveluja rakennus-, aurinkoenergiatalous-, ajoneuvo- sekä kaluste- ja laitteollisuudelle. Sitoudumme tukemaan asiakkaidemme menestymistä koko tuote- ja palveluvalikoimamme elinkaaren ajan. Luomme ja kehitämme jatkuvasti uusia, innovatiivisia menetelmiä entistä laadukkaampien ja turvallisempien lasituotteiden valmistukseen. Glastonin osake (GLA1V) noteerataan NASDAQ Helsinki Oy:ssä. Lisätietoja osoitteessa [www.glaston.net](http://www.glaston.net)



**Liite 2. 2016 tai vastaavalta tilikaudelta tulosvaroituksen julkistaneet yhtiöt**

<b>Yhtiön nimi</b>	<b>Tulosvaroituksen päivämäärä</b>
Affecto Oyj	20.10.2016
Ahlström Oyj (nyk. Ahlström-Munksjö Oyj)	13.9.2016
Alma Media Oyj	14.9.2016
Apetit Oyj	19.10.2016
Asiakastieto Group Oyj	12.4.2016
Basware Oyj	19.10.2016
Caverion Oyj	16.1.2017
Consti Yhtiöt Oyj	26.10.2016
Digia Oyj / QT Group Oyj	25.4.2016
Dovre Group Oyj	28.4.2016
Efore Oyj	4.8.2016
Exel Composites Oyj	11.5.2016
Glaston Oyj Abp	4.8.2016
HKScan Oyj	13.1.2017
Honkarakenne Oyj	10.2.2017
Ilkka-Yhtymä Oyj	20.6.2016
Incap Oyj	21.12.2016
Keskisuomalainen Oyj	30.9.2016
Kotipizza Oyj	23.8.2016
Lehto Group Oyj	3.2.2017
Lemminkäinen Oyj	9.11.2016
Martela Oyj	19.10.2016
Orion Oyj	15.6.2016
Outotec Oyj	20.12.2016
Plc Uutechnic Group Oyj	27.12.2016
Ramirent Oyj	26.10.2016
Rapala VMC Oyj	11.7.2016
Saga Furs Oyj	9.6.2016
Sanoma Oyj	20.10.2016
Soprano Oyj	14.2.2017
SSH Communications Security Oyj	9.12.2016
Suominen Oyj	20.9.2016
Tecnotree Oyj	10.1.2017
Tikkurila Oyj	14.12.2016
Trainers' House Oyj	1.8.2016
Vaisala Oyj	7.10.2016
Wärtsilä Oyj Abp	12.10.2016
Ålandsbanken Abp	21.7.2016