

# Rahoituslaskelman julkistaminen vapaaehtoisesti: syitä ja seurauksia

Laskentatoimi  
Maisterin tutkinnon tutkielma  
Jaakko Laukia  
2015

---

**Tekijä** Jaakko Laukia

---

**Työn nimi** Rahoituslaskelman julkistaminen vapaaehtoisesti: syitä ja seurauksia

---

**Tutkinto** Kauppätieteen maisteri

---

**Koulutusohjelma** Laskentatoimi

---

**Työn ohjaaja(t)** Juha Kinnunen

---

**Hyväksymisvuosi** 2015

**Sivumäärä** 101

**Kieli** Suomi

---

### **Tiivistelmä**

Tämä tutkimus käsittelee rahoituslaskelman julkistamista osana tilinpäätöstä ilman, että siihen on lainsäädännöllistä velvoitetta. Laskelman julkistaminen on pakollista ainoastaan suurille ja keskisuurille yrityksille. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää syitä laskelman vapaaehtoiseen julkistamiseen pienissä yrityksissä ja mitä mahdollisia seurauksia julkistamisella on.

Tutkimuksessa haastateltiin 15 taloushallinnon asiantuntijaa. Heistä 10 edusti yrityksiä, joissa seitsemässä rahoituslaskelma oli julkistettu vapaaehtoisesti. Lisäksi haastateltiin viittä edustajaa yrityksille keskeisistä sidosryhmistä.

Tutkimustulosten mukaan rahoituslaskelman julkistamiselle voi olla useita syitä samassa yrityksessä. Useimmiten julkistaminen perustui omistajan tahtoon, mutta myös yleistä avoimuutta sidosryhmiä kohtaan korostettiin. Tutkimustulos antaa tukea sille, että agenttikustannuksia voi olla myös pienissä yrityksissä, ja niitä pyritään vapaaehtoisilla julkistuksilla pienentämään. Tutkimuksessa saatiin lisäksi viitteitä siitä, että yrityksen toimialalla ja liiketoiminnan luonteella on vaikutusta siihen, julkistaako yritys rahoituslaskelman vai ei.

Pankin, rahoitusyhtiön ja tilintarkastajan päätöksentekoon vapaaehtoisella rahoituslaskelmalla ei pystytä haastatteluiden perusteella vaikuttamaan. Luottotietoyhtiön päätöksentekoon laskelmalla voi olla tapauskohtaista vaikutusta, mutta kokonaismerkitys jää pieneksi. Vaikuttaa siltä, että yritys ei pysty rahoituslaskelmalla juurikaan pienentämään vieraan pääoman käyttöön liittyviä agenttikustannuksiaan.

Rahoituslaskelmaa koskeva keskustelu on erittäin ajankohtaista, koska odotettavien lainsäädäntömuutosten myötä laskelman julkistaminen on lähitulevaisuudessa pakollista ainoastaan suurille yrityksille. Vapaaehtoisuuden ala siis laajenee kaikkiin pk-yrityksiin, mikä lisää kiinnostusta laskelman vapaaehtoiseen julkistamiseen syihin ja seurauksiin.

---

**Avainsanat** rahoituslaskelma, vapaaehtoinen julkistaminen, vapaaehtoinen julkaiseminen, julkistaminen, julkaiseminen, pienet yritykset, agenttiteoria

---

# SISÄLLYSLUETTELO

<b>1. JOHDANTO</b> .....	<b>1</b>
1.1 TUTKIMUKSEN TAUSTAA .....	1
1.2 TUTKIMUKSEN TAVOITTEET .....	4
1.3 TUTKIMUKSEN TOTEUTUS .....	5
1.4 TUTKIMUKSEN KESKEISET TULOKSET .....	6
1.5 TUTKIMUKSEN RAKENNE .....	8
<b>2. LAINSÄÄDÄNTÖ RAHOITUSLASKELMAN JULKISTAMISESTA</b> .....	<b>9</b>
2.1 NYKYINEN LAINSÄÄDÄNTÖ .....	9
2.2 SÄÄNTELYN HISTORIAA .....	10
2.3 SÄÄNTELYN TULEVIA SUUNTIA.....	12
<b>3. AIEMPI TUTKIMUS</b> .....	<b>14</b>
3.1 SYITÄ VAPAAEHTOISEEN JULKISTAMISEEN .....	14
3.1.1 <i>Agenttiteoria</i> .....	14
3.1.2 <i>Kannattavuus</i> .....	16
3.1.3 <i>Yrityksen koko</i> .....	19
3.1.4 <i>Vakavaraisuus</i> .....	21
3.1.5 <i>Toimiala</i> .....	23
3.1.6 <i>Tilintarkastaja</i> .....	24
3.1.7 <i>Omistajat</i> .....	26
3.1.8 <i>Muita syitä</i> .....	27
3.2 VAPAAEHTOISEN JULKISTAMISEN SEURAUKSIA .....	32
3.2.1 <i>Pääoman kustannus</i> .....	33
3.2.2 <i>Kilpailukustannukset</i> .....	35
3.2.3 <i>Muita seurauksia</i> .....	37
3.3 KASSAVIRTAINFORMAATION VAPAAEHTOISEN JULKISTAMISEN YLEISYYS TAUSTATEKIJÖINEEN .....	38
<b>4. TUTKIMUSMENETELMÄ JA -AINEISTO</b> .....	<b>42</b>
4.1 TUTKIMUSMENETELMÄ JA SEN PERUSTELU .....	42
4.2 TUTKIMUSAINEISTON KERÄÄMINEN .....	43
4.3 TUTKIMUSHAASTATELUIDEN SUUNNITTELU JA TOTEUTUS .....	44
4.4 TUTKIMUSAINEISTON ANALYSOINTI .....	46
<b>5. EMPIIRISET TULOKSET</b> .....	<b>49</b>
5.1 RAHOITUSLASKELMAN JULKISTANEET YRITYKSET .....	49
5.1.1 <i>Yritys A: tietokoneohjelmistot</i> .....	49
5.1.2 <i>Yritys B: urheilukeskukset</i> .....	51
5.1.3 <i>Yritys C: pakkauspalvelut</i> .....	54
5.1.4 <i>Yritys D: jätteiden käsittely</i> .....	55
5.1.5 <i>Yritys E: energiapalvelut</i> .....	57
5.1.6 <i>Yritys F: liikkeenjohdon konsultointi</i> .....	59
5.1.7 <i>Yritys G: rakentaminen</i> .....	61
5.2 RAHOITUSLASKELMAN JULKISTAMATTA JÄTTÄNEET YRITYKSET .....	63
5.2.1 <i>Yritys H: tietokoneohjelmistot</i> .....	63
5.2.2 <i>Yritys I: urheilukeskukset</i> .....	65
5.2.3 <i>Yritys J: rakentaminen</i> .....	67
5.3 SIDOSRYHMÄT .....	69
5.3.1 <i>Tilitoimisto</i> .....	69
5.3.2 <i>Tilintarkastaja</i> .....	71
5.3.3 <i>Pankki</i> .....	73

5.3.4 Luottotietoyhtiö.....	75
5.3.5 Rahoitusyhtiö.....	77
<b>6. ANALYYSI JA JOHTOPÄÄTÖKSET.....</b>	<b>79</b>
6.1 SYITÄ VAPAAEHTOISEEN JULKISTAMISEEN .....	79
6.2 SEURAUKSIA VAPAAEHTOISESTA JULKISTAMISESTA .....	83
6.3 TULEVA TUTKIMUS .....	88
<b>7. YHTEENVETO .....</b>	<b>90</b>
<b>LÄHTEET .....</b>	<b>93</b>
<b>LIITTEET .....</b>	<b>98</b>

## KUVIOT

KUVIO 1: VAPAAEHTOISEN JULKISTAMISEN SYITÄ JA SEURAUKSIA .....	2
----------------------------------------------------------------	---

## TAULUKOT

TAULUKKO 1: YRITYS A:N TILINPÄÄTÖSTIEDOT 2013.....	49
TAULUKKO 2: YRITYS B:N TILINPÄÄTÖSTIEDOT 2013.....	51
TAULUKKO 3: YRITYS C:N TILINPÄÄTÖSTIEDOT 2013.....	54
TAULUKKO 4: YRITYS D:N TILINPÄÄTÖSTIEDOT 2013.....	55
TAULUKKO 5: YRITYS E:N TILINPÄÄTÖSTIEDOT 2013.....	57
TAULUKKO 6: YRITYS F:N TILINPÄÄTÖSTIEDOT 2013.....	59
TAULUKKO 7: YRITYS G:N TILINPÄÄTÖSTIEDOT 2013.....	61
TAULUKKO 8: YRITYS H:N TILINPÄÄTÖSTIEDOT 2013.....	63
TAULUKKO 9: YRITYS I:N TILINPÄÄTÖSTIEDOT 2013 .....	65
TAULUKKO 10: YRITYS J:N TILINPÄÄTÖSTIEDOT 2013.....	67

## LIITTEET

LIITE 1: YRITYSEDUSTAJILLE LAADITUT TUTKIMUSKYSYMYKSET.....	98
LIITE 2: SIDOSRYHMIEN EDUSTAJILLE LAADITUT TUTKIMUSKYSYMYKSET.....	99

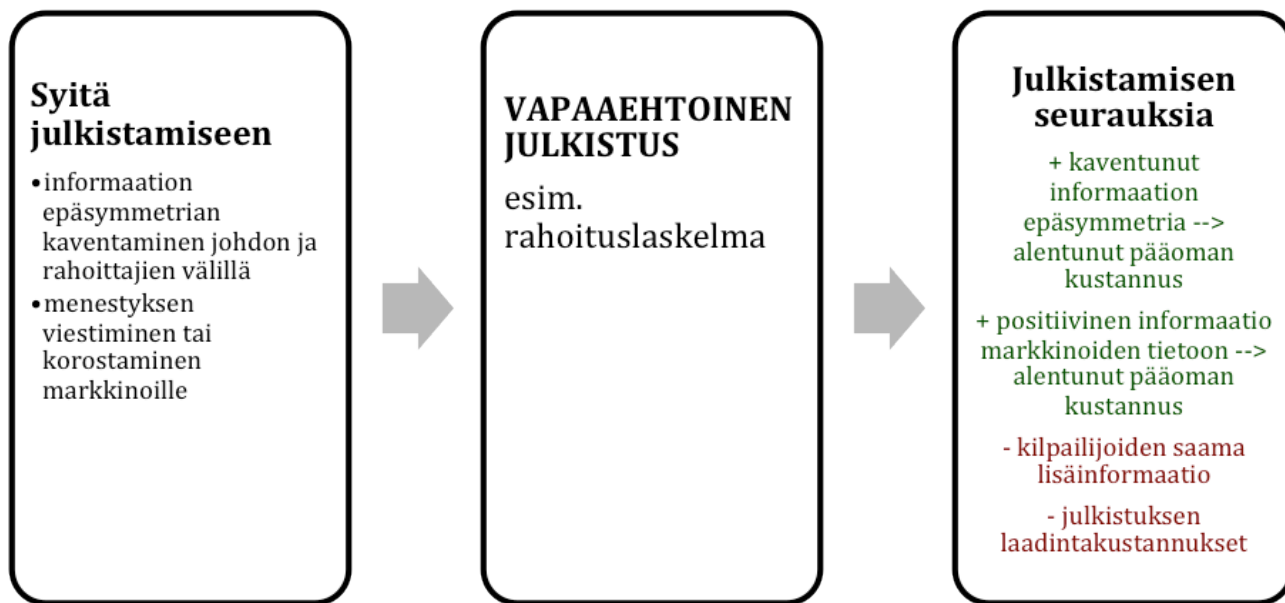
# 1. JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen taustaa

Kassavirtojen riittävyys seurata ja suunnitella on yrityksille tärkeää. Tämä pätee etenkin, mikäli yritys on kasvuhakuinen ja investoi voimakkaasti tulevaisuuteen. (Koski, 2012) Yritysten sisäiseen kassavirtojen hallintaan on tarjolla lukuisia työkaluja, mutta julkisessa tilinpäätöksessä kassavirtainformaation jakamista varten on vakiomuotoinen erillislaskelma, rahoituslaskelma. Rahoituslaskelman keskeisenä tavoitteena on antaa tilinpäätöksen lukijalle tietoa siitä, miten yritys on kerryttänyt ja käyttänyt kassavarojaan (KILA:n yleisohje 2007). Se on hyödyllinen arvioitaessa yrityksen nykyistä maksuvalmiutta ja vakavaraisuutta, mutta sitä käytetään usein myös ennustettaessa yrityksen tulevia rahavirtoja (ma.)

Kirjanpitolain (1336/1997) mukaan keskisuurten ja suurten yritysten tulee julkistaa rahoituslaskelma osana tilinpäätöstään, mutta useat pienet yritykset julkistavat laskelman ilman lainsäädännöllistä velvoitetta. Aiempaa tutkimustietoa ei ole siitä, miksi yritykset toimivat näin ja mitä seurauksia julkistuksilla on.

Vapaaehtoisia julkistuksia koskevassa tutkimuksessa on useimmiten jäljitetty tekijöitä, jotka motivoivat yrityksiä julkistamaan taloudellista informaatiota vapaaehtoisesti markkinoille. Ennen kaikkea on pyritty selvittämään, mitkä taloudelliset tekijät kuten kannattavuus tai velkaantuneisuus voisivat selittää yritysten halukkuutta tuoda ylimääräistä informaatiota markkinoiden tietoon. Signaaliteorian (*signaling theory*) mukaan kannattavat ja muutoin menestyvät yritykset pyrkivät vapaaehtoisilla julkistuksilla levittämään positiivisia uutisia itsestään, jotta ne voisivat erottautua markkinoilla vähemmän menestyvistä (esim. Verrecchia, 1983). Agenttiteoriassa (*agency theory*) taas lähdetään siitä, että yritykset pyrkivät vapaaehtoisilla julkistuksilla kaventamaan rahoittajien ja toimivan johdon välistä informaation epäsymmetriaa (Jensen & Meckling, 1976).



**Kuvio 1: Vapaaehtoisen julkistamisen syytä ja seurauksia**

Myös vapaaehtoisten julkistusten seurauksia on tutkittu, joskaan ei yhtä mittavasti kuin syytä. Tutkimustulosten mukaan tällaisia seurauksia saattavat olla esimerkiksi oman pääoman alentunut kustannus (Botosan ja Plumlee, 2000; Botosan, 1997) tai osakkeiden likviditeetin paraneminen (Healy et al., 1999). Seuraukset eivät ole kuitenkaan ainoastaan positiivisia, vaan julkistamisesta voi aiheutua yritykselle myös kustannuksia. Yksi mahdollinen kustannus on se, että yrityksen kilpailijat saavat vapaaehtoisesti julkistetusta informaatiosta sellaista etua, jota he voivat käyttää hyväksi omassa liiketoiminnassaan julkistajan intressien vastaisesti (esim. Leuz et al., 2004; Wagenhofer, 1990). Yritykset joutuvat siis punnitsemaan vapaaehtoisen julkistamisen hyötyjä ja haittoja. Kuviossa 1 on havainnollistettu vapaaehtoisen julkistamisen eräitä syytä ja seurauksia pääpiirteissään.

Useita teorioita, etenkin agenttiteoriaa, on testattu runsaslukuisella empiirisellä tutkimuksella ympäri maailmaa. Tämä ilmentää suurta kiinnostusta siihen, minkälaiset yritykset tekevät vapaaehtoisia julkistuksia ja mitä etuja ne tavoittelevat tai saavuttavat niillä. Tutkimusta kasvaintainformaation julkistamisen syistä on kuitenkin vähän – seurauksista ei lainkaan. Suomalaisissa yrityksissä ei ole tutkittu kumpaakaan näistä. Aiempi kassavirtoja koskeva tutkimus on myös sikäli yksipuolista, että se on keskittynyt käytännössä täysin suuryrityksiin. On toki selvää, että suuryritykset ovat taloudellisesti huomattavasti voimakkaampia kuin pienet ja keskisuuret yritykset. Siitä huolimatta esimerkiksi Suomessa pienet yritykset vastaavat 34 prosenttia yritysten kokonaisliikevaihdosta ja ne työllistävät 47 prosenttia kaikista työssä-

käyvistä (Suomen virallinen tilasto 2012). Kokonaisuudessaan ne ovat siis hyvinkin merkittävä taloudellinen voima.

Taitava kassavirtojen hallinta voi tuoda yritykselle merkittävää lisäarvoa erityisesti taloudellisessa epävarmuudessa, jolloin rahantulo on kiven alla (Smith, 2014; Walden ja Sandelin, 2012). Suomi on kyntänyt joko taantumassa tai hitaassa kasvussa jo useita vuosia, joten kassanhallintaa koskeva keskustelu on erittäin ajankohtaista.

Rahoituslaskelman voi nähdä ikään kuin peilinä yrityksen kassanhallinnasta. Kassanhallinta on toimivan johdon vastuulla, mutta se kiinnostaa myös yrityksen sidosryhmiä, erityisesti rahoittajia. Pahimmassa tapauksessa yritys voi ajautua maksukyvyttömäksi, jolloin se ei pysty selviytymään sitoumuksistaan ja rahoittajien saamiset jäävät saamatta tai lykkääntyvät. On loogista olettaa, että sidosryhmät valvovat asiakkaidensa ja kumppaneidensa maksuvalmiutta tavalla tai toisella, esimerkiksi analysoimalla niiden rahoituslaskelmia. Kassavirrat kulkevat erittäin epäsäännöllisesti etenkin pk-yrityksissä, mikä korostaa kassanhallintataitojen ja rahavirtojen valvonnan merkitystä niissä (Koski, 2012). Tutkimustietoa sidosryhmien valvonnan muodoista on kuitenkin niukasti niin pienistä kuin suurista yrityksistä. Rahoituslaskelman rooli osana tätä valvontaa on epäselvä, vaikka laskelma on osa virallista tilinpäätöstä.

Yksi syy tutkimuksen puuttumiselle lienee, että tietokannoista saatavilla oleva pienten yritysten tilinpäätösinformaatio ei ole yhtä kattavaa ja luotettavaa kuin suurista yrityksistä saatu, mikä pienentää mahdollisuuksia rahoittajien laskentatoimessa perinteiselle kvantitatiiviselle tutkimukselle. Pienet yritykset eivät toisekseen ole pörssilistattuja, joten julkistusten seurausten selvittäminen ei onnistu kurssimuutoksia analysoimalla. Kun näihin tekijöihin yhdistää pienten yritysten yleisesti pienemmät tiedonantovelvollisuudet toiminnastaan, tutkimuksen toteuttaminen on työlästä, ja tilastollisesti yleistettäviä tuloksia on vaikea saada.

Kassavirtoja koskeva keskustelu on erittäin ajankohtaista paitsi vaikean taloustilanteen vuoksi, myös siksi, että Suomessa on suunnitteilla lainsäädäntömuutoksia, joiden mukaan rahoituslaskelman julkistaminen olisi pakollista ainoastaan suurille yrityksille. Kirjanpitolain muutokset -työryhmä antoi mietintönsä tästä lokakuussa 2014 (TEM 48/2014). Mietinnön ehdotusten siirtäminen lainsäädäntöön ei ole varmaa, mutta odotettavaa. Lainsäädäntömuutosten myötä vapaaehtoisen julkistamisen ala laajenisi lähitulevaisuudessa kaikkiin pk-yrityksiin.

Tämä lisää kiinnostusta sitä kohtaan, miksi näin suuressa joukossa yrityksiä rahoituslaskelma saatetaan julkistaa vapaaehtoisesti ja mitä seurauksia julkistamisella voi olla.

## 1.2 Tutkimuksen tavoitteet

Tällä tutkimuksella oli kaksi tavoitetta. *Ensimmäisenä tavoitteena* oli selvittää syitä siihen, miksi osa suomalaisista yrityksistä julkistaa rahoituslaskelman osana tilinpäätöstään, vaikka ne eivät ole siihen lainsäädännöllisesti velvoitettuja. *Toisena tavoitteena* oli kartoittaa, mitä mahdollisia seurauksia rahoituslaskelman vapaaehtoisella julkistamisella on. Tutkimuksessa pureudutaan siis niihin kysymyksiin, joihin aikaisempi tutkimus ei kerro vastausta. Tutkimuksessa ei perehdytä rahoituslaskelman teknisiin yksityiskohtiin kuin niiltä osin, joilla on merkitystä julkistamisen syihin ja seurauksiin.

Tutkimusta, jossa tutkitaan syvätasolla jotain uutta tai kartoittamatonta ilmiötä, voidaan nimittää esitutkimukseksi. Tämän tyyppisessä tutkimuksessa tarkkoja tutkimuskysymyksiä tai –hypoteeseja ei ole mielekästä asettaa. (Alasuutari, 1999, 231) Tämä tutkimus voidaan nähdä esitutkimuksena rahoituslaskelman vapaaehtoisesta julkistamisesta: tutkimusaihe on pienten yritysten osalta täysin kartoittamaton, ja tutkimuksen tavoitteena oli lähteä puhtaalta pöydältä jäljittämään laskelman vapaaehtoisen julkistamisen syitä ja seurauksia. Esitutkimuksessa saadut tulokset ohjaavat tulevan tutkimuksen suuntaa, ja saaduista tuloksista voidaan muodostaa hypoteeseja jatkotutkimusta varten. Laadulliset menetelmät toimivat hyvin esitutkimuksessa; sen tutkimustulokset eivät ole tilastollisesti yleistettäviä, mutta se ei ole edes pyrkimys, vaan pyrkimyksenä on tehdä tutkimusaineistosta mahdollisimman syviä ja kestäviä tulkintoja. (Eskola ja Suoranta, 1998, 67)

Asetelmassa, jossa tutkitaan jotain uutta tai kartoittamatonta, aihetta lähellä olevaa aiempaa tutkimusta tulisi käyttää teoreettisen viitekehyksen luomiseen, jota täsmennetään tutkimusprosessin aikana vähitellen (Alasuutari, 1999, 269). Tässä tutkimuksessa on luotu laaja katsaus aiempaa vapaaehtoista julkistamista koskevaan tutkimukseen, jota käytettiin viitekehyksenä empiiristä aineistoa hankittaessa ja analysoitaessa.



Tavoitteena oli esimerkiksi selvittää, onko agenttiteorian mukainen informaation epäsymmetria toimivan johdon ja yrityksen rahoittajien välillä yksi mahdollinen syy siihen, että yritys julkistaa rahoituslaskelmansa vapaaehtoisesti. Pienissä yrityksissä informaation epäsymmetria on lähtökohtaisesti pienempi kuin suurissa yrityksissä, koska tavallisesti pienissä yrityksissä omistus ei ole yhtä hajautunutta kuin suurissa yrityksissä, ja omistajilla voi siten olla läheisemmät välit johtoon (Al-Shammari ja Al-Sultan, 2010). Tämän tutkimuksen yritykset ovat pieniä, mutta eivät kuitenkaan mikrotason yrityksiä, joten informaation epäsymmetria on mahdollinen. Se voi siten olla myös syy vapaaehtoisille julkistuksille. Toisaalta tavoitteena oli tunnistella, ovatko hyvin menestyvät yritykset signaaliteorian mukaisesti alttiimpia julkistamaan informaatiota taloudellisesta menestyksestään sidosryhmille kuin huonosti menestyvät yritykset.

### **1.3 Tutkimuksen toteutus**

Alasuutarin (1999, 231) mukaan laadullisia menetelmiä pidetään hyödyllisinä uusia tai kartoittamattomia ilmiöitä tutkittaessa. Tämän tutkimuksen tavoitteena oli esitutkimusluonteensa vuoksi luoda tutkittavasta ilmiöstä eli rahoituslaskelman vapaaehtoisesta julkistamisesta mahdollisimman syviä ja kestäviä tulkintoja, joten tutkimus päätettiin toteuttaa laadullisin menetelmin. Hirsjärven ja Hurmeen (2008, 35) mukaan haastattelu on toimiva menetelmä saada syvällistä tietoa tutkittavasta ilmiöstä, joten tutkimusmenetelmäksi valittiin haastattelut. Haastattelu oli myös käytännön syistä paras vaihtoehto, koska pienistä yrityksistä ei ole useimmiten saatavilla muuta materiaalia, jota voisi käyttää empiirisenä aineistona.

Tutkimuksessa haastateltiin yhteensä 15 taloushallinnon ammattilaista, joista 10 edusti tutkimuskohteena olevia yrityksiä ja viisi keskeisiä sidosryhmiä. 10 yrityksestä seitsemässä rahoituslaskelma oli julkistettu vapaaehtoisesti ja kolmessa muussa ei, jolloin ne toimivat vertailukohteina vapaaehtoisille julkistajille. Tutkimukseen osallistuneiden 10 kohdeyrityksen liikevaihto rajautui välille 0,7-9,3 miljoonaa euroa, keskiarvon ollessa 5,4 miljoonaa euroa. Kaikkein pienimmät yritykset rajattiin pois tutkimuksesta, jotta tutkimuskohteesta saataisiin homogeenisempi ja tutkimustulokset olisivat paremmin yleistettäviä. Tutkimustulosten yleistettävyys paranee, mikäli haastateltavat ovat suhteellisen samanlaisia (Eskola ja Suoranta,

1998, 66). Sidosryhmähaastattelut saatiin pankista, rahoitusyhtiöstä, luottotietoyhtiöstä, tilintarkastajalta ja tilitoimistosta, jotka kaikki ovat yrityksille keskeisiä sidosryhmiä.

Kaikille haastateltaville esitettiin kysymyksiä sekä laskelman julkistamisen syistä että julkistamisesta koituvista seurauksista. Haastatteluiden muoto pidettiin yleisesti varsin vapaana, jotta tutkimattomasta ilmiöstä saataisiin mahdollisimman laaja-alaisesti informaatiota ilman, että ennakoasetelmia on lyöty lukkoon. Muutamia oletuksia oli silti tehtävä. Haastateltavia valitessa oletettiin, että kohdeyrityksiä haastatteleamalla saadaan parhaiten vastauksia siihen, miksi rahoituslaskelma saatetaan julkistaa vapaaehtoisesti. Toisaalta yritykset eivät välttämättä itse osaa määrittää kaikkia julkistustensa seurauksia tarkasti, koska osa seurauksista sijoittuu nimenomaan yritysten ulkopuolelle. Seurausten kattavaksi selvittämiseksi päätettiinkin haastatella tilinpäätösten loogisia loppukäyttäjiä eli sidosryhmiä, joihin julkistuksilla saattaa olla vaikutuksia.

Haastatteluaineisto analysoitiin etsimällä haastatteluista yhteneväisyyksiä toisiinsa. Tutkimustuloksia verrattiin myös aiempaan vapaaehtoista julkistamista koskevaan tutkimukseen, vaikka aiempi tutkimus onkin kohdeyrityksiltään ja toteuttamistavoiltaan varsin erilaista tähän tutkimukseen verrattuna.

## **1.4 Tutkimuksen keskeiset tulokset**

Tutkimustulosten mukaan rahoituslaskelman vapaaehtoiselle julkistamiselle voi olla useita syitä yksittäisessä yrityksessä. Omistajien halu tai toive oli yleisin välitön syy julkistamiselle. Viidessä yrityksessä seitsemästä rahoittajat mainittiin joko ensisijaisena tai toissijaisena syyinä laskelman vapaaehtoiselle julkistamiselle. Tämä tulos antaa tukea sille, että myös pienissä yrityksissä toimivan johdon ja rahoittajien välillä voi olla informaation epäsymmetriaa, mikä aiheuttaa agenttikustannuksia yrityksille, kuten Jensen ja Meckling (1976) esittivät. Vapaaehtoisilla julkistuksilla näitä kustannuksia pyritään pienentämään, mikä vaikuttaa yhdeltä taustasyyltä sille, että rahoituslaskelma julkistetaan vapaaehtoisesti.

Rahoituslaskelman etuna kassavirtainformaation välittämisessä rahoittajille pidettiin sitä, että se on osa tilintarkastettua tilinpäätöstä ja siten luotettavaksi katsottava raportti. Toisaal-

ta tilinpäätöksellä on haastatteluiden perusteella informaationvälityksessä lähinnä tukeva rooli, koska kassavirtainformaatiota välitetään rahoittajille ensisijaisesti epämuodollisia kanavia pitkin.

Muutama yritys oli julkistanut rahoituslaskelman siksi, että niiden kanssa samaan konserniin tai saman hallinnon alaisuuteen kuuluvat muut yritykset julkistavat laskelman säännöllisesti. Tällöin julkistaminen perustuu yhteiseen sopimukseen tai käytäntöön. Osassa yrityksissä laskelman julkistamisesta oli tullut vain tapa, josta ei haluta luopua. Useassa haastattelussa saatiin viitteitä siitä, että yrityksen liiketoiminnan luonteella ja toimialalla on vaikutusta halukkuuteen julkistaa laskelma vapaaehtoisesti. Erityisesti yrityksen liiketoiminnan pääomavaltaisuus vaikutti julkistamishalukkuutta lisäävältä tekijältä, mille löytyy tukea myös aikaisemmasta tutkimuksesta.

Pankin, rahoitusyhtiön ja tilintarkastajan päätöksentekoon vapaaehtoisella rahoituslaskelmalla ei pystytä haastatteluiden perusteella vaikuttamaan. Luottotietoyhtiössä laskelmalla voi olla tapauskohtaista vaikutusta tilinpäätösanalyysissä, mutta kokonaismerkitys jää pieneksi. Näyttää siltä, että yritys ei rahoituslaskelmaa julkistamalla pysty siis kaventamaan informaation epäsymmetriaa, joka vallitsee johdon ja vieraan pääoman rahoittajien välillä. Tässä suhteessa agenttikustannuksia ei pystytä avoimuudella siis pienentämään.

Useat haastateltavat arvioivat, että avoimuudella voi silti olla positiivinen yleisvaikutus sidosryhmiin, mikä viittaisi siihen, että agenttikustannuksia saatetaan pystyä alentamaan vapaaehtoisella rahoituslaskelmalla jossain tilanteissa. Toisaalta moni haastateltava arvioi, että epäedullisten kassavirtojen julkistamisella voi olla negatiivinen vaikutus sidosryhmiin. Hyödyt vaikuttavat tämän pohjalta epävarmoilta, samoin haitat. Laskelman julkistamisesta aiheutuvat kustannukset arvioitiin haastatteluissa minimaaliksi tai olemattomiksi, joten hintalappu mahdollisille hyödyille ei ole toki korkea.

## 1.5 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus jakautuu seitsemään lukuun. Johdantoluvussa lukija perehdytetään tutkimusongelmaan ja tutkimuksen taustatekijöihin. Toisessa luvussa käydään läpi rahoituslaskelman julkistamista koskeva lainsäädäntö ja lainsäädännön tarkoitus, sekä luodaan katsaus laskelman julkistamista koskevaan mielenkiintoiseen tulevaisuuteen. Kolmannessa luvussa esitetään aiempi kassavirtainformaation vapaaehtoista julkistamista koskeva tutkimus. Tutkimuksen vähäisen määrän vuoksi näkökulmaa on laajennettu siten, että myös muu keskeinen vapaaehtoista julkistamista koskeva tutkimus käydään läpi.

Neljännessä luvussa esitellään tutkimusmenetelmä, minkä lisäksi perustellaan aineiston valinnassa ja keräämisessä tehtyjä valintoja. Viidennessä luvussa on esitetty tutkimuksen empiiriset tulokset. Kuudennessa luvussa analysoidaan empiiriset tulokset, esitetään johtopäätökset ja arvioidaan jatkotutkimusmahdollisuuksia. Seitsemännessä, tutkimuksen päättävässä luvussa koko työ esitetään tiivistetysti.

## 2. LAINSÄÄDÄNTÖ RAHOITUSLASKELMAN JULKISTAMISESTA

Tässä luvussa käsitellään rahoituslaskelman julkistamista koskeva lainsäädäntö Suomessa sekä lainsäädännön keskeiset tavoitteet. Luku on jaettu kolmeen alakappaleeseen: nykyiseen ja entiseen sääntelyyn sekä tulevaisuuden kehityssuuntiin.

### 2.1 Nykyinen lainsäädäntö

Kirjanpitolain (KPL) 3 luvun 1 §:n mukaan tilikaudelta on laadittava tilinpäätös, joka sisältää taseen, tuloslaskelman, rahoituslaskelman ja liitetiedot. Rahoituslaskelman tehtävä on antaa selvitys varojen hankinnasta ja niiden käytöstä tilikauden aikana. Siitä on käytävä ilmi tilikauden rahavirrat, jotka on luonteensa perusteella jaoteltu liiketoiminnan, investointien ja rahoituksen rahavirtoihin (kirjanpitoasetus 1339/1997, 2:1). Pienet kirjanpitovelvolliset ovat kuitenkin saaneet huojennuksen rahoituslaskelman julkistamisvelvollisuudessa. KPL 1 §:n mukaan rahoituslaskelma on sisällytettävä osaksi tilinpäätöstä ainoastaan, jos: 1) kirjanpitovelvollinen on julkinen osakeyhtiö; tai 2) kirjanpitovelvollinen on yksityinen osakeyhtiö tai osuuskunta ja sekä päättyneellä että sitä välittömästi edeltäneellä tilikaudella on ylittynyt vähintään kaksi 3:9.2:ssa tarkoitetuista raja-arvoista. Rajat ovat seuraavat: 1) liikevaihto tai sitä vastaava tuotto 7 300 000 euroa; 2) taseen loppusumma 3 650 000 euroa; 3) palveluksessa keskimäärin 50 henkilöä.

Rahoituslaskelmaa koskevat säännökset otettiin kirjanpitolakiin muutossäädöksellä 1304/2004, jonka säännöksiä sovellettiin ensimmäisen kerran kirjanpitoon sillä tilikaudella, joka alkoi 1.1.2005 tai sen jälkeen. Vaatimus rahoituslaskelman sisällyttämisestä tilinpäätökseen ei ollut osakeyhtiöille ja osuuskunnille kuitenkaan uusi, sillä vuotta 2005 edeltävänä aikana rahoituslaskelman laatimisvelvollisuus oli määritelty silloisissa osakeyhtiölaissa ja osuuskuntalaissa. Kirjanpitolain muuttaminen ei sinänsä siis laajentanut rahoituslaskelman laatimisvelvollisuutta osakeyhtiöiden ja osuuskuntien osalta, mitä korostettiin myös hallituksen esityksessä HE 126/2004. Toisaalta esityksessä painotettiin myös silloisen tilinpäätösdirektiivin ja konsernitilinpäätösdirektiivin uusia säännöksiä, joiden nojalla jäsenvaltio voi sallia tai vaatia tiettyjen asiakirjojen kuten rahavirtalaskelman sisällyttämistä osaksi tilinpäätöstä.

Kirjanpitolain 8 luvun 6 §:n 1 momentin mukaan valtioneuvosto voi asetuksella antaa tarkempia säännöksiä rahoituslaskelmasta ja muista tilinpäätöksen osista. Kirjanpitoasetuksessa ei ole kuitenkaan sääntelyä rahoituslaskelman julkistamisedellytyksistä. Työ- ja elinkeinoministeriön yhteydessä toimiva kirjanpitolautakunta voi antaa ohjeita ja lausuntoja kirjanpitolain soveltamisesta (KPL 8:2.1). Lautakunta on antanut kolme yleisohjetta rahoituslaskelman laatimisesta – vuosina 1983, 1999 ja 2007. Yhdessäkään yleisohjeessa ei ole tarkentavaa ohjeistusta laskelman julkistamisvelvollisuudesta. Vuoden 2007 yleisohjeen mukaan ohje on annettu ensisijaisesti osakeyhtiöille ja osuuskunnille, mutta jos muu kirjanpitovelvollinen laatii rahoituslaskelman, yleisohjeen säännöksiä on noudatettava soveltuvin osin. Laskelman on siis seurattava ohjeistettua teknistä muotoa, vaikka se olisikin julkistettu vapaaehtoisena.

Mikäli kirjanpitolaki velvoittaa konsernitilinpäätöksen laatimiseen, tulee konsernitilinpäätökseen sisällyttää myös konsernin rahoituslaskelma (KPL 6:2.2). Lakisääteisesti ei ole siis konsernitilinpäätöstä, jossa ei olisi konsernin rahoituslaskelmaa.

## 2.2 Sääntelyn historiaa

Vaatus rahoituslaskelman julkistamisesta otettiin jo vuonna 1978 säädettyyn osakeyhtiölakiin. Lain 11:9.5:n mukaan osakeyhtiön oli liitettävä rahoituslaskelma osaksi toimintakertomustaan, jos lain mukaiset edellytykset ylittyivät. Edellytykset olivat nykyisiä raja-arvoja sallivampia pienille yhtiöille, koska rahoituslaskelmaa ei tarvinnut julkistaa, jos yhtiö ei ollut pörssilistattu tai se ei ollut keskimäärin työllistänyt yli 500 henkilöä viimeisen kahden tilikauden aikana. Lisäedellytyksenä julkistamisvelvoitteelle oli se, että yhtiön sidottu oma pääoma ylitti kaksi miljoonaa markkaa.<sup>1</sup> Osuuskuntalakiin vastaavanlainen säännös rahoituslaskelman laatimisesta otettiin vuonna 1981 (371/1981).

Hallituksen esityksessä HE 27/1977 osakeyhtiölain vaatimusta rahoituslaskelman julkistamisesta – osana muita 11 luvun tilinpäätösuudistuksia – perusteltiin ”yhtiöitä koskevan informaation laadun parantamisella”. Säännöksillä katsottiin suojeltavan etenkin ”yksityisten osakkeenomistajien ja vähemmistöjen etuja”. Myös tavaroiden toimittajat, luotonantajat, yri-

---

<sup>1</sup> noin 1,2 miljoonaa euroa vuoden 2013 rahan arvossa

tysten henkilökuntaan kuuluvat, viranomaiset sekä ”suuri yleisö” nimettiin julkisen informaation lisäämisestä hyötyviksi tahoiksi.

Nykyisenkaltainen sääntely rahoituslaskelman laatimisesta otettiin osakeyhtiölakiin ja osuuskuntalakiin vuonna 1998 (294/1998). Molemmissa laeissa edellytys rahoituslaskelmaan oli nykyisen tavoin kytketty kirjanpitolain 3:9.2:n raja-arvoihin. Rajat olivat tuolloin seuraavat: 1) liikevaihto tai sitä vastaava tuotto 20 miljoonaa markkaa; 2) taseen loppusumma 10 miljoonaa markkaa; 3) palveluksessa keskimäärin 50 henkilöä. Julkisten osakeyhtiöiden tuli laatia laskelma joka tapauksessa; yksityisten osakeyhtiöiden ja osuuskuntien siinä tapauksessa, että kyseisistä rajoista kaksi oli ylittynyt sekä päättyneellä että sitä edellisellä tilikaudella. Kun vaatimus rahoituslaskelman laatimisesta siirrettiin kirjanpitolakiin vuodeksi 2005, sitä koskevat säännökset poistettiin osakeyhtiölaista ja osuuskuntalaista.

Vuodeksi 2002 kirjanpitolain 3:9.2:n raja-arvot päivitettiin euromääräiseksi seuraavaan muotoon: 1) liikevaihto tai sitä vastaava tuotto 6 250 000 euroa; 2) taseen loppusumma 3 125 000 euroa; 3) palveluksessa keskimäärin 50 henkilöä (629/2001). Valuuttamuutoksen ohella rajoja tarkistettiin selkeästi ylöspäin, sillä arvollisesti ne lähes kaksinkertaistettiin. Hallituksen esityksessä 189/2000 tätä perusteltiin tilinpäätösdirektiivin (78/660/ETY) suomilla helpoituksilla pienille yrityksille. Lakimuutoksen myötä rajoja muutettiin niin, että ne vastaavat kyseisen direktiivin määritelmän mukaisia enimmäisrajoja pienelle yritykselle. Kirjanpitolaki harmonisoitiin direktiivin kanssa myös siltä osin, että yritys katsotaan keskisuureksi eikä pieneksi vain siinä tapauksessa, että rajoista vähintään kaksi on ylittynyt sekä päättyneellä että edeltävällä tilikaudella.

Nykyiselleen kirjanpitolain 3:9.2:n rajat säädettiin vuodeksi 2005, jolloin myös rahoituslaskelmaa koskeva sääntely siirrettiin kirjanpitolakiin. Hallituksen esityksessä HE 126/2004 perusteluksi raja-arvojen nostamiselle esitettiin vuonna 2003 hyväksytty muutos tilinpäätösdirektiiviin (2003/38/EY), jolla pienen yrityksen määritelmän mukaista enimmäiskokoa nostettiin nykyisin voimassa oleviin rajoihin. Direktiivimuutokset ovatkin olleet keskeisin veturi rahoituslaskelman julkistamisvelvollisuuden rajojen muutoksissa 2000-luvulla.

## 2.3 Sääntelyn tulevia suuntia

Vuoden 2004 muutossäädöksellä kauppa- ja teollisuusministeriölle annettiin toimivalta vastedes asetuksella tarkistaa rahoituslaskelman julkistamisvelvollisuutta määrittäviä 3:9.2:n raja-arvoja rahan arvon muutoksia vastaavaksi tai Suomea sitovan kansainvälisen sopimuksen täyttämiseksi. Hallituksen esityksen mukaan tällä uudella säännöksellä (KPL 8:6.2) mahdollistetaan ”joustava ja tarkoituksenmukainen menettely tilinpäätösdirektiivien muutosten täytäntöönpanossa”.

Työ- ja elinkeinoministeriö<sup>2</sup> ei ole toistaiseksi käyttänyt delegoitua lainsäädäntövaltaansa rajojen määrittämisessä. On kuitenkin odotettavissa, että 3:9.2:n rajoja tarkistetaan lähitulevaisuudessa ylöspäin joko asetuksella tai itse kirjanpitolakia muuttamalla. Euroopan parlamentti ja neuvosto antoivat nimittäin 26.6.2013 uuden tilinpäätösdirektiivin 2013/34/EU, jonka 1 luvun 3 artiklan 2 kohdassa pieni yritys määritellään niin, että enintään yksi seuraavista raja-arvoista ylittyy tilinpäätöspäivänä: a) taseen loppusumma 4 000 000 euroa; b) liikevaihto 8 000 000; c) työntekijöiden lukumäärä tilikauden aikana keskimäärin 50. Samassa lainkohdassa jäsenvaltioille annetaan myös toimivalta määrätä a ja b alakohdissa määritellyt raja-arvot korkeammaksi kuin ne on ohje-arvoisesti säädetty. Raja-arvo ei saa kuitenkaan ylittää 6 000 000 euroa taseen loppusumman osalta eikä 12 000 000 euroa liikevaihdon osalta. Huomionarvoista sääntelyn luonteessa on se, että raja-arvoja ei mitattaisi enää kahdelta peräkkäiseltä vaan ainoastaan viimeisimmältä tilikaudelta.

Vanhan tilinpäätösdirektiivin 78/660/ETY rajoja nostettiin muutossäädöksellä 2006/46/EY jo vuonna 2006. Tuolloin raja-arvot nostettiin seuraaviksi: a) taseen loppusumma 4 400 000 euroa b) nettoliikevaihto 8 800 000. Keskimääräisen henkilöstömäärän raja pidettiin 50:ssä, jossa raja on pidetty jo pitkään. Suomi ei kuitenkaan implementoinut näitä raja-arvoja omaan lainsäädäntöönsä, joten kansallinen kirjanpitolainsäädäntömme ei ole täysin alisteinen direktiivimuutoksille.

Uuden tilinpäätösdirektiivin antamisen myötä työ- ja elinkeinoministeriö asetti Kirjanpitolain muutokset -työryhmän ajalle 1.9.2013–30.11.2014. Työryhmän keskeiseksi tehtäväksi ase-

---

<sup>2</sup> Kauppa- ja teollisuusministeriö liitettiin osaksi työ- ja elinkeinoministeriötä 1.1.2008.



tettiin pieniä yrityksiä koskevan lainsäädännön päivittäminen uutta tilinpäätösdirektiiviä vastaavaksi. Työryhmä antoi mietintönsä 14.10.2014, jossa se ehdottikin pienen yrityksen määrittelyä uudelleen, edellä esitettyjen direktiivin maksimiarvojen mukaan. (TEM 48/2014)

Rahoituslaskelman julkistamisvelvollisuuden näkökulmasta nämä rajat olisivat kuitenkin merkityksettömiä. Työryhmän ehdotuksen mukaan rahoituslaskelmasta tulisi pakollinen osa tilinpäätöstä ainoastaan suuryrityksissä ja yleisen edun kannalta merkittävässä yhteisöissä. Suuryritykseksi katsottaisiin yritys, jolla vähintään kaksi seuraavista kolmesta raja-arvosta ylittyy tilinpäätöspäivänä: a) taseen loppusumma: 20 000 000 euroa b); liikevaihto: 40 000 000 euroa c); työntekijöitä tilivuoden aikana keskimäärin: 250. Yleisen edun kannalta merkittäviä yhteisöjä olisivat muun muassa arvopaperimarkkinalain mukaiset pörssiyhtiöt sekä sijoituspalvelulain, vakuutusyhtiölain ja vakuutusyhdistyslain mukaiset kirjanpitovelvolliset.

Konsernitilinpäätöksessä konsernin rahoituslaskelman olisivat velvollisia julkistamaan vain niin sanotut suurkonsernit ja konsernit, joissa jokin konserniyrityksistä on yleisen edun kannalta merkittävä yhteisö. Suurkonsernin rajat olisivat samat kuin suuryrityksen. Mietinnössä on määritelty pienet ja keskisuuret konsernit, jotka eivät ole velvollisia julkistamaan konsernin rahoituslaskelmaa. Ehdotetut muutokset toisivat siis raportointihelpotusta osalle konserneista nykyiseen lainsäädäntöön verrattuna, jossa konserneja ei ole eroteltu koon mukaan lainkaan.

Mikäli työryhmän ehdotukset siirretään lainsäädäntöön, tarkoittaisi se rahoituslaskelman julkistamisvelvollisuuden alarajojen moninkertaistamista nykyisiin verrattuna. Tämä vähentäisi merkittävästi tavalla niiden yritysten määrää, jotka ovat velvoitettuja julkistamaan rahoituslaskelman. Tulevaisuudessa rahoituslaskelman julkistamisen vapaaehtoisuus korostuisi siis selkeästi, koska lakivelvoite koskisi enää vain harvoja. Ehdotetut muutokset rahoituslaskelman julkistamisvelvollisuuteen ovat linjassa työryhmän muiden muutosehdotusten kanssa, joilla pienille kirjanpitovelvollisille halutaan antaa huomattavia raportointihelpotuksia työtaakan vähentämiseksi (TEM 48/2014).

### **3. AIEMPI TUTKIMUS**

Tässä luvussa käydään läpi aiempaa tutkimusta niistä tekijöistä, jotka selittävät vapaaehtoisia julkistuksia ja toisaalta niitä seurauksia, joita vapaaehtoisilla julkistuksilla on. Koska kassavirtoihin keskittyvää tutkimusta on niukasti, näkökulmaa on laajennettu soveltuvin osin myös muun taloudellisen informaation vapaaehtoiseen julkistamiseen. Lopuksi käsitellään kassavirtainformaation vapaaehtoisen julkistamisen yleisyyttä sekä taustatekijöitä, jotka ovat vaikuttaneet julkistamisen kehitykseen.

Rahoituslaskelman tai muiden julkistusten tekniseen sisältöön keskittyvää tutkimusta ei käsitellä, vaikka sitäkin on rahoituslaskelmasta toki tehty. Muutama tutkimus ansaitsee tämän tutkimuksen kannalta kuitenkin maininnan. Hagman (2007) tutki, mitkä eri tekijät selittävät suomalaisten listayhtiöiden tekemää valintaa rahoituslaskelman esitysmuodosta eli siitä, onko laskelma esitetty suorana vai epäsuorana. Kinnunen ja Koskela (1999) sekä Saarinen (2011) tutkivat, täsmäävätkö yritysten julkistamat rahoituslaskelmat niihin rahoituslaskelmiin, jotka on laadittu mekaanisesti samojen yritysten julkistamien taseiden, tuloslaskelmien ja liitetietojen pohjalta. Sekä Kinnusen ja Koskelan että Saarisen tutkimustulosten mukaan näiden kahden eri laskelman välillä löydettiin eroavaisuuksia rahoituslaskelmaan sisältyvien rahavirtojen välillä. Eroavaisuudet olivat muutamista prosenteista yli kymmeneen prosenttiin. Tutkimustulosten pohjalta voidaan sanoa, että vaikka rahoituslaskelman pystyy laskemaan muun tilinpäätöksen pohjalta, se todennäköisesti jokseenkin eroaa virallisesta kirjanpidon pohjalta laaditusta laskelmasta.

#### **3.1 Syitä vapaaehtoiseen julkistamiseen**

##### **3.1.1 Agenttiteoria**

Jensen ja Meckling (1976) määrittelivät agentti-päämiessuhteen sopimussuhteeksi, jossa päämies eli yrityksen omistustaho on työsopimuksella siirtänyt yritystä koskevan päätöksen agentille eli yrityksen johtajille. Jos sekä agentin että päämiehen oletetaan maksimoivan omaa hyötyään, on perusteltua olettaa, että näiden kahden tahon intressit eivät ole täysin yh-

teneväiset. Agentin ja päämiehen välillä vallitsee myös informaation epäsymmetriaa eli eroja tietämyksen tasossa yrityksen toiminnasta, koska agentti johtaa yritystä täyspäiväisesti, mutta päämies on vain passiivinen rahoittaja, jolla ei ole samanlaisia mahdollisuuksia yrityksen seuraamiseen.

Kilpailevista intresseistä ja informaation epäsymmetriasta seuraa agenttikustannuksia, joita ovat agentille lankeavat valvontakustannukset (*monitoring expenditures*) sekä päämiehelle lankeavat johdon sitouttamisen kustannukset (*bonding expenditures*), jotka voivat olla sekä rahamääräisiä että ei-rahamääräisiä. Lisäksi sellaisista agentin tekemistä päätöksistä, jotka eivät maksimoi päämiehen hyötyä, aiheutuu päämiehelle yrityksen arvon alentumisen myötä lisää tappioita (*residual loss*). Agenttikustannuksia voidaan pyrkiä minimoimaan, mutta niitä on yleisesti mahdotonta poistaa. (Jensen ja Meckling, 1976)

Myös vieraan pääoman rahoittajat kärsivät eroavista intresseistä ja informaation epäsymmetriasta toimivaan johtoon nähden, mikä aiheuttaa agenttikustannuksia. Sekä oman että vieraan pääoman käyttö aiheuttavat osittain samoja kustannuksia kuten valvontakustannuksia, mutta myös toisistaan eroavia kustannuksia. Vieraan pääoman rahoittajat käyttävät johdon päätöksenteon kontrolloimiseen esimerkiksi kovenantteja eli velkasopimusten erityisehtoja. Kovenanteista aiheutuu kuitenkin kustannuksia sekä niiden laatimisessa että yrityksen alentuneen kannattavuuden vuoksi, koska sopimusehdot saattavat rajoittaa johtoa tekemästä yritykselle edullisia liiketoimintapäätöksiä. Sekä oman että vieraan pääoman agenttikustannuksia voidaan pyrkiä alentamaan esimerkiksi tilintarkastuksella, erilaisilla kontrollijärjestelmillä, budjettirajoituksilla ja johdon oikeanlaisella palkitsemisella. Agenttikustannusten korkeus riippuu monista tekijöistä, ja niiden minimoimiseen tarvitaan ”ihmismielen nerokkuutta” sekä lainsäädäntöä suunniteltaessa että sopimuksia laadittaessa. (Jensen ja Meckling, 1976)

Useat tuoreemmat, jäljempänä tässä luvussa käsiteltävät tutkimukset (esim. Wang ja Husainey, 2013; Al-Shammari ja Al-Sultan, 2010; Leuz, 2000) ovat viitanneet Jensenin ja Mecklingin (1976) teoriaan, ja hyödyntäneet heidän esitystään etsiessään selitystä tutkimustuloksilleen. Lähtökohtana pidetään, että julkistamalla tietoa itsestään vapaaehtoisesti eli lisäämällä tiedon määrää markkinoilla, yritykset voivat alentaa agenttikustannuksiaan, koska rahoittajien mahdollisuudet seurata kohdeyrityksiään paranevat tällä. Yritykset pyrkivät vapaaehtoisilla julkistuksilla näin kaventamaan päämiehen ja agentin välistä informaation epäsym-

metriaa. Taustalla on ennen Jensenin ja Mecklingin teoriaa julkaistu Akerlöfin (1970) teoria, jonka mukaan pääomamarkkinat hinnoittelevat kaikki yritykset samanarvoisiksi, kun ne eivät pysty informaation epäsymmetrian vuoksi erittelemään ”hyviä” yrityksiä ”huonoista”. ”Hyvien” yritysten kannattaakin pyrkiä osoittamaan paremmuutensa, ja julkistaa positiivinen informaatio markkinoille. Paremman tietämystasonsa vuoksi sijoittajat voivat alentaa riskilisiään ja korjata ylöspäin tulevaisuuden tuottoennusteitaan kohdeyrityksistä, mikä alentaa pääoman kustannusta kyseisille yrityksille (esim. Merton, 1987; Barry ja Brown, 1985, 1986; Myers ja Majluf, 1984).

### 3.1.2 Kannattavuus

Vapaaehtoista julkistamista koskevassa tutkimuksessa on oltu kenties kaikkein kiinnostuneimpia selvittämään, vaikuttaako kannattavuus yritysten halukkuuteen julkistaa vapaaehtoisesti informaatiota itsestään. Tämä pätee sekä kassavirtainformaation julkistamista koskevaan tutkimukseen että julkistamistutkimukseen yleisesti. Signaaliteorian (*signaling theory*) mukaan hyvin menestyvät yritykset pyrkivät vapaaehtoisilla julkistuksilla levittämään positiivisia uutisia itsestään, jotta ne voisivat erottautua markkinoilla vähemmän menestyvistä ja tehdä itsestään houkuttelevampia sijoituskohteina. Toisaalta yrityksillä on lähtökohtaisesti kannustin jättää julkistamatta tai lykätä negatiivisten uutisten julkistamista, koska negatiiviset uutiset alentavat yritysten arvoa markkinoilla. (esim. Dye, 1985; Verrecchia, 1983) Tämä teoria on elänyt jo pitkään, ja valtaosassa tutkimuksista hypotesina on ollut, että kannattavat yritykset julkistavat enemmän informaatiota itsestään vapaaehtoisesti kuin vähemmän kannattavat.

Empiiriset tutkimustulokset kannattavuuden vaikutuksesta halukkuuteen julkistaa kassavirtainformaatiota vapaaehtoisesti ovat kuitenkin ristiriitaisia. Leuz (2000) tutki rahoituslaskelman vapaaehtoista julkistamista saksalaisissa listayhtiöissä vuosina 1992, 1994 ja 1996, jolloin laskelman julkistaminen ei ollut vielä pakollista. Hänen tutkimuksessaan tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota kannattavuuden ja rahoituslaskelman vapaaehtoisen julkistamisen välillä ei löytynyt, mikä ei tue signaaliteoriaa. Barackin (2012) tutkimuksessa kannattavuuden muutoksen ja kassavirtainformaation vapaaehtoisen julkistamisen välillä kroatialaisissa listayhtiöissä taas löytyi vuodelta 2011, mutta tulosten mukaan

kannattavuuden muutoksella ei ole suurentavaa tai pienentävää vaikutusta julkistamishalukkuuteen. Myöskään tämä ei tue teoriaa.

Adhikari ja Duru (2006) selvittivät suurten amerikkalaisten yritysten halukkuutta julkistaa tietoja vapaista kassavirroistaan vapaaehtoisesti osana tilinpäätöstä vuosina 1994–2004. Heidän tutkimustulostensa mukaan kannattavuudella ja vapaan kassavirran julkistamishalukkuudella on tilastollisesti merkitsevä negatiivinen yhteys. Sitä vastoin kassavirtojen positiivisuus kuitenkin nostaa halukkuutta julkistuksiin tulosten mukaan, mikä tukee tutkijoiden hypoteesia yritysten tavasta pyrkiä kiinnittämään sijoittajien huomio myönteisiin lukuihin. He spekuloidivat, että myönteisten kassavirtatietojen raportoinnilla pyritään lieventämään huonon suoriteperusteisen tuloksen vaikutusta sijoittajiin. Leuzin (2000), Barackin (2012) ja Adhikarin sekä Durun tutkimuksista mikään ei anna siis tukea signaaliteorialle kassavirtainformaation vapaaehtoisessa julkistamisessa.

Wasley ja Wu (2006) selvittivät kassavirtaennusteiden vapaaehtoista julkistamista osana lehdistötiedotteita, jotka oli julkistettu suurissa amerikkalaisissa talouslehdissä vuosina 1979–2003. Heidän tutkimustulostensa mukaan todennäköisyys, että yritys julkistaa kassavirtaennusteen on korkeampi, mikäli analyytikot ovat ennustaneet yrityksen tekevän tappiota kyseisellä ajanjaksolla tai yrityksen kassavirrat ovat käynnissä olevalla tulosjaksolla huomattavasti paremmat kuin edellisellä. Todennäköisyys kassavirtaennusteen julkistamiseen kasvoi myös, mikäli yritys oli julkistanut ennustettua paremman tai huonomman suoriteperusteisen tuloksen. Tutkijat analysoivat Adhikarin ja Durun (2006) tavoin, että yritykset pyrkivät kassavirtaennusteensa julkistamalla lieventämään huonoja tulosuutisia. He lisäsivät, että kassavirtaennusteilla saatetaan pyrkiä vahvistamaan myös hyvien tulosuutisten uskottavuutta.

Myös Wang ja Hussainey (2013) tutkivat vapaaehtoisia tuottoennusteita, kohdeyrityksinään Lontoon listayhtiöt vuosilta 1996–2007. Tutkimuksessa käytiin koneellisesti läpi noin 4600 vuosikertomusta, ja kukin niistä pisteytettiin sen mukaan, kuinka monta tuottoennusteita koskevaa lausetta vuosikertomukset sisälsivät. Tulosten mukaan kannattavuus korreloi negatiivisesti vapaaehtoisten tuottoennusteiden kanssa. Kummassakaan tuottoennusteita koskevassa tutkimuksessa ei saatu siis tukea signaaliteorialle. Wangin ja Hussaineyn tutkimuksen näkökulma oli toki hyvin erilainen, koska tutkimuskohteena olivat sanalliset tuottoennusteet,

eivät yksiselitteiset, numeeriset laskelmat. Tulee muistaa, että kysymyksessä olivat myös ennusteet, eivät toteutuneet tapahtumat.

Murcian ja dos Santosin (2012) tutkimustulosten mukaan kannattavuus oli taloudellisten tietojen vapaaehtoisen julkistamisen halukkuutta lisäävä tekijä brasilialaisissa listayhtiöissä vuosina 2006–08. Nämä taloudelliset tiedot käsittivät kaiken vuosikertomuksissa vapaaehtoisesti julkistetun tiedon yrityksen toimintaympäristöstä, operatiivisesta toiminnasta, strategiasta ja rahoituksesta, mukaan lukien kassavirtatiedot.<sup>3</sup> Vastaavaan tutkimustulokseen vastaavalla tavalla toteutetuissa tutkimuksissa kiinalaisista listayhtiöistä vuosilta 2005 ja 2006 päätyivät Wang et al. (2008) ja Lan et al. (2013). Tutkimustulokset tukevat signaaliteoriaa. Myös Iatridisin ja Alexakisin (2012) tutkimustulokset kreikkalaisista listayhtiöistä vuosilta 2006–09 tukevat teoriaa, koska he löysivät kannattavuuden ja vapaaehtoisten vuosikirjajulkistusten väliltä positiivisen korrelaation. Tutkijat analysoivat, että yritykset haluavat hyvillä tulosuutisilla antaa positiivisen kipinän pörssikurssilleen sekä kuvan osaavasta yritysjohdosta markkinoille.

Toisaalta Eng ja Mak (2003) eivät vastaavalla tutkimusmenetelmällä löytäneet korrelaatiota kannattavuuden ja vapaaehtoisten vuosikertomusjulkistusten välillä singaporelaisista listayhtiöistä vuodelta 1995. Myöskään Meek et al. (1995) eivät löytäneet tilastollista yhteyttä näiden kahden tekijän välillä amerikkalaisista, isobritannialaisista ja mannereurooppalaisista monikansallisissa yrityksistä vuodelta 1989.

Kaiken kaikkiaan signaaliteorialle löytyy empiirisestä tutkimuksesta siis sekä teoriaa puoltavia että sitä vastaan olevia tuloksia. Suuressa kuvassa näyttääkin, että kannattavuus ei ole yksiselitteinen tekijä vapaaehtoisen julkistamisen selittämisessä. Näiden kahden yhteys täytyy arvioida tapauskohtaisesti yritysten toimintaympäristö ja julkaistavan informaation luonne huomioon ottaen.

---

<sup>3</sup> Kunkin informaatio-osa-alueen alakohdat (esim. kassavirtaennuste) oli pisteytetty dummymenetelmällä joko arvolla 1 tai riippuen siitä, löytyikö kyseisen osa-alueen tieto kohdeyrityksen vuosikertomuksesta (1) vai ei (0). Osa-alueiden kokonaispistemäärä oli selitettävänä muuttujana tilastoanalyysissä. Menetelmä on tyypillinen vapaaehtoisten julkistusten laajuutta koskevassa tutkimuksessa.

### 3.1.3 Yrityksen koko

Yrityksen koko on kannattavuuden ohella keskeisimpiä mittareita, joiden vaikutusta vapaaehtoiseen julkistamiseen on tutkittu. Leuzin (2000) tutkimustulosten mukaan koko oli rahoituslaskelman vapaaehtoista julkistamista lisäävä tekijä vuosina 1994 ja 1996, mutta ei vuonna 1992. Hän arvioi, että koon vapaaehtoisia julkistuksia lisäävään vaikutukseen on kolme selitystä. Ensinnäkin, suurilla yrityksillä tiedon tuottamisen ja jakamisen kustannukset suhteessa yrityksen kokoon ovat alhaisemmat kuin pienissä yrityksissä. Yrityksen voidaan ajatella saavuttavan siis skaalaetuja koon myötä. Toiseksi, mitä suurempi yritys on, sitä kiinnostuneempia sijoittajat ja analyytikot siitä todennäköisesti ovat. Tässä tilanteessa informaation jakaminen julkisesti virallisia tiedotuskanavia pitkin käy yritykselle halvemmaksi kuin tiedon toimitaminen erikseen kullekin sidosryhmälle. Kolmanneksi, suurilla yrityksillä on todennäköisesti enemmän ulkomaisia sijoittajia ja siten suurempi paine kansainvälisten tilinpäätöskäytäntöjen noudattamiseen. Viimeisimmällä kohdalla Leuz viittasi siihen, että kansainvälinen sääntely ohjasi merkittävästi saksalaisen sääntelyn kehittymistä vuosina 1993–95.

Leuzin (2000) ohella esimerkiksi Premuroso ja Bhattacharya (2008) sekä Firth (1979) nostivat esiin argumentit suurten yritysten paremmista resursseista julkistaa informaatiota ja jakaa sitä sidosryhmille. Samoin pääomamarkkinoiden suurempi kiinnostus ja paine isoja yrityksiä kohtaan on ollut useasti esillä tutkimuskirjallisuudessa (esim. Premuroso ja Bhattacharya, 2008).

Al-Shammari ja Al-Sultan (2010) argumentoivat agenttiteorian mukaisesti, että suurissa yrityksissä informaation epäsymmetriat johdon ja omistuksen välillä ovat suuremmat kuin pienissä yhtiöissä, minkä vuoksi niiden voidaan odottaa julkistavan enemmän tietoa vapaaehtoisesti pienentääkseen tätä epäsymmetriaa. He lisäsivät, että suuryritykset ovat myös pieniä alttiimpia sääntelylle ja valvonnalle kuten kilpailuvalvonnalle. Muutoinkin suuryrityksiä seurataan pieniä tarkemmin sosiaalisten ja yhteiskunnallisten velvoitteiden noudattamisessa (ma). Tutkimuskirjallisuudessa (esim. McKinnon ja Dalimunthe, 1993; Wagenhofer, 1990) tällaisia kustannuksia kutsutaan yleisesti poliittisiksi kustannuksiksi. Minimoidakseen niitä eli parantaakseen mainettaan ja pienentääkseen esimerkiksi todennäköisyyttä viranomaisten väliintulosta, suuryritysten voidaan odottaa julkistavan vapaaehtoisesti tietoja itsestään pieniä yrityksiä todennäköisemmin. (ma.) Barack (2012) lisäsi, että suurempien yritysten liike-

toiminta on monimutkaisempaa, mikä lisää sidosryhmien kiinnostusta niiden toimintoja ja erityisesti maksuvalmiutta kohtaan.

Barackin (2012) tutkimuksessa koon ja kassavirtatietojen vapaaehtoisen julkistamisen välistä tilastollista yhteyttä ei kuitenkaan löytynyt kroatialaisissa listayhtiöissä, mikä oli odotusten vastaista. Sen sijaan Adhikarin ja Durun (2006) tutkimustulosten mukaan tietoja vapaista kassavirroistaan vapaaehtoisesti julkistaneet olivat keskimäärin suurempia kuin ne, jotka eivät julkistaneet niitä. Myös Wasleyn ja Wun (2006) tutkimustulosten mukaan yrityksen koko oli kassavirtaennusteiden vapaaehtoisen julkistamisen alttiutta lisäävä tekijä. Molemmissa tutkimuksissa kohteena olivat suuret amerikkalaiset yhtiöt.

Kassavirtainformaation julkistamista koskevan tutkimuksen ohella samanlaisia tutkimustuloksia on saatu muun taloudellisen informaation vapaaehtoista julkistamista koskevassa tutkimuksessa. Eng ja Mak (2003) löysivät positiivisen korrelaation vuosikertomusten vapaaehtoisten tietojen määrän ja yritysten koon välillä singaporelaisissa listayhtiöissä, samoin kuin Wang et al. (2008) ja Lan et al. (2013) kiinalaisista listayhtiöistä. Samaan tulokseen päätyivät Al-Shammari ja Al-Sultan (2010) kuwaitilaisissa listayhtiöissä sekä Meek et al. (1995) amerikkalaisissa, isobritannialaisissa ja mannereurooppalaisissa monikansallisissa yrityksissä. Kaikissa näistä tutkimuksista julkaistun tiedon määrää on mitattu samanlaisella pisteytysmenetelmällä kuin Murcian ja dos Santosin (2012) tutkimuksessa, joka selostettiin tarkemmin kappaleessa 3.1.2. Murcia ja dos Santos eivät omassa tutkimuksessaan kuitenkaan löytäneet korrelaatiota yrityskoon ja vapaaehtoisen julkistamisen välillä brasilialaisissa listayhtiöissä.

Tuottoennusteita julkistettaessa yrityksen koko oli julkistamisalttiutta lisäävä tekijä lontoolaisissa listayhtiöissä Wang ja Hussaineyn (2013) tutkimustulosten mukaan. Samaan tapaan, yrityksen koko todettiin kreikkalaisissa listayhtiöissä vapaaehtoisten tilinpäätöstietojen määrää lisävääksi tekijäksi (Iatridis ja Alexakis, 2012).

Esitettyjen tutkimustulosten valossa yrityskoolla näyttäisi olevan siis positiivinen, joskaan ei poikkeukseton yhteys vapaaehtoiseen julkistamiseen. Jos kannattavuuden vaikutusta julkistamishalukkuuteen voidaan pitää monitahoisena ilmiönä, koko vaikuttaa yksiselitteisemmältä tekijältä.



### 3.1.4 Vakavaraisuus

Vakavaraisuus on ollut yksi keskeinen kiinnostuksen kohde vapaaehtoista julkistamista koskevassa tutkimuksessa. Leuzin (2000) mukaan velkaan liittyvät agentti-päämieskustannukset nousevat todennäköisesti velkamäärän kasvaessa. Tällä hän viittasi yrityksen johdon ja sen velkojien väliseen informaation epäsymmetriaan, mikä aiheuttaa yritykselle kustannuksia. Leuz kutsui näitä kustannuksia informaatiokustannuksiksi. Hänen mukaansa näitä kustannuksia voi pyrkiä alentamaan vapaaehtoisilla julkistuksilla. Hän kuitenkin lisäsi, että kotimaassaan Saksassa joukkovelkakirjamarkkinat ovat kehittymättömät. Pankit ovat Saksan taloudessa yrityksiä tärkein luotonlähde, ja niille kassavirtainformaatiota voi välittää muilla keinoin kuin vuosikertomuksen välityksellä, mikä vähentää tarvetta vapaaehtoisille julkistuksille osana vuosikertomusta. Leuzin analyysi Saksan pääomamarkkinoista koskee 1990-luvun jälkipuoliskoa, mutta tilanteen voidaan katsoa olevan edelleen sama (esim. Antoniou et al., 2008). Leuzin analyysiä voi varsin hedelmällisesti soveltaa myös Suomen yrityskenttään, koska Suomi on pankkikeskeinen talous (Finanssialan Majakka 5/2014).

Leuz (2000) lisäsi, että velan suhteellisen osuuden kasvaessa ulkopuolisen osakeomistuksen voidaan olettaa olevan pienempi kuin matalasti velkaantuneessa yrityksessä, *ceteris paribus*. Näin osakeomistus ei ole yhtä laajalle levinnyt, eikä sen merkitys ole yrityksen rahoituksessa yhtä merkittävä kuin matalasti velkaantuneessa yrityksessä. Tämä pienentää omasta pääomasta johtuvia informaatiokustannuksia, mikä toimii vastapainona vieraan pääoman käytöstä johtuvien informaatiokustannusten kasvuun. Leuz arvioi, että velkaantuneisuuden yhteys rahoituslaskelman vapaaehtoiseen julkistamiseen on monitahoinen ja vaikeasti ennakoitava asia. Hän löysi tilastollisesti merkitsevän positiivisen yhteyden näiden kahden mittarin väliltä ainoastaan vuodelta 1996 – ei vuosilta 1992 tai 1994. Hänen mukaansa tulos tukee lopultaan agenttiteorian mukaista päättelyä, jonka mukaan velkaantuneet yritykset haluavat kaventaa johdon ja velkojien välistä informaation epäsymmetriaa ja pienentää näin informaatiokustannuksiaan – Jensenin ja Mecklingin (1976) terminologialla agenttikustannuksia.

Myös Wang ja Hussainey (2013) uskoivat yritysten pyrkivän pienentämään vapaaehtoisilla julkistuksilla agenttikustannuksiaan. He löysivätkin positiivisen tilastollisen yhteyden tuottoennusteiden ja velkaantuneisuuden välillä suurissa isobritannialaisissa yrityksissä. Adhikari ja Duru (2006) löysivät positiivisen tilastollisen yhteyden vapaan kassavirran julkistusten ja

velkaantuneisuuden välillä amerikkalaisissa suurissa yhtiöissä. Heidän päätelmänsä tästä tuloksesta on samansuuntainen kuin Leuzin (2000) sekä Wangin ja Hussaineyn, mutta he painottivat asiaa hieman toisesta näkökulmasta: he uskoivat yritysten haluavan kiinnittää sijoittajien huomion kassavirtatietoihin silloin, kun muut tunnusluvut ovat heikommat.

Eng ja Mak (2003) olivat eri linjoilla kuin Leuz (2000) velkaantuneisuuden vaikutuksesta vapaaehtoiseen julkistamiseen. He perustelivat, että johdon ja velkojien välistä informaatiokulua, joka aiheuttaa kustannuksia, pyritään kaventamaan pikemminkin kovenanteilla kuin vapaaehtoisilla tilinpäätösjulkistuksilla. Leuz toki myönsi, että varsinkin pankkikeskeisessä rahoitusjärjestelmässä julkinen tiedottaminen ei ole ainoa käyttökelpoinen vaihtoehto informaation välittämiseen velkojille, kuten edellä on kuvattu. Kovenantit ja vapaaehtoiset julkistukset eivät toisaalta välttämättä sulje toisiaan pois – pikemminkin päinvastoin – kuten Murcia ja dos Santos (2012) esittivät. Heidän hypoteesinsa mukaan velkaantuneisuus ja taloudellisten tietojen vapaaehtoinen julkistaminen vuosikertomuksessa korreloivat positiivisesti keskenään.

Murcian ja dos Santosin (2012) tutkimustulokset brasilialaisista listayhtiöissä tukivat heidän hypoteesiaan, samoin kuin Lan et al. (2013) tulokset kiinalaisista listayhtiöistä ja Iatridisin ja Alexakis (2012) tulokset kreikkalaisista listayhtiöistä. Toisaalta Engin ja Makin tutkimustulokset singaporelaisissa listayhtiöissä tukivat heidän omaa hypoteesiaan velkaantuneisuuden ja vapaaehtoisten julkistusten välisestä negatiivisesta korrelaatiosta. Tämän hypoteesin mukainen, negatiivinen korrelaatio saatiin myös amerikkalaisissa, isobritannialaisissa ja manereurooppalaisissa monikansallisissa yhtiöissä (Meek et al., 1995).

Berglöf ja Pajuste (2005) ennakoivat puolestaan, että velkaantuneet yritykset julkistavat yleisesti vähemmän tietoa itsestään vapaaehtoisesti, koska eivät halua levittää epäedullista tietoa markkinoille. He perustelivat, että julkistaminen on myös suora kustannuserä, josta voi säästää, mikäli julkistusta ei tee. Berglöf ja Pajuste eivät kuitenkaan löytäneet tilastollisesti merkitsevää yhteyttä velkaantuneisuuden ja vuosikertomusten informaatiomäärän<sup>4</sup> välillä itäisen Keski-Euroopan listayhtiöistä vuodelta 2003. Myöskään Al-Shammari ja Al-Sultan (2010)

---

<sup>4</sup> Tutkimuksessa tutkittiin sekä vapaaehtoisen että lailla säädetyn informaation määrää yritysten tilinpäätöksissä.

eivät löytäneet tätä korrelaatiota kuwaitilaisissa listayhtiöissä, eivätkä Wang et al. (2008) kii-nalaisissa listayhtiöissä.

Velkaantuneisuuden ja vapaaehtoisen julkistamisen yhteys vaikuttaa edellä esitetyn tutki-muksen perusteella monimutkaiselta. Kassavirtainformaation julkistamiseen keskittyvässä tutkimuksessa tulokset ja argumentit puhuvat kuitenkin varsin uskottavasti velkaantunei-suuden ja vapaaehtoisen julkistamishalukkuuden välisen positiivisen korrelaation puolesta. Velkaantuneet yritykset näyttävät olevan kärkkäämpiä julkistamaan kassavirtatietojaan markkinoille.

### **3.1.5 Toimiala**

Toimialalla ei näytä olevan merkittävää vaikutusta kassavirtainformaation vapaaehtoiseen julkistamiseen. Wasleyn ja Wun (2006) tutkimuksessa kassavirtaennusteita annettiin varsin tasaisesti kultakin alalta. Myös Adhikarin ja Durun (2006) tutkimustulosten mukaan vapaan kassavirran tietoja annettiin toimialasta riippumatta hyvin tasaisesti. Pienenä poikkeuksena olivat rahoituspalvelut, joita tarjoavat yritykset julkaisivat vähemmän kuin muut; rahoitus-palveluyritysten osuus otoksesta oli 17,2 prosenttia, mutta kyseisen yritysjoukon julkistusten osuus kaikista oli vain yhdeksän prosenttia. Leuzin (2000) tutkimissa saksalaisissa listayhti-öissä alakohtaisia eroja ei löytynyt. Tutkijat eivät esittäneet erityisiä syitä sille, että alakohtai-sia eroja ei löytynyt.

Muun tiedon kuin pelkän kassavirtainformaation julkistamisessa toimialojen välillä sen sijaan on löydetty eroavaisuuksia. Al-Shammarin ja Al-Sultanin (2010) tutkimustulosten mukaan kiinteistöalalla toimivat yritykset julkistavat keskimäärin enemmän tietoa vapaaehtoisesti vuosikertomuksissaan kuin muut yritykset Kuwaitin pörssissä. Meek et al. (1995) tutkimuk-sessa metalli- ja öljy-yritykset julkistivat enemmän taloudellista tietoa vapaaehtoisesti vuosi-kertomuksissaan kuin muut yhtiöt. Tutkimuskohteena olivat eurooppalaiset ja amerikkalaiset monikansalliset yritykset. Myös Murcian ja Santosin (2012) tutkimustulosten mukaan sähkö- ja energiayhtiöt julkistivat vuosikertomuksissaan enemmän taloudellista informaatiota kuin muut Brasiliassa listatut yritykset.

Meek et al. (1995) arvioivat, että korkean teknologian yrityksillä, joissa tutkimus ja tuotekehitys näyttelevät suurta roolia, on yleisesti suurempi kannustin olla julkistamatta tietoa kuin muilla yrityksillä. Tutkijat viittasivat tällä kilpailukustannuksiin (*proprietary costs*), jotka vaihtelevat aloittain. Murcia ja dos Santos (2012) taas spekuloivat, että energia-alan voimakkaampi, joskin silti suosituksenluontoisen julkistamissääntely Brasiliassa on keskeisin syy korkeamassa julkistamisaktiivisuudessa paikallisissa yrityksissä.

Wangin ja Hussaineyn (2013) tutkimustulosten mukaan teknologiayritykset julkistavat vähemmän tuottoennusteita kuin muut yritykset Lontoon pörssissä, mikä on linjassa Meek et al. (1995) arvion kanssa tuotekehitysvetoisten alojen matalammasta julkistamishalukkuudesta. Toisaalta Wangin ja Hussaineyn tutkimustulosten mukaan öljy- ja kaasuyritykset julkistivat vähemmän tuottoennusteita kuin muut, mikä on ristiriidassa Meek et al. sekä Murcian ja dos Santosin (2012) tutkimustulosten kanssa.

Yllä olevissa tutkimuksissa on usein löydetty siis yksi tai kaksi toimialaa, joiden yritykset ovat alttiimpia julkistamaan tietojaan vapaaehtoisesti kuin muiden alojen yritykset. Kassavirtainformaation julkistamiseen keskittyvässä tutkimuksessa alakohtaisia eroja ei ole juuri löydetty. Julkistettavan informaation laadulla lieneekin suuri merkitys alakohtaisia eroja vertailtaessa.

### **3.1.6 Tilintarkastaja**

Jensen ja Meckling (1976) luokittelivat tilintarkastajan osaksi yritysjohdon valvontaa, jolla johdon opportunistista käyttäytymistä voidaan ehkäistä, ja siten pienentää agenttikustannuksia. Tilintarkastajalla uskotaan olevan vaikutusta yrityksen julkistamispolitiikkaan. (Al-Shammari ja Al-Sultan, 2010; Leuz, 2000). Leuz uskoi "Big Six" -yritysten eli kuuden silloisia tilintarkastusmarkkinoita hallinneen yrityksen tehneen strategisen päätöksen kannustaa asiakkaitaan noudattamaan mahdollisimman pitkälti kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja, joissa julkistamisen ala on laaja. Siten hän uskoi, että "Big Six" -yritysjoukon asiakkaisiin kuuluvat yritykset julkistavat todennäköisemmin rahoituslaskelman vapaaehtoisesti kuin muiden tilintarkastusyhteisöjen asiakkaat.

Nykypäivänä kansainväliset tilintarkastusmarkkinat ovat hyvin pitkälti neljän suuren tilintarkastusyhteisön hallussa, joista puhutaan "Big Four" -yrityksinä. Lan et al. (2013), Murcia ja

dos Santos (2012) sekä Wang et al. (2008) uskoivat Leuzin (2000) tavoin, että suurimpien tilintarkastusyhteisöjen eli nykyisen "Big Four" -yritysjoukon asiakkaat ovat alttiimpia julkistamaan enemmän tietoja itsestään vapaaehtoisesti kuin muiden tilintarkastusyhteisöjen asiakkaat. Tätä perusteltiin sillä, että suuret ja kansainväliset tilintarkastusyhteisöt haluavat suojella mainettaan edellyttämällä asiakkailtaan laaja-alaisia julkistuksia. Murcia ja dos Santos lisäsivät, että kannustamalla asiakkaitaan julkistamaan mahdollisimman paljon tietoa, tilintarkastajat suojautuvat samalla mahdollisia syytöksiä vastaan, mikäli käy ilmi, että jotain tärkeää tietoa ei ole julkistettu markkinoille. Tutkijat viittasivat erityisesti 2000-luvun alussa Yhdysvalloissa tapahtuneeseen Enron-skandaaliin, jossa suurta tilintarkastusyhteisöä Arthur Andersenä pidettiin osasyllisenä siihen, että markkinat eivät tunnistaneet Enronin julkistaman informaation ala-arvoista laatua.

Sekä Leuzin (2000) tutkimustulokset saksalaisista että Murcian ja dos Santosin (2012) tulokset brasilialaisista listayhtiöistä antoivat viitteitä siitä, että tilintarkastajalla on vaikutusta yritysten julkistamispolitiikkaan. Kummassakaan tutkimuksessa ei kuitenkaan aivan saavutettu perinteisiä tilastollisen merkitsevyyden rajapyykkejä, joten tuloksia tulee tulkita varoen. Myöskään Engin ja Makin (2003) tutkimuksessa singaporelaisista listayhtiöistä sekä Al-Shammarin ja Al-Sultanin (2010) tutkimuksessa kuwaitilaisista listayhtiöistä vapaaehtoisten tietojen julkistamisen ja tilintarkastajan välillä ei löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä, joskin myös heidän tuloksensa viittaavat heikkoon positiiviseen korrelaatioon "Big Four" -asiakkuuden ja vapaaehtoisten julkistusten välillä.

Ainoastaan Iatridis ja Alexakis (2012) kreikkalaisissa listayhtiöissä ja Wang et al. (2008) kiinalaisissa listayhtiöissä löysivät vahvaa tilastollista näyttöä sille, että "Big Four" -yritysten asiakkaat julkistavat enemmän tietoa vapaaehtoisesti osana tilinpäätöksiään. Sen sijaan Lan et al. (2013) tutkimustulosten mukaan "Big Four" -asiakkuuden ja vapaaehtoisten julkistusten välinen korrelaatio on negatiivinen. He arvioivat yhtenä syynä, että "Big Four" -yritykset ovat muita seuratumpia, ja tekevät vapaaehtoisia julkistuksia muita kanavia kuin tilinpäätöstä käyttäen.

Tilintarkastajan vaikutus yritysten julkistamispolitiikkaan on edellä esitettyjen tutkimustulosten perusteella epäselvä. Ne antavat kuitenkin heikkoa tukea sille lähtökohdalle, että suurten

tilintarkastusyhteisöjen asiakkaat ovat alttiimpia tekemään vapaaehtoisia julkistuksia kuin muiden tilintarkastusyhtyritysten asiakkaat.

### 3.1.7 Omistajat

Yrityksen omistajien vaikutusta vapaaehtoisiin julkistuksiin on tutkittu, joskaan ei allekirjoitaneen tietämyksen mukaisesti kassavirtainformaatioon keskittyvässä tutkimuksessa. Muuhun tutkimukseen perehdyttäessä Engin ja Makin (2003) sekä Wangin ja Hussaineyn (2013) tutkimustulosten mukaan yrityksen johtohenkilöiden omistusosuus yrityksestä ja vapaaehtoisten julkistusten määrä korreloivat negatiivisesti keskenään. Edellä mainitussa tutkimuksessa tutkittiin singaporelaiset listayhtiöiden julkistuksia osana vuosikertomuksia ja jälkimmäisessä lontoolaisten listayhtiöiden vapaaehtoisia tuottoennusteita.

Wang ja Hussainey (2013) perustelivat tutkimustulostaan erityisesti ”vallihautateorialla” (*management entrenchment theory*), jonka mukaan johto pyrkii maksimoimaan informaatioylikyvönsä muihin tahoihin verrattuna rajoittamalla relevantin tiedon saatavuutta markkinoilla. Eng ja Mak (2003) nostivat esiin agenttiteorian ja totesivat, että vapaaehtoisille julkistuksille ei ole yhtä suurta tarvetta, mikäli omistajia työskentelee yrityksen johdossa. Tässä ajattelussa vapaaehtoiset julkistukset ovat tapa pienentää johdon ja omistajien välistä informaation epäsymmetriaa. Mikäli johtoon ja omistukseen kuuluu osittain samoja tahoja, tämä epäsymmetria ei ole yhtä suuri kuin tilanteessa, jossa johto ja omistus ovat täysin hajautuneita. Tällöin julkistuksiakaan ei tarvita yhtä paljon.

Myös omistuksen hajautuneisuudella voi olla vaikutusta vapaaehtoisten julkistusten määrään. Iatridisin ja Alexakis (2012) tutkimuksessa kreikkalaisista listayhtiöistä vuosilta 2006–09 selvisi, että konserneissa vähemmistöosuus ja vapaaehtoiset julkistukset korreloivat positiivisesti keskenään. McKinnonin ja Dalimunthen (1993) tutkimuksessa vapaaehtoisesta segmenttiraportoinnista australialaisissa listayhtiöissä vuodelta 1984 päädyttiin samaan positiiviseen korrelaatioon vähemmistöosuuden ja julkistusten välillä. Iatridis ja Alexakis arvioivat tuloksen johtuvan siitä, että konsernit haluavat tyydyttää laajemmalla tiedottamisella vähemmistöomistajien tiedonhalun paremmin. McKinnon ja Dalimunthe lisäsivät, että relevantin tiedon pimentämisestä vähemmistöomistajilta voi koitua juridisia seurauksia emoyhtiöille, mikä toimii kannustimena laaja-alaisempaan julkistamiseen.

Eng ja Mak (2003) taas odottivat negatiivista korrelaatiota suuromistajien<sup>5</sup> määrän ja vapaaehtoisten julkistusten välillä, koska valvontaa ei oletettavasti tarvittaisi tällaisissa yrityksissä yhtä paljoa kuin yrityksissä, joissa omistus on enemmän hajallaan. Korrelaatiota ei kuitenkaan löytynyt. Positiivista korrelaatiota he taas odottivat julkistusten määrän ja valtion omistusosuuden välillä, koska valtion omistusintressit yhtiöissä saattavat olla strategisia eivätkä lainkaan perinteisten voittoa tavoittelevien osakkeenomistajien intressien kanssa yhteneviä. Tämä lisää tarvetta viestinnälle vapaaehtoisten julkistusten kautta. Lisäksi valtio-omisteisten yritysten on todennäköisesti muita yrityksiä helpompi saada rahoitusta, ja ne ovat vähemmän alttiita yritysvaltauksille, joten niillä ei ole yhtä suurta kannustinta jättää negatiivista informaatiota julkistamatta. Valtion omistusosuuden ja vapaaehtoisten julkistusten välillä löydettiin positiivinen korrelaatio. (ma.)

Tutkimus on näyttänyt että omistuksella voi olla vaikutusta yritysten julkistamispolitiikkaan. Omistus on kuitenkin hyvin moniulotteinen tekijä, ja sitä voidaan mitata niin osakkeenomistajien lukumäärässä, vähemmistöosuuksissa kuin omistajien ominaispiirteissä. Monella eri tekijällä voi olla merkitystä julkistamisratkaisuisissa, joten omistuksen vaikutus lienee tarpeellista arvioida aina tapauskohtaisesti.

### 3.1.8 Muita syitä

Kannattavuus, koko ja vakavaraisuus ovat tekijöitä, joiden vaikutusta vapaaehtoiseen julkistamiseen on tutkittu kenties eniten. Myös yrityksen toimialan, tilintarkastajan ja omistajien vaikutus on ollut tapetilla. Motiiveja julkistamiseen on kuitenkin lukusia; tässä alakappaleessa käydään jäljelle jääneistä tekijöistä ne, jotka ovat tämän tutkimuksen kannalta keskeisimmät. Käsittelyyn nostetaan kasvumahdollisuuksien, pääomavaltaisuuden (*capital intensity*) ja maksuvalmiuden vaikutus vapaaehtoiseen julkistamiseen. Lopuksi pohditaan myös julkistamis päätöksen juridisia elementtejä sekä rahoituslaskelman käyttökelpoisuutta yrityksen sisäisen päätöksenteon työkaluna. Nämä viisi tekijää saattavat kaikki osaltaan vaikuttaa siihen, julkistaako yritys rahoituslaskelmansa vai ei.

---

<sup>5</sup> *Blockholder owner*, tässä siis suuromistaja, jonka hallussa on yli 5 prosenttia kohdeyhtiön osakkeista.

## ***Kasvumahdollisuudet***

Yrityksen kasvumahdollisuudet ovat potentiaalinen tekijä selittämään sen halukkuutta tehdä julkistuksia vapaaehtoisesti. Kasvuyrityksissä informaation epäsymmetria omistajien ja johdon välillä on lähtökohtaisesti suurempi kuin yrityksissä, jotka eivät kasva (esim. Core, 2001; Gaver ja Gaver, 1993; Smith ja Watts, 1992). Pientääkseen tätä epäsymmetriaa kasvuyritysten voidaan odottaa julkistavan enemmän tietoa kuin muut (Eng ja Mak, 2003; Core 2001). Samalla logiikalla Murcian ja dos Santosin (2012) sekä Iatridisin ja Alexakisin (2012) mukaan yritysten, joilla on kasvupotentiaalia, voidaan odottaa lisäävän toimintansa läpinäkyvyyttään vapaaehtoisilla julkistuksilla, jotta ne olisivat houkuttelevampia sijoittajille. Näin yrityksillä on paremmat mahdollisuudet saada rahoitusta ja realisoida kasvupotentiaaliaan.

Eng ja Mak (2003) eivät löytäneet tilastollista yhteyttä kasvuodotusten<sup>6</sup> ja julkistusaktiivisuuden välillä singaporelaisissa listayhtiöissä, eivätkä Berglöf ja Pajuste (2005) itäisen Keski-Euroopan listayhtiöissä. Sen sijaan Iatridisin ja Alexakisin (2012) tutkimustulosten mukaan kasvuodotukset olivat julkistamisaktiivisuutta lisäävä tekijä kreikkalaisissa listayhtiöissä. Murcia ja dos Santos (2012) eivät tutkineet varsinaisesti kasvuodotuksia vaan realisoitunutta kasvua, jonka mittarina he käyttivät liikevaihdon suhteellista muutosta. Tilastollista yhteyttä kasvun ja julkistusten välillä ei kuitenkaan löytynyt brasilialaisissa listayhtiöissä. Kasvuodotukset tai nykyinen kasvu eivät vaikuta näiden tutkimustulosten perusteella erityisen merkittäville tekijöille halukkuudessa tehdä vapaaehtoisia julkistuksia.

## ***Pääomavaltaisuus***

Pääomavaltaisuudella (*capital intensity*) viitataan siihen, kuinka paljon käyttöomaisuutta yrityksen liiketoiminta edellyttää. Sitä voidaan mitata esimerkiksi pysyvien vastaavien suhteellisenä osuutena koko taseesta (Leuz, 2000) tai koneiden, laitteiden ja rakennusten suhteellisenä osuutena liikevaihdosta (Wasley ja Wu, 2006). Leuz arvioi, että pääomavaltaisuus-

---

<sup>6</sup> Eng ja Mak, Berglöf ja Pajuste sekä Iatridis ja Alexakis käyttivät kasvuodotusten indikaattorina P/B-lukua, P/E-lukua tai vastaavista tunnusluvuista muodostettua yhdistelmää. P/B-luvut ja vastaavat tunnusluvut kuvaavat osakemarkkinoiden odotuksia yritysten tulontuottamiskykyä kohtaan. Tutkimuksissa korkeampi P/B-luku tulkittiin positiiviseksi kasvuodotukseksi, mihin tulisi suhtautua myös kriittisesti, koska tunnuslukuun vaikuttavat monet muutkin tekijät kuin puhdas kasvu.



della on suurentavaa vaikutusta yritysten halukkuuteen julkistaa rahoituslaskelma vapaaehtoisesti, koska korkeammat pääomamenot viittaavat suurempaan rahoitustarpeeseen. Tällöin yrityksillä on suurempi kannustin julkistaa informaatiota rahoittajille. Toisekseen, pysyvien vastaavien korkea suhteellinen osuus muihin varoihin verrattuna viittaa korkeampiin alalle siirtymisen kustannuksiin (*entry barriers*), koska liiketoiminnan aloittaminen edellyttää suurempia investointeja. (ma.) Kun alalle siirtymisen kustannukset ovat korkeita, kyseisen alan yrityksillä ei ole yhtä suurta kannustinta pidättää tietoa pelkästään siksi, että niiden tarvitsisi pelätä kilpailijoiden siirtyvän samalle alalle julkistetun tiedon avulla.

Leuzin (2000) tutkimustulosten mukaan pääomavaltaisuus ja rahoituslaskelman julkistaminen vapaaehtoisesti olivat positiivisessa, tilastollisesti merkitsevässä yhteydessä saksalaisissa listayhtiöissä vuonna 1996, joskaan eivät vuosina 1994 tai 1992, jolloin rahoituslaskelmat eivät olleet vielä yleistyneet kansainvälisissä yrityksissä. Myös Wasleyn ja Wun (2006) tutkimustulosten mukaan pääomavaltaisuus oli kassavirtatietojen julkistamishalukkuutta lisäävä tekijä suurissa amerikkalaisyrityksissä, joskin eroavaa oli se, että heidän tutkimuksessaan selvitettiin yritysten halukkuutta julkistaa kassavirtaennusteita eikä historiatietoja kassavirroista. Adhikarin ja Durun (2006) tutkimustulosten mukaan pääomamenojen suuruus ja halukkuus julkistaa historiatietoja vapaista kassavirroista eivät korreloineet keskenään suurissa amerikkalaisyrityksissä. Pääomamenoilla (*capital expenditure*) tarkoitetaan tässä rahavaroja, jotka yritys käyttää fyysisen pääoman kuten rakennusten ja koneiden hankkimiseen tai ylläpitämiseen.

Tutkimustulosten perusteella voidaan sanoa, että pääomavaltaisuudella voi olla positiivinen korrelaatio kassavirtainformaation vapaaehtoiseen julkistamiseen. Yksi kolmesta tutkimuksesta ei kuitenkaan tue tätä korrelaatiota.

### ***Maksuvalmius***

Maksuvalmiuden vaikutusta kassavirtatietojen vapaaehtoiseen julkistamiseen on tutkittu yllättävän vähän. Yllättävää tässä on se, että kassavirrat ovat hyvin kiinteässä yhteydessä yrityksen maksuvalmiuteen, jota arvioitaessa ollaan nimenomaan kiinnostuneita yrityksen mahdollisuuksista selviytyä sille kuuluvista sitoumuksista lyhyellä aikavälillä. Maksuvalmiuden arviointi ei ole toisaalta helppoa, koska yleisimmät maksuvalmiutta kuvaavat tunnusluvut

kuten current ratio ja quick ratio kertovat maksuvalmiuden vain tilinpäätöspäivältä. Näin staattinen lähestymistapa maksuvalmiuden arviointiin ole välttämättä hedelmällinen, koska yrityksen rahavarat ja lyhytaikaiset velat saattavat vaihdella tilikauden aikana paljon. (esim. Leppiniemi ja Kykkänen, 2010, 167) Tämä saattaa osittain selittää, miksi maksuvalmiuden vaikutusta vapaaehtoiseen julkistamiseen ei ole edes pyritty selvittämään.

Kassavirtainformaation julkistamiseen keskittyvästä tutkimuksesta ainoastaan Adhikari ja Duru (2006) ovat selvittäneet maksuvalmiuden vaikutusta julkistamishalukkuuteen. Heidän tulostensa mukaan suurissa amerikkalaisyhtiöissä kassavirtatietojaan vapaaehtoisesti julkistaneet yritykset olivat current ratio -tunnusluvun mukaan heikommassa maksuvalmiusasemassa kuin muut yritykset. Erityisiä syitä he eivät esitä tälle.

Maksuvalmiuden vaikutusta muun taloudellisen tiedon vapaaehtoiseen julkistamiseen vuosikertomuksissa on toki tutkittu. Krekkalaisissa listayhtiöissä korrelaatiota current ratio -tunnusluvun ja vapaaehtoisten julkistusten välillä ei löytynyt vuodelta 1997 (Leventis ja Weetman, 2004) eikä vuosilta 2006–09 (Iatridis ja Alexakis, 2012). Myöskään Wallace ja Naser (1995) eivät löytäneet korrelaatiota hongkongilaisissa listayhtiöissä vuosilta 1988–1992, eikä Owusu-Ansah (1998) zimbabwelaisissa listayhtiöissä vuodelta 1994. Lan et al. (2013) löysivät tilastollisesti melkein merkitsevän positiivisen yhteyden vapaaehtoisen vuosikertomusinformaation ja maksuvalmiuden välillä kiinalaisissa listayhtiöissä. Leventis ja Weetman sekä Iatridis ja Alexakis odottivat positiivista korrelaatiota, koska uskoivat yritysten haluavan viestiä, että heidän liiketoimintansa jatkuvuus (*going concern*) ei ole uhattuna heikon maksuvalmiuden vuoksi.

Tutkimustulosten valossa maksuvalmius ei näytä olevan merkityksellinen tekijä yritysten arvioidessa, mitä tietoa ne voivat julkistaa. On toki huomioitava, että edellä mainituissa tutkimuksissa julkistettava informaatio, jonka määrää tutkittiin, oli määritelty hyvin laaja-alaisesti. Maksuvalmius on käsitteenä vahvasti liitoksissa nimenomaan kassavirtoihin, mutta kassavirtainformaation vapaaehtoiseen julkistamiseen keskittyvää tutkimusta ei ole tarpeeksi, jotta mielekkäitä analyysyjä voitaisiin tehdä. Maksuvalmiuden ja kassavirtainformaation vapaaehtoisen julkistamisen yhteys on siis varsin tuntematon.

## ***Juridiset velvoitteet***

Yhtiöoikeudessa on pyritty turvaamaan yrityksen omistajien asema luomalla normistoa, joka velvoittaa yrityksen johdon toimimaan omistajien edun mukaisesti. Tällainen toiminta käsittää myös johdon tiedonantovelvollisuuden yritykselle merkittävistä tapahtumista. Skinner (1994) tutki NASDAQ-yritysten tulosvaroituksia vuosilta 1981–1990. Vaikka tulosvaroitusta tulee lain nojalla antaa, kun siihen on tarvetta, liittyy julkistamiseen todellisuudessa paljon valinnaisuutta. Skinnerin tutkimustulosten mukaan yritykset ovat selvästi alttiimpia antamaan negatiivisia kuin positiivisia tulosvaroituksia. Hän perusteli tätä sillä, että yritysjohto pyrkii suojautumaan lakisyytteitä vastaan julkistamalla huonot uutiset ikään kuin kaiken varalta. Näin sidosryhmien on hankalampi vedota siihen, että johto olisi pimittänyt yrityksen kannalta epäedullisia tietoja, joilla on vaikutusta yrityksen arvoon. Hyvien uutisten tapauksessa syytteet ovat paljon harvinaisempia, joten hyviä uutisia ei ainakaan tästä syystä ole samanlaista kannustinta julkistaa kiireellä. Lakivelvoitteen ohella yritysjohdolla on motiivi ylläpitää rehellistä ja suoraselkäistä mainetta julkistamispolitiikastaan. (ma.)

Healy ja Palepu (2001) toisaalta spekuloiivat, että vapaaehtoiset julkistukset voivat olla yritykselle juridinen riski, mikäli niiden sisältö ei pidä paikkaansa. Tämä voi heidän mukaansa alentaa vapaaehtoisten julkistusten määrää. Juridiikan voi nähdä siis kaksiteräisenä miekkana, kun arvioidaan sen vaikutusta vapaaehtoisin julkistuksiin.

## ***Sisäinen liiketoiminnan suunnittelu***

Kun yritys julkistaa informaatiota, lähtökohtana on, että informaatiolla on tietty kohderyhmä markkinoilla. Julkistuksen syy on tällöin yrityksen ulkopuolella. Voidaan kuitenkin kysyä, onko tilanteita, joissa julkistaminen on pelkkä seuraus yrityksen sisäisistä tarpeista tuotetulle informaatiolle. Rahoituslaskelma on osa tilinpäätöstä ja suunniteltu palvelemaan tilinpäätöksen lukijoita, mutta se voisi mahdollisesti toimia myös työkaluna yrityksen sisäisen päätöksenteon tukena.

Tavallisesti yrityksillä on kehittyneet työkalut kassavirtojen suunnitteluun, mutta varsinkin pienissä yrityksissä laskelmat voivat olla yksinkertaisempiakin. Tällöin rahoituslaskelma voisi olla yksi kassavirtojen suunnittelun työkaluista. Laskelma olisi tässä skenaariossa suunnattu

ensisijaisesti siis omaan käyttöön, mutta koska se laaditaan ylipäänsä, voi sen samalla myös julkistaa. Julkistus olisi tämän ajattelutavan mukaan pelkkä jatke sille, että laskelma laaditaan, mutta ei nimenomaan julkistamista varten. Informaatio olisi tuotettu ensisijaisesti palvelemaan yrityksen sisäisiä tarpeita. Motivoivina tekijöinä informaation tuottamiselle voisivat toisaalta olla tasapäisesti sekä ulkoiset että sisäiset tarpeet, jolloin yritys saisi ”kaksi karpästä yhdellä iskulla”.

Ajatukselle löytyy tukea varsinkin käytännönläheisestä kirjallisuudesta. Koski (2012) suosittelee rahoituslaskelman laatimista, vaikka sen julkistaminen ei olisikaan yritykselle pakollista. Hän pitää sitä jopa erinomaisena työkaluna liiketoiminnan suunnittelussa. Perusteeksi hän esittää varsin hyvin tunnetun tosiasian, että yritys ei voi maksaa laskujaan ja palkkojaan suoriteperusteisella tuloksella, vaan siihen tarvitaan likvidejä varoja. Rahoituslaskelma auttaa maksuvalmiuden suunnittelussa, erityisesti, jos sen laatii myös kuukausitasolla (ma.) Myös kansainvälisessä kirjallisuudessa on esitetty, että rahoituslaskelma tai vastaavalla tavalla laadittu kassavirtalaskelma voi olla hyödyllinen suunnittelun työkalu pienissä yrityksissä (esim. Cheatham ja Cheatham, 1993; Haskins et al., 1987).

### **3.2 Vapaaehtoisen julkistamisen seurauksia**

Vapaaehtoista julkistamista koskevassa tutkimuksessa on selvitetty sekä julkistamisen motiiveja että niiden seurauksia. Huomionarvoista on silti, että tutkimuksen painopiste on ollut selkeästi motiiveissa, ja seurauksia koskeva tutkimus on jäänyt vähäisemmäksi. Healy ja Palepu (2001) esittivät kaksi ongelmaa, joita seurausten tutkimiseen voi liittyä. Tutkimus on ensinnäkin altis endogeenisuusongelmalle: on vaikea eristää julkistamista kaikista muista tekijöistä, jotka voivat selittää mitattua tulosta. Toisekseen, dataa on saatavilla yrityksistä monesti vain vuositasolla, mikä tekee vaikeaksi löytää tietyn muuttujan kuten kannattavuuden arvoa tiettyinä haluttuna hetkenä julkistuksen jälkeen. Botosan (1997) lisäsi, että julkistamisen vaikutusta oman pääoman kustannukseen on haastavaa mitata, mikä on harmillista, koska nimenomaan näiden kahden asian yhteydestä ollaan oltu kiinnostuneita tutkimuksessa. Nämä ongelmat saattavat selittää seurauksia koskevan tutkimuksen vähäisempää määrää, joskin samat ongelmat ovat osittain läsnä myös motiivitutkimuksessa.

### 3.2.1 Pääoman kustannus

Barry ja Brown (1986) uskoivat agenttiteoriaan viitaten, että vapaaehtoisilla julkistuksilla yritykset voivat alentaa sijoittajien ja toimivan johdon välistä informaation epäsymmetriaa ja samalla pääomansa kustannusta. Botosanin (1997) sekä Botosanin ja Plumleen (2000) tutkimustulosten mukaan vapaaehtoisilla julkistukset ja oman pääoman kustannus korreloivatkin keskenään tiettyjen reunaehtojen vallitessa. Tutkimukset tehtiin suurissa amerikkalaisyhtiöissä vuosina 1990 ja 1985–1996, mainitussa järjestyksessä. Ensin mainitussa tutkimuskohteenä olivat ainoastaan valmistusalan yritykset.

Botosanin (1997) tutkimuksessa vapaaehtoisen julkistamisen aktiivisuutta mitattiin kaiken vuosikertomukseen sisältyvän informaation pohjalta. Tutkimustulosten mukaan negatiivinen korrelaatio vallitsi siinä yritysjoukossa, jolla ei ollut suurta analyytikoiden seuranta. Sen sijaan analyytikoiden laajasti seuraamissa yrityksissä vapaaehtoisella julkistamisella ei havaittu yhteyttä oman pääoman kustannukseen. Nämä tulokset olivat myös tutkijan hypoteesien mukaisia. Hän perusteli, että vapaaehtoisella julkistamisella on kriittinen vaikutus oman pääoman kustannukseen nimenomaan vähemmän seuratuissa yrityksissä, koska vuosikertomus näyttää niissä suurempaa roolia informaatiokanavana yrityksestä sijoittajille kuin laajemmin analyytikoiden seuraamissa yrityksissä.

Botosanin ja Plumleen (2000) tutkimuksessa vapaaehtoisiin julkistuksiin laskettiin kaikki informaatio, jonka yritykset julkistivat – muodollinen ja epämuodollinen.<sup>7</sup> Heidän tutkimustulostensa mukaan vapaaehtoisen julkistaminen ja oman pääoman kustannus korreloivat negatiivisesti keskenään, mutta ainoastaan vuosikertomusjulkistuksissa. Sen sijaan reaaliaikaisemmin julkistettavalla informaatiolla kuten neljännesvuosikatsauksilla näytti tulosten valossa olevan oman pääoman kustannusta lisäävä vaikutus, mikä oli vastoin tutkijoiden odotuksia. Tutkijat arvelivat tämän johtuvan siitä, että lyhyen aikavälin tähtäimellä sijoittavat institutionaaliset sijoittajat ovat kiinnostuneempia niistä yrityksistä, jotka tekevät enemmän reaaliaikaisia julkistuksia. Samalla näiden yritysten osakehintojen volatilitteetti nousee, kuin myös

---

<sup>7</sup> Vapaaehtoisen tiedon määrä ja laatu perustuivat virallisiin AIMR-raportteihin (Annual Reviews of Corporate Reporting Practices), joissa yrityksiä seuraavat analyytikot pisteyttävät kunkin yrityksen julkistamisaktiivisuuden saatavilla olevan tiedon määrän ja tiedon hyödyllisyyden mukaan.

oman pääoman kustannus. Sen sijaan pitkällä tähtäyksellä sijoittavat institutionaaliset sijoittajat ovat kiinnostuneempia yrityksistä, jotka julkistavat laajoja, vapaaehtoista informaatiota sisältäviä vuosikertomuksia. Pitkän tähtäimen sijoittajat eivät myy ja osta yhtä vaihtelevasti kuin heidän lyhyen tähtäimen kilpailijansa, jolloin heidän sijoituskohteidensa osakehinnat ovat stabiilimpia ja oman pääoman kustannus alhaisempi.

Lan et al. (2013) eivät edellisistä poiketen löytäneet korrelaatiota vuosikertomuksissa tehtäville vapaaehtoisten julkistusten ja oman pääoman kustannuksen välillä kiinalaisissa listayhtiöissä vuonna 2006. Tutkijat arvelivat, että sijoittajat eivät usko vapaaehtoisten julkistusten luotettavuuteen Kiinassa, joka on yhtiöoikeudellisesti edelleen kehitysmaa verrattuna esimerkiksi Yhdysvaltoihin.

Menneisyyteen pohjautuvien julkistusten ohella myös vapaaehtoisten tulosenusteiden vaikutusta yritysten oman pääoman kustannukseen on tutkittu. Kimin ja Shi'in (2011) tutkimuksessa tätä yhteyttä selvitettiin suurissa amerikkalaisissa yrityksissä vuosilta 2003–05. Heidän tutkimuksessaan tulosenusteet jaettiin positiivisiin ja negatiivisiin riippuen niiden informaation sisällöstä. Tutkimustulosten mukaan huonot ennusteet nostivat selkeästi yritysten oman pääoman kustannusta, mutta sen sijaan hyvät uutiset eivät laskeneet sitä tilastollisesti merkitsevästi. Tutkijat arvelivat tämän johtuvan siitä, että sijoittajat pitävän johdon positiivisia tulosenusteita liian optimistisina ja diskonttaavat niitä.

Myös Kothari et al. (2009) tekivät jaon positiivisten ja negatiivisten uutisten välillä, kun he tutkivat vapaaehtoisten julkistusten vaikutusta yritysten koko pääoman tuottoon amerikkalaisissa suuryrityksissä vuosina 1996–2001. Heidän tutkimuksessaan käytiin läpi kaikki painetuissa lehdissä julkistettu informaatio. Tutkimustuloksien mukaan positiiviset julkistukset laskivat pääoman kustannusta ja negatiiviset nostivat sitä, mikä on loogista rahoitusteorian valossa.

Senguptan (1998) tutkimustulosten mukaan vieraan pääoman kustannuksen ja julkistamisaktiivisuuden välillä oli negatiivinen korrelaatio suurissa amerikkalaisyrityksissä vuosina 1987–1991. Botosanin ja Plumleen (2000) tavoin hän käytti julkistamistoiminnan laadun ja määrän mittarina AIMR-raportteja, jotka käsittävät kaiken yritysten julkistaman informaation. Sengupta uskoi julkistamisaktiivisuuden ja vieraan pääoman negatiivisen korrelaation johtuvan

siitä, että sijoittajat pienentävät arvonmäärityksissään käyttämäänsä riskilisää arvioidessaan yrityksen arvoa, mikäli yritys aktiivisesti tuottaa ajantasaista informaatiota markkinoille. Tämä argumentti on yhteneväinen agenttiteorian kanssa.

Sen sijaan Wang et al. (2008) eivät löytäneet negatiivista korrelaatiota vuosikertomuksissa vapaaehtoisesti tehtävien julkistusten ja vieraan pääoman kustannuksen välillä, vaikka he edellä mainittuihin tutkimuksiin nojautuen odottivat sitä. Heidän tutkimuskohteenaan olivat kiinalaiset listayhtiöt vuodelta 2006. He arvioivat tutkimustuloksensa johtuvan Kiinan velkamarkkinoiden ja etenkin yrityksiä velvoittavan sääntelyn kehittymättömyydestä, mikä lisää epävarmuutta sijoittajien keskuudessa. Perustelut ovat hyvin samankaltaiset kuin Lan et al. (2013) perustelut omista tuloksistaan edellä. Institutionaalisella ympäristöllä näyttää siis olevan vaikutusta siihen, millä luottamuksella sijoittajat suhtautuvat vapaaehtoisesti julkistettuun informaatioon, vaikka informaatio julkistettaisiin osana virallista tilinpäätöstä.

Pääoman kustannusta koskevan tutkimuksen mukaan näyttäisi olevan viitteitä siitä, että kustannusta pystytään alentamaan vapaaehtoisilla julkistuksilla, ainakin tietyissä ympäristöissä. Agenttiteoria tukee tätä väitettä. On kuitenkin myös viitteitä siitä, että julkistettavan tuloksen sisällöllä on merkitystä: yrityksen kannalta epäedullinen informaatio voi nostaa pääoman kustannusta, vaikka se pienentäisikin informaation epäsymmetriaa.

### **3.2.2 Kilpailukustannukset**

Kappaleessa 3.1.2 esitettiin, että kannattavat yritykset saattavat olla alttiimpia tekemään vapaaehtoisia julkistuksia kuin ei-kannattavat yritykset, jotta ne voisivat positiivisilla uutisilla erottautua markkinoilla. Tämä on signaaliteorian ajatus tiivistettynä. Erottautumisedusta huolimatta kannattavuus on hyvin moniselitteinen tekijä selitettäessä yritysten halukkuutta tehdä vapaaehtoisia julkistuksia. Leuz (2000) totesi, että vapaaehtoinen julkistaminen voi koitua menestyville yrityksille kalliiksi sen vuoksi, että niiden kilpailijat saattavat hyötyä julkistetusta tiedoista. Kilpailijoiden parantuneesta tietotasosta johtuvat kustannukset (*proprietary costs*) saattavatkin ylittää pääomamarkkinoilla saatavat edut.

Yritykset saattavat esimerkiksi hintasotaa harkitessaan käyttää hyväkseen kilpailijoiden julkistamia kassavirtatietoja arvioidessaan näiden maksuvalmiustilannetta (Leuz et al., 2004).

Wagenhofer (1990) esitti toisena esimerkkinä tilanteen, jossa vapaaehtoisesti julkistettu tieto kannattavasta liiketoiminnasta saa kilpailijayrityksiä siirtymään samoille markkinoille. Tiivistettynä, yritykset voivat avoimella julkistamispolitiikallaan alentaa pääomansa kustannusta, mutta samalla kasvattaa kilpailukustannuksiaan. Niiden tulisi pyrkiä optimoimaan avoimuutensa vapaaehtoisista julkistuksista saatavien hyötyjen ja siitä seuraavien kustannusten perusteella.

Kilpailukustannuksia tulee kuitenkin arvioida tapauskohtaisesti, koska ne vaihtelevat toimialoittain (Verrecchia, 1983). Healy ja Palepu (2001) painottivat, että kilpailun luonteella on merkittävä rooli tässä arvioinnissa: onko kyse lyhyen ajan hintakilpailusta vai pidemmän aikavälin kapasiteettipäätöksistä, ja ovatko vastassa nykyiset vai potentiaaliset kilpailijat. Esimerkkinä tapauskohtaisuudesta voidaan nostaa Gelbin (2000) tutkimustulokset. Niiden mukaan ne yritykset, jotka toimivat toimialalla, jonne siirtymisen kustannukset (*entry barriers*) esimerkiksi alkuinvestoinneiltaan ovat muita toimialoja pienemmät, julkistavat keskimäärin vähemmän informaatiota vapaaehtoisesti kuin ne yritykset, jotka toimivat korkeiden aloituskustannusten toimialalla. Tämä tutkimustulos on yhteneväinen edellä esitetyn Wagenhoferin (1990) teorian kanssa.

Leuzin et al. (2004) mukaan rahoituslaskelma ei ole kilpailumielessä erityisen arka raportti, koska laskelman pystyy halutessaan laatimaan raakatasolla muun tilinpäätöksen pohjalta. Yhdysvalloissa ei ole hänen mukaansa käyty myöskään yleistä keskustelua rahoituslaskelman kilpailusensitiivisyydestä, toisin kuin esimerkiksi segmenttiraportoinnissa, joka nähdään yhtenä arkaluontoisimmista dokumenteista. Leuz totesi, että kassavirtojen julkistamisesta aiheutuvat kilpailukustannukset ovat matalat, joskaan eivät mitättömät. Matalien kilpailukustannusten vuoksi yritysten kannattaisi kenties julkistaa laskelma, jotta sijoittajien ja analyytikoiden ei tarvitsisi laskea sitä itse erikseen. Julkistaminen voi näin vähentää myös sijoittajien eriarvoisuutta, koska kaikilla ei ole samaa valmiutta ja osaamista laatia laskelmaa itse oikein. (ma.)



### 3.2.3 Muita seurauksia

Vaikka vapaaehtoisen julkistamisen seurauksia koskevassa empiirisessä tutkimuksessa on keskitytty eniten juuri pääoman kustannukseen, myös muita vaikutuksia on selvitetty. Luo et al. (2006) sekä Gelbin ja Zarowinin (2000) tutkimustulosten mukaan vapaaehtoiset julkistukset lisäsivät osakkeiden hintojen informatiivisuutta tulevaisuuden tuotoista. Toisin sanoen, yritykset onnistuvat julkistusten määrän lisäämisessä siinä, että markkinat saavat enemmän oleellista informaatiota, jonka pohjalta sijoittajat voivat muodostaa arvion yrityksen tulontuotto-odotuksista. Tutkimusten kohteena olivat singaporelaiset ja amerikkalaiset listayhtiöt, edellä mainitussa järjestyksessä. Julkistuksiksi määriteltiin kaikki yritysten itsestään julkistama informaatio.

Healy et al. (1999) tutkivat vapaaehtoisten julkaisujen vaikutusta lukuisiin eri tekijöihin amerikkalaisissa listayhtiöissä vuosina 1978–1991. Heidän tutkimustulostensa mukaan osakkeiden tuotto ja likviditeetti sekä institutionaalisen omistuksen osuus ja analyytikoiden seuranta kasvoivat vapaaehtoisten julkistusten seurauksena. Julkistusten määrän ja laadun mittarina olivat Botosanin ja Plumleen (2000) sekä Senguptan (1998) tutkimusten tapaan AIMR-raporttien arvosanat, jotka olivat osakeanalytikoiden antamia. Julkistusten määrä ja laatu ovat siis välikäsien arvioimaa, mihin erityisesti Healy et al. kannustivat suhtautumaan kriittisesti. He pitivät AIMR:ää kuitenkin kokonaisuudessaan hyvänä arviona kaikesta siitä informaatiosta, jonka yritykset ovat julkistaneet.

Healy et al. (1999) arvioivat tutkimustulostensa viittaavan siihen, että sijoittajat pitävät vapaaehtoisia julkistuksia luotettavina. Wang et al. (2008) ja Lan et al. (2013), joiden tutkimukset käsiteltiin kappaleessa 3.2.1, arvioivat tilanteen olevan päinvastainen Kiinan osakemarkkinoilla. Tämän pohjalta julkistamisympäristöllä näyttäisi olevan siis väliä siinä, kuinka luotettavaksi sijoittajat arvioivat vapaaehtoisesti julkistetun informaation. Healy et al. näkemyksen mukaan on loogista, että sijoittajat uskovat julkistusten luotettavuuteen, koska juridiset ja imagolliset tappiot ovat yritysjohdolle kovat, mikäli se jää kiinni totuudenvastaisista julkistuksista. Tämän tueksi Healy et al. mainitsivat erityisesti Skinnerin (1994) tutkimuksen, joka käsiteltiin kappaleessa 3.1.7. Osakkeiden likviditeetin ja institutionaalisen omistuosuuden nousun vapaaehtoisten julkistusten seurauksena Healy et al. uskoivat johtuvan nimenomaisesti informaation epäsymmetrian vähenemisestä sijoittajien ja yritysjohton välillä. Tämä

analyysi on yhteneväinen edellä esitetyn Barryn ja Brownin (1986) teorian kanssa, johon myös Healy et al. viittasivat.

Vapaaehtoisten julkistusten luotettavuutta voi arvioida myös toisesta näkökulmasta. Yangin (2012) tutkimustulosten mukaan yrityksen toimitusjohtajan tai talousjohtajan maineella on vaikutusta siihen, kuinka vakavasti markkinat ottavat hänen julkistamansa tulosennusteet. Tutkimus tehtiin amerikkalaisten listayhtiöiden tietojen pohjalta vuosilta 1996–2009. Kun yrityksen tuloskunto oli markkinoilla epävarma, markkinat reagoivat voimakkaammin niihin tulosennusteisiin, joiden julkistaneilla johtajilla oli historiansa pohjalta maine tarkempien ennusteiden antajina. Sitä vastoin epätarkempien ennustajien johtamat yritykset eivät joutuneet yhtä suurien kurssimuutosten kohteeksi. Tämä viittaisi siihen, että markkinat eivät kokeneet tarpeelliseksi tehdä yhtä suuria korjauksia osakkeiden arvonmäärittelyyn, mikäli julkistettu ennuste koettiin antajansa vuoksi epävarmaksi. (ma) Markkinoilla näyttäisi tämän pohjalta olevan henkilömuisti.

Tutkimuksen pohjalta vapaaehtoisilla julkistuksilla yritys voi päästä lukuisiin positiivisiin seurauksiin. Informaation lisääminen markkinoilla voi nähtävästi johtaa esimerkiksi paremmin hinnoiteltuun osakekurssiin ja suurempaan osakkeen likviditeettiin. Kaikki mainitut seikat ovat kiinteästi yhteydessä jo edellä käsiteltyyn pääoman kustannukseen, jota laadukkailla ja kattavilla julkistuksilla saattaa pystyä alentamaan. Informaation epäsymmetrian kaventaminen omistajien ja johdon välillä näyttää tavoiteltavan arvoiselta asialta, jolla on useita potentiaalisia hyötyjä avoimen tiedottajan näkökulmasta.

### **3.3 Kassavirtainformaation vapaaehtoisen julkistamisen yleisyys taustatekijöineen**

Leuzin (2000) tutkimuksessa rahoituslaskelman vapaaehtoisesta julkistamisesta tutkimuskohteena olivat saksalaiset listayhtiöt vuosilta 1992, 1994 ja 1996. Saksassa lainsäädäntö on edellyttänyt listayhtiöiden julkistavan rahoituslaskelman osana konsernitilinpäätöstään vuodesta 1999 alkaen. Suomessa listatut yhtiöt, joiden sidottu pääoma oli yli kaksi miljoonaa markkaa, olivat velvoitettuja julkistamaan rahoituslaskelman osana toimintakertomustaan jo vuodesta 1978 alkaen. Täten pakottava normisto on tullut Suomeen ennen Saksaa. Rahoitus-

laskelman sisältöä koskeva sääntely on kuitenkin ollut saman tyyppistä kummassakin maassa, koska myös Saksassa suosituksenluontoisia normeja on julkistettu aina 1970-luvun lopulta alkaen (ma.)

Leuzin (2000) tutkimuksen kiinnostus perustuu siihen, kuinka moni yhtiö on ennen lainsäädännöllistä velvoitetta julkistanut rahoituslaskelman omaehtoisesti. Hänen tutkimustulostensa mukaan rahoituslaskelman vapaaehtoisen julkistamisen määrä kasvoi merkittävästi verrattaessa vuotta 1992 vuoteen 1996. Esimerkiksi rahoituslaskelman, jossa kassavirrat on nykyisen kaltaisesti eritelty liiketoiminnan, investointien ja rahoituksen rahavirtaan, suhteellinen osuus tutkimusotoksessa nousi 10 prosentista 81:een kyseisten vuosien välillä.

Leuz (2000) arvioi, että kansainväliset tilinpäätösstandardit ja Saksan oma suosituskannisto rahoituslaskelmasta loivat painetta yrityksille vapaaehtoiseen julkistamiseen. Saksalaiset yritykset kansainvälistyivät ja rahoituslaskelmaa koskevat kansainväliset tilinpäätösstandardit – merkittävimminä amerikkalainen US SFAS ja eurooppalainen IAS – kehittyivät ja yhtenäistyivät sekä toistensa että saksalaisten suositusten kanssa merkittävästi vuosina 1993–95, mikä kannusti ja painosti etenkin kansainvälisiä saksalaisyrityksiä rahoituslaskelman julkistamiseen. Leuz korosti, että säätelystä riippumatta tosiasiallisen paineen kassavirtatietojen vapaaehtoiselle julkistamiselle loivat kuitenkin pääomamarkkinat, etenkin monikansallisten yritysten tapauksessa.

Adhikari ja Duru (2006) tutkivat amerikkalaisten yritysten halukkuutta julkistaa tietoja vapaista kassavirroistaan vapaaehtoisesti osana tilinpäätöstä vuosina 1994–2004. Heidän tutkimusotoksensa koostui listayhtiöistä sekä muista suurista, laajassa omistuksessa olevista yhtiöistä. Tutkijat haravoivat sanahauulla tutkimusotokseen kuuluvien yritysten vuosikertomukset ja pystyivät näin löytämään ne yritykset, jotka ovat sisällyttäneet kassavirtatietoja vuosikertomuksiinsa vapaaehtoisesti. Heidän tutkimustulostensa mukaan vuonna 2004 julkaistuista vuosikertomuksista noin 3,2 prosentissa oli tietoja vapaista kassavirroista. Vuonna 1994 sama prosenttiosuus oli vain hiukan yli yhden, joten vapaaehtoinen julkistaminen lisääntyi huomattavasti kyseisellä aikavälillä.

Barack (2012) tutki kroatialaisten listayhtiöiden kassavirtainformaation vapaaehtoista julkistamista vuodelta 2011. Listayhtiöt Kroatiassa ovat velvoitettuja julkistamaan rahoituslaskel-

man osana tilinpäätöstään IAS 7 -standardin mukaisesti, joten vapaaehtoisuus voi tulla esille ainoastaan muualla tilinpäätöksessä, käytännössä liitetiedoissa. (ma.) Tutkimuksessa käytiin läpi listayhtiöiden tilinpäätösten liitetiedot ja kirjattiin ylös ne, jotka julkistivat mitään numerista tai laadullista kassavirtoihin liittyvää informaatiota vapaaehtoisesti. Otoksen yrityksistä 15 prosenttia oli tehnyt vapaaehtoisia julkistuksia. Barack piti lukua varsin pienenä ottaen huomioon vapaaehtoisen kassavirtainformaation lavean määritelmän kyseisessä tutkimuksessa.

Barack (2012) ei esittänyt arviota syistä, jotka voisivat olla vähäisen julkistamisasteen taustalla, mutta korosti, että analyysissa tulisi aina kiinnittää huomiota tutkittavan yritysjoukon rahoitussektoriin. Tällä hän viittasi siihen, onko yritysten rahoitus niiden kotivaltiossa pankkikeskeistä vai markkinakeskeistä. Hänen mukaansa näiden kahden perustyyppin taloudelliset, sosiaaliset ja poliittiset viitekehykset vaihtelevat merkittävästi toistensa välillä. Konkreettisesti tämä tarkoittaa eroavaisuuksia esimerkiksi oikeudellisessa järjestelmässä, talouden kehityksessä ja yritysten omistustahoissa. Kroatia on hänen mukaansa pankkikeskeinen talous, joka on yleisempi malli Euroopassa. Tämä pätee myös Suomeen.

Wasley ja Wu (2006) selvittivät kassavirtaennusteiden vapaaehtoista julkistamista osana lehdistötiedotteita, jotka oli julkaistu suurissa amerikkalaisissa talouslehdissä vuosina 1979–2003. Vuonna 2003 2,6 prosenttia 7000 suurimmasta amerikkalaisesta yrityksestä oli julkistanut kassavirtaennusteen näissä lehdissä. Luku on pieni, mutta silti moninkertainen verrattuna esimerkiksi vuoden 1993 prosenttiosuuteen, joka oli 0,3. Heidän selvityksensä mukaan kaikista tutkimusaikavälillä julkistetuista kassavirtaennusteista noin 77 prosenttia julkaistiin vuosina 2000–2003, mikä kuvaa hyvin julkistamisen suurta suhteellista kasvua 2000-luvun alussa.

Tutkijat nostivat esiin kolme keskeistä syytä kassavirtaennusteiden roimalle kasvulle. Ensimmäkin, SEC:in (The U.S. Securities and Exchange Commission) ”Fair Disclosure” -säännöstö astui voimaan vuonna 2000. Säännösten mukaan arvopaperin liikkeellelaskijan tulee julkistaa sisäpiiritieto koko markkinoille, mikäli liikkeellelaskija on ensin antanut kyseisen tiedon yksittäisille tahoille kuten rajatulle joukolle osakkeenomistajia tai analyytikoita. Toisekseen, 2000-luvun alussa päivänvaloon tulleet yritysskandaalit kuten Enronin ja WorldComin tapaukset saivat sijoittajat ja analyytikot kiinnostumaan aikaisempaa enemmän yritysten kassa-

virtatiedoista. Kolmanneksi, 2000-luvun alussa USA:n pörssiä vaivasi voimakas laskukausi, mikä saattoi herättää sijoittajien kiinnostuksen kassavirtoja ja maksuvalmiutta kohtaan. Smithin (2014) ja Waldenin sekä Sandelinin (2012) mukaan taitava kassavirtojen hallinta voi tuoda yritykselle merkittävää lisäarvoa taantumassa tai taloudellisessa kriisissä, jolloin rahantulo on kiven alla. Ei siis liene yllättävää, että myös sijoittajien kiinnostus yrityksen kassanhallintaa kohtaan nousevat vaikeina aikoina.

Kassavirtainformaation vapaaehtoinen julkistaminen on edellä esitettyjen tutkimustulosten mukaan varsin pienimuotoinen ilmiö. Tästä poikkeuksena on Leuzin (2000) tutkimus, jossa rahoituslaskelman vapaaehtoinen julkistaminen yleistyi voimakkaasti saksalaisissa listayhtiöissä ennen kuin sen julkistamisesta tuli pakollista. Pienimuotoisuudestaan huolimatta vapaaehtoisten julkistusten suunta on kaikissa tutkimuksissa ollut kasvava, mikä viittaa kassavirta-ajattelun yleistymiseen.

## 4. TUTKIMUSMENETELMÄ JA -AINEISTO

Tässä luvussa käydään läpi tämän tutkimuksen tutkimusmenetelmä, empiirisen aineiston kerääminen sekä aineiston analysointi. Luku on jaettu neljään alakappaleeseen. Ensin käydään läpi, miksi tämä tutkimus päätettiin toteuttaa haastatteluilla. Toisessa alakappaleessa selvitetään, miten haastatteluaineisto on kerätty, ja kolmannessa alakappaleessa perehdytään siihen, miten haastattelut toteutettiin. Neljännessä eli viimeisessä alakappaleessa kerrotaan, miten tutkimuksen empiirinen aineisto on analysoitu.

### 4.1 Tutkimusmenetelmä ja sen perustelu

Tämän tutkimuksen tutkimusmenetelmäksi on valittu haastattelu. Rahoituslaskelman vapaaehtoisesta julkistamisesta ei ole aikaisempaa tutkimusta Suomessa, ja Leuzin (2000) tutkimus on ainoa allekirjoittaneen aiheesta löytämä tutkimus jopa kansainvälisellä tasolla. Myös muun kassavirtainformaation vapaaehtoiseen julkistamiseen keskittyvä tutkimus on harvassa. Voidaan perustellusti siis sanoa, että aihe on erittäin kartoittamaton. Hakalan (2001, 17) ja Alasuutarin (1999, 231) mukaan laadullisia menetelmiä pidetään hyödyllisinä uusia tai kartoittamattomia ilmiöitä tutkittaessa. Tässä ajattelumallissa kvalitatiivinen tutkimus toimii ikään kuin esitutkimuksena, jolla ilmiöstä etsitään tietämystä syvätasolta lähtien. Kun syvällistä tietoa on saatu esitutkimuksessa, tämän tiedon avulla voidaan muodostaa tutkimushypoteeseja myöhempää kvantitatiivista tutkimusta varten, jolla ilmiöstä voidaan saada tilastollisesti yleistettäviä tuloksia (Hirsjärvi ja Hurme, 2008, 28; Alasuutari, 1999, 231).

Itse esitutkimuksessa eli kvalitatiivista menetelmiä hyödyntävässä tutkimuksessa ei siis edes pyritä tilastolliseen yleistettävyyteen. Sen sijaan siinä pyritään niin kutsutusti teoreettiseen yleistettävyyteen, jolloin tavoite on tehdä mahdollisimman syviä ja kestäviä tulkintoja tutkimusaineistosta. (Eskola ja Suoranta, 1998, 67) Tämä tutkimus voidaan nähdä esitutkimuksena kassavirtainformaation vapaaehtoisessa julkistamisessa; tutkimuksen tehtävä on herättää tuloksillaan lisää kysymyksiä ja raottaa ovea jatkotutkimusta varten.

Kvalitatiivista menetelmistä haastattelu katsottiin tähän tutkimukseen parhaaksi, koska Hirsjärven ja Hurmeen (2008, 35) mukaan se on toimiva menetelmä saada syvällistä tietoa tutkit-

tavasta ilmiöstä. Haastattelu toimii siten hyvin esitutkimuksessa, jonka tehtävä on tutkia kohdeilmiötä nimenomaan kapeasti ja syvältä. Realistisesti ajateltuna se on myös ainoa varteenotettava menetelmä, koska tutkimuskohteena ovat pienet yksityiset yritykset, joiden toiminnasta ei liiemmin tarvitse raportoida julkisuuteen. Käytettävissä ei ole siten materiaalia, jota voisi sellaisenaan käyttää tutkimusaineistona. Myöskään muut menetelmät kuten havainnointi tai toimintatutkimus eivät ole tutkimuskohteen luonteen vuoksi käyttökelpoisia saati hedeelmällisiä menetelmiä tutkimuskysymysten ratkomiseksi.

## 4.2 Tutkimusaineiston kerääminen

Tämän tutkimuksen tavoitteena on kartoittaa vastauksia kahteen kysymykseen: mikä motivoi yrityksiä julkistamaan rahoituslaskelmansa vapaaehtoisesti ja mitä seurauksia laskelman vapaaehtoisella julkistamisella voi olla. Syitä julkistamiseen lähdettiin etsimään pääasiassa sieltä, missä julkistamispäätökset tehdään eli itse yrityksistä. Seurausten jäljittäminen ei ole yhtä yksiselitteistä, koska ylipäänsä seurausten olemassaolo on puuttuvan aiemman tutkimuksen vuoksi hämärän peitossa. Osa seurauksista oletettiin olevan laskelman julkistaneiden yritysten tiedossa. Koska osa seurauksista ei kuitenkaan sijoitu julkistajien omaan välittömään vaikutuspiiriin, kaikki seuraukset eivät ole välttämättä julkistajien omassa tiedossa. Yritysten sidosryhmät ovat loogisesti yritysten tilinpäätöstietojen keskeisin kohderyhmä, joten julkistamisen seurauksia lähdettiin selvittämään haastatteleamalla myös niiden edustajia.

Tutkimuksessa on haastateltu kaikkiaan 15 taloushallinnon ammattilaista, joista 10 edusti tutkimuskohteena olevia pieniä yrityksiä. Näistä kymmenestä yrityksestä seitsemän oli sisällyttänyt rahoituslaskelman vapaaehtoisesti osaksi tilinpäätöstään vuonna 2013 ja loput kolme eivät. Haastatteleamalla rahoituslaskelman julkistaneita yrityksiä pyrittiin kartoittamaan ennen kaikkea syitä, miksi yritykset toimivat näin. Toisin sanoen haastatteluilla lähdettiin selvittämään, mitä seurauksia yritykset tavoittelevat julkistamalla laskelman vapaaehtoisesti. Toisaalta haluttiin haastatella myös niitä yrityksiä, jotka eivät ole julkistaneet laskelmaa, jotta saataisiin tietoa, miksi osa yrityksistä ei ole katsonut julkistamista kannattavaksi. Vertailuseitelmat lisäävät tutkimustulosten yleistettävyyttä (Eskola ja Suoranta, 1998, 66).

Lisäksi haastateltiin viittä muuta asiantuntijaa, jotta tutkimusaiheesta saataisiin mahdollisimman kokonaisvaltainen kuva. Asiantuntijat edustivat yrityksille keskeisiä sidosryhmiä: tilitoimistoa, tilintarkastusyritystä, pankkia, luottotietoyhtiötä ja rahoitusyhtiötä. Näitä tahoja haastattelemalla pyrittiin ennen kaikkea kartoittamaan, mitä mahdollisia seurauksia rahoituslaskelman julkistamisella voi olla. Sidosryhmät ovat loogisesti niitä tahoja, joille yritykset julkistavat rahoituslaskelmiaan, mikäli julkistavat. Haastattelemalla sidosryhmiä, voidaan kysyä suoraan, mitä vaikutuksia rahoituslaskelman julkistamisella on heidän omassa päätöksenteossaan. Näin saadaan kartoitettua rahoituslaskelman julkistamisen konkreettisia seurauksia, joita ei ole tutkittu koskaan aiemmin.

Ne yritykset, joiden edustajia tutkimuksessa haastateltiin, kerättiin suodattamalla Bureau van Dijk -yhtiön Orbis-tietokannassa koko Suomen yritysjoukosta ne yritykset, jotka eivät ole velvollisia julkistamaan rahoituslaskelmaa. Kaikkein pienimmät yritykset seulottiin pois otosjoukosta, jotta siitä saataisiin homogeenisempi. Tutkimustulosten yleistettävyyden paraneen, mikäli haastateltavat ovat suhteellisen samanlaisia (Eskola ja Suoranta, 1998, 66). Rajatusta yritysjoukosta poimittiin otos, johon kuuluvien yritysten viralliset tilinpäätökset luettiin patentti- ja rekisterihallituksen Virre-tietokannasta. Näistä yrityksistä poimittiin seitsemän eri toimialoilta olevaa yritystä, jotka julkistivat rahoituslaskelman vuonna 2013. Kolmelle näistä yrityksistä etsittiin vertailupariyritys samalta toimialalta. Tutkimukseen osallistuneiden yritysten liikevaihto rajautui välille 0,7-9,3 miljoonaa euroa, keskiarvon ollessa 5,4 miljoonaa euroa.

Sekä kohdeyritysten että sidosryhmien edustajien haastattelut saatiin siten, että yritykseen otettiin yhteyttä ja haastatteluun pyydettiin henkilöä, jolla on vastuualueensa ja kiinnostuksena puolesta parhaat mahdollisuudet antaa haastattelu. Eskolan ja Suorannan (1998, 66) mukaan tutkimuksen yleistettävyyden paraneen, mikäli haastateltavilla on tutkimusongelmasta tekijän tietoa; mieluiten heidän tulisi olla myös kiinnostuneita siitä.

### **4.3 Tutkimushaastatteluiden suunnittelu ja toteutus**

Tässä tutkimuksessa tehdyt haastattelut voidaan luokitella muodoltaan puolistrukturoiduiksi. Mitään yhtenäistä määritelmää puolistrukturoidulle haastattelulle ei ole, mutta ominaista sille on, että kysymysten vastausvaihtoehtoja ei ole määritelty etukäteen haastateltaville, vaan he



voivat vastata omin sanoin (esim. Hirsjärvi ja Hurme, 2008, 47; Eskola ja Suoranta, 1998, 87). Kysymysten järjestystä voi myös vaihdella haastattelun kulusta riippuen. Ei ole poissuljettua, että kysymyslista on vain alustavasti muotoiltu, ja tosiasialliset kysymykset muotoillaan haastattelun kulusta riippuen. Oleellista tässä haastattelumuodossa on, että keskustelun kulku on joustavaa, ja haastattelijä voi käyttää tilannetajua ohjattaen sen suuntaa. Haastattelua on toki suunniteltava ja ohjattava siten, että haluttuihin kysymyksiin saadaan vastaukset. (Hirsjärvi ja Hurme, 2008, 103)

15 haastattelusta kaksi tehtiin haastateltavan toimistotiloissa ja loput puhelimitse. Haastattelut tallennettiin, jos tallennukseen saatiin lupa, mikä mahdollisti sujuvamman keskustelun, tarkkojen sitaattien saamisen ja haastattelujen suorittamisen nopeammalla tempolla. Menetelmäkirjallisuudessa ei ole täysin yhtenäistä linjaa siitä, tuleeko keskustelun tallentamiseen kysyä nimenomaisesti lupa, vai riittääkö, että tallentaminen käy ilmi esimerkiksi olosuhteista (ks. Hirsjärvi ja Hurme, 2008, 93; Eskola ja Suoranta, 1998, 98). Tämän tutkimuksen haastatteluissa kaikilta haastateltavilta tallentamiseen kysyttiin nimenomainen lupa. Vain yhdessä tapauksessa lupaa ei hellinnyt (5.1.7: yritys G), jolloin haastattelusta tehtiin muistiinpanot.

Osa kohdeyritysten haastateltavista toivoi, että heidän nimeään tai yritystään ei julkistettaisi tutkimuksessa, ja tutkimuseettisillä periaatteilla anonymiteetti myös suotiin. Hirsjärvi ja Hurme (2008, 98) sekä Eskola ja Suoranta (1998, 57) tähdentävät haastattelun luottamuksellisuutta ja sitä, että haastateltavien henkilöllisyyttä ei sovi paljastaa, mikäli tämä on heidän toiveensa. Haastateltavan aseman organisaatiossa voi kuitenkin mainita, mikäli tämä ei vaaranna hänen anonymiteettiään (Hirsjärvi ja Hurme, 2008, 194), kuten tässä tutkimuksessa on tehty. Yhdenmukaisuuden vuoksi kaikki kohdeyritykset haastateltavineen on esitetty tutkimuksessa anonymiteettina. Sen sijaan kukaan sidosryhmien edustajista ei katsonut anonymiteettia tarpeelliseksi, joten kaikista heistä on kerrottu nimi, asema ja organisaatio.

Haastateltavia yritys edustajia varten laadittiin alustavat kysymyslistat, jotka ovat liitteenä 1. Kysymyslistat on eroteltu sen mukaan, julkistiko yritys rahoituslaskelmansa vai ei. Sidoryhmien edustajille laaditut alustavat kysymykset ovat liitteenä 2. Toisin kuin kohdeyritysten edustajille, kullekin sidoryhmän edustajalle laadittiin joitain erityiskysymyksiä, jotka liittyvät keskeisesti heidän edustamiinsa tahoihin. Vaikka kohdeyrityksissä tehdyillä haastatteluilla pyrittiin selvittämään ennen kaikkea rahoituslaskelman julkistamisen syitä ja sidoryhmien

kanssa julkistamisen seurauksia, kummankin osapuolen edustajille esitettiin osittain risteäviä kysymyksiä. Tällä haluttiin herättää monipuolisempaa keskustelua ja toisaalta tunnustaa se fakta, että syitä ja seurauksia voi olla vaikea erottaa toisistaan, varsinkin näin tutkimattoman aiheen parissa.

Haastattelun ensimmäisten kysymysten tulisi olla laajoja ja helppoja. Ne ovat tärkeitä, koska niissä haastateltavalle annetaan mahdollisuus lähestyä tutkimusaihetta itselleen kiinnostavasta ja tärkeäksi kokemastaan näkökulmasta. Niin sanottua suppilotekniikkaa, jossa laajoista kysymyksistä edetään yksityiskohtaisempiin, pidetään hyvänä perussääntönä. (Hirsjärvi ja Hurme, 2008, 107) Tämän tutkimuksen haastatteluissa on noudatettu tätä kaavaa. Haastattelut aloitettiin yksinkertaisella kysymyksellä, jossa kysyttiin syytä siihen, miksi yritys on julkistanut tai jättänyt julkistamatta rahoituslaskelman. Sidosryhmien tapauksessa kysyttiin samaa asiaa, mutta yleisellä tasolla, ulkopuolisen näkökulmasta. Erityisemmät kysymykset on johdettu aikaisemman vapaaehtoista julkistamista koskevan tutkimuksen pohjalta.

Alustavia kysymyksiä laadittiin melko paljon sen varalle, että osa haastateltavista on hiljaisia eikä vie oma-aloitteisesti keskustelua eteenpäin. Kaikkia kysymyksiä ei kuitenkaan nimenomaisesti esitetty, mikäli vastaukset niihin oli saatu jo aiemmin keskustelun aikana. Tämä on sallittua ja suorastaan suotavaa haastatteluissa, jotka halutaan pitää vapaamuotoisempina. Kysymysten tarpeeton toistaminen on myös omiaan nakertamaan haastateltavien motivaatiota keskusteluun. (Hirsjärvi ja Hurme, 2008, 125; Eskola ja Suoranta, 1998, 90).

#### **4.4 Tutkimusaineiston analysointi**

Tutkimus on jäsennelty niin, että luvussa viisi on haastatteluissa saadut empiiriset tulokset ja luvussa kuusi näiden tulosten pohjalta tehty analyysi. Kahtiajaolla lukijalle halutaan antaa mahdollisuus tehdä omat päätelmänsä aineiston pohjalta, mikä mahdollistaa myös kritiikin kuudennessa luvussa koottua analyysiä kohtaan. Hirsjärvi ja Hurme (2008, 193) sekä Eskola ja Suoranta (1998, 167, 242, 245) pitävät tällaista jakoa perusteltuna ja hyvän tutkimustavan mukaisena. He tähdentävät, että kaikki tutkimuksen kannalta oleelliset johtopäätökset on kuitenkin keskitetty samaan paikkaan. Tässä tutkimuksessa nämä johtopäätökset ovat luvussa kuusi.

Nauhoitettua haastatteluaineistoa kertyi 14 haastattelusta noin viisi tuntia. Kohdeyritysten haastatteluiden keskipituus oli noin 20 minuuttia; sidosryhmien haastattelut olivat vähäisemmän haastattelumäärän vuoksi hieman kattavampia kuin kohdeyritysten, ja niiden keskipituudeksi tuli 25 minuuttia. Yritys G:n haastattelusta tehtiin muistiinpanot, koska haastateltava ei toivonut keskustelua nauhoitettavan. Luvussa viisi kukin tämän tutkimuksen haastatteluista on esitetty yksitellen. Kunkin alakappaleen (5.1, 5.2 ja 5.3) sisällä haastattelut on järjestetty haastatteluajankohdan mukaan vanhimmasta uusimpaan. Haastatteluiden tarkat päivämäärät ilmenevät lähdeluettelosta.

Haastatteluista on kirjoitettu kaikki tutkijan näkemyksen mukaan oleellinen informaatio tutkimusaiheen kannalta. Käytännössä tämä tarkoittaa, että jos haastateltava ei ole osannut tai halunnut ottaa kantaa johonkin tiettyyn kysymykseen, tätä ei ole luettavuuden vuoksi erikseen raportoitu. Haastatteluraporteissa ei ole muutoinkaan täysin kaavamaisista rakennetta, vaan kukin niistä on muodostettu painottaen niitä asioita, jotka haastateltava itse on nähnyt tärkeiksi kussakin teemassa. Tällainen toteutustapa on haastatteluiden raportoinnissa tavoiteltavaa (Hirsjärvi ja Hurme, 2008, 193–194; Eskola ja Suoranta, 1998, 88).

Empiirisen aineiston varsinainen analyysi on keskitetty lukuun kuusi. Analyysi on jaettu rahoituslaskelman julkistamisen syihin ja siitä koituviin seurauksiin, mikä on koko tutkimusta läpileikkaava kahtiajako. Analyysiluvussa empiiristä aineistoa on tarkasteltu kokonaisuutena, ja siitä on etsitty yhteneväisyyksiä ja vastakkainasetteluita. Käytännössä analyysi tehtiin koodaamalla ja luokittelemalla haastatteluaineistoa annettujen vastausten perusteella. Toteuttamistapa on haastattelututkimuksessa tyypillinen ja objektiivisesti toteutettuna toimiva (Hirsjärvi ja Hurme, 2008, 149; Eskola ja Suoranta, 1998, 153). Läpinäkyvyyttä analyysiin haluttiin lisätä nimenmaan haastatteluraporttien ja varsinaisen analyysin kahtiajaolla.

Hirsjärven ja Hurmeen (2008, 190) mukaan tutkimuksen validiteettia lisää se, että tuloksia raportoidessa niitä vertaa aikaisempaan kirjallisuuteen. Kuudennessa luvussa viittauksia on tehty, mikäli yhteneväisyyksiä aiempaan tutkimukseen on löydetty. Haastavuutta tässä lisäsi aiemman tutkimuksen huomattava erilaisuus kohdeyritysten ja tutkimuksen toteuttamistapojen osalta tähän tutkimukseen verrattuna. Hirsjärvi ja Hurme (190) kuitenkin lisäävät, että kaikille löydöksilleen ei tarvitse löytää tukea, koska se estää tutkimuksen etenemisen. Laadul-

lisessa tutkimuksessa on myös täysin hyväksyttävää, että deduktiivisen eli teorialähtöisen analyysin sijaan teoria rakennetaan itse aineiston pohjalta, jolloin puhutaan induktiivisesta päättelystä. Näiden kahden välillä ei tarvitse kuitenkaan tehdä tiukkaa valintaa, vaan myös välimallit ovat hyväksytyjä. (Hirsjärvi ja Hurme, 2008, 136).

Tässä tutkimuksessa on päädytty nimenomaan deduktiivisen ja induktiivisen ajattelun väli- maastoon. Tämä on perusteltua, koska tutkimusaihe on käytännössä kartoittamaton. Aiem- mat tutkimukset ovat olleet metodiltaan pääasiassa kvantitatiivista, niissä on tutkittu muissa maissa sijaitsevia yhtiöitä ja nämä yhtiöt ovat olleet suuryhtiöitä. Eroavaisuuksia aiemman ja tämän tutkimuksen välillä on siis paljon, eikä tutkimuksen asetelmia ole katsottu järkeväksi sitoa liiaksi aikaisempaan tutkimukseen. Tämän vuoksi myöskään tutkimushypoteeseja ei ole asetettu ennakkoon. Alasuutarin (1999, 269) mukaan hypoteesien asettaminen edellyttäisi, että tutkimuskohde tunnetaan varsin hyvin jo etukäteen. Tässä tutkimuksessa sen sijaan läh- detään tutkimaan jotakin kartoittamatonta, joten voidaan hyvällä syyllä puhua esitutkimuk- sesta.

Alasuutarin (1999, 269) mukaan kartoittamatonta aihetta tutkittaessa aiempaa tutkimusta tulisi käyttää lähinnä teoreettisen viitekehyksen luomiseen, jota vähitellen täsmennetään tut- kimusprosessin edetessä. Neljännessä luvussa esitelty aiempi tutkimus oli tämän tutkimuksen teoreettisena viitekehyksenä. Johtopäätöksissä on luotu empiirisessä aineistossa esiintyvien yhdenmukaisuuksien pohjalta myös uutta teoriaa, missä tutkimuksen induktiivinen lähesty- mistapa korostuu.

## 5. EMPIIRISET TULOKSET

Tässä luvussa käydään läpi tutkimushaastatteluissa saadut empiiriset tulokset haastattelu-kohtaisesti. Luku on jaettu kahteen alakappaleeseen. Alakappaleessa 5.1 käydään läpi ne yritykset, jotka julkistivat rahoituslaskelman osana tilinpäätöstään vuonna 2013, ja alakappaleessa 5.2 ne yritykset, jotka eivät julkistaneet. 5.2:n yritykset ovat toimialansa puolesta myös vastinpareja osalle 5.1:n yrityksistä; vastinparien tehtävä on antaa vertailupohjaa toisilleen. Yritys A:n vastinpari on yritys H, yritys B:n yritys I ja yritys G:n yritys J.

### 5.1 Rahoituslaskelman julkistaneet yritykset

#### 5.1.1 Yritys A: tietokoneohjelmistot

**Taulukko 1: Yritys A:n tilinpäätöstiedot 2013**

<b>Ala</b>	Ohjelmistojen suunnittelu ja valmistus
<b>Liikevaihto</b>	6,5 milj. €
<b>Taseen loppusumma</b>	14,7 milj. €
<b>Henkilöstön lkm keskimäärin</b>	47

Yritys A on talousjohtajansa mukaan päättänyt julkistaa rahoituslaskelman osana tilinpäätöstään, koska se on osa konsernirakennetta, jossa muutkin yritykset julkistavat rahoituslaskelman. A:n omistaa liki 100 miljoonan liikevaihdolla operoiva yhtiö, joka on kokonsa puolesta velvoitettu julkistamaan laskelman. A itse puolestaan omistaa yhtiön, joka on sitä itseään hieman isompi, mutta velvollinen julkistamaan rahoituslaskelman. Yrityksillä on yhteinen hallinto, ja linjaus rahoituslaskelman julkistamisesta on tehty konsernitasolla. Koko konserni on osa suurta maailmanlaajuista ohjelmistoyritystä.

*”Päätimme tehdä kaikille Suomen yhtiöillemme yhtenäisen tilinpäätöspaketin. Työmäärä rahoituslaskelman laatimisesta (myös yritys A:lle) kasvattaa toki hieman työmääräämme, mutta olemme päättäneet selvyuden vuoksi toimia näin. Tietyllä tapaa syynä on siis yksinkertaisuus.” (A:n edustaja)*

Talusojohtaja viittaa yhtenä taustasyynä myös konsernitilinpäätöksen laatimisvelvollisuuteen. Hänen mukaansa on hyvä, että kaikilla konserniyhtiöillä on samanlainen tilinpäätösmalli, jos Suomen emoyhtiön tulisi laatia konsernitilinpäätös. Konsernitilinpäätökseen tulee sisällyttää aina myös konsernin rahoituslaskelma (KPL 6:2.2). A:n emoyhtiön ei tarvitse kirjanpitolain 6 luvun 1 §:n säännösten mukaan julkistaa konsernitilinpäätöstä, koska yritys on ETA-alueella sijaitsevan yrityksen omistuksessa, joka julkistaa konsernitilinpäätöksensä oman kotipaikkansa lainsäädännön mukaisesti. Talusojohtaja antaa ymmärtää, että jos tilanne ei olisi tämä, vaan konsernitilinpäätös tulisi julkistaa, olisi helpompaa, että kaikkien konserniyhtiöiden tilinpäätösmallit ovat samanlaiset. Logiikka vaikuttaa selkeältä, joskin skenaario on sikäli hypoteettinen, että A:n emoyhtiön ei tarvitse nykytilanteessa julkistaa konsernitilinpäätöstä.

Yhdeksi syyksi rahoituslaskelman vapaaehtoiseen julkistamiseen talusojohtaja nostaa myös KPL:n raja-arvojen läheisyyden. A:n tapauksessa argumentti on looginen, koska yrityksen taaseen loppusumma ylittää selkeästi KPL:n raja-arvon, ja loput kaksi mittaria ovat lähellä omia raja-arvojaan. A ei julkistanut rahoituslaskelmaa vielä vuonna 2011. Talusojohtajan mukaan muutoksen takana ei ole muita syitä kuin se, että tilinpäätösmallit haluttiin yhtenäistää ja KPL-rajojen todettiin olevan riittävän lähellä.

Kirjanpitolain 3 luvun 1 §:n 2 momentti edellyttää edellisvuoden vertailutietojen esittämistä julkistettavista tilinpäätöseristä. Talusojohtaja toteaa, että jos rahoituslaskelman julkistamisesta tulisi jokin tilivuosi pakollista A:lle, on hyvä olla vertailutiedot valmiina edellisvuodelta. Tämä on hänen mukaansa yksi hyvä lisäsy A:n tapauksessa laatia rahoituslaskelma vapaaehtoisesti, ikään kuin etukäteen.

Talusojohtajan mukaan painetta rahoituslaskelman julkistamiseen ei ole tullut omistajilta tai muiltakaan sidosryhmiltä. Hänen mukaansa konsernin tarkoitus on vain toimia Suomen lakin mukaisesti sekä ”kunnan kansalaisen tavoin”. Lakisääteisyysargumentti ei toimi tässä sikäli, että kyse on vapaaehtoisesta julkistamisesta. Toisaalta sen ei tarvitsekaan, koska edustaja painottaa nimenomaan ”kunnan kansalainen” -argumenttia. Hänen mukaansa konsernia katsotaan pitkälti kokonaisuutena, ja tästä näkökulmasta on katsottu paremmaksi olla avoimia ja julkistaa mieluummin liian paljon kuin liian vähän tietoa.

*”Omistajayhtiömme on julkinen osakeyhtiö, joten tietynlainen avoimuus kuuluu konseptiin myös meidän osaltamme.” (A:n edustaja)*

Keskustelua julkistamisesta on käyty myös yhtiön tilintarkastajan kanssa, eikä tämä ole vastustanut rahoituslaskelman vapaaehtoista julkistamista. A:n edustaja ei näe rahoituslaskelman julkistamisesta aiheutuvan merkittäviä kustannuksia yritykselle, lukuun ottamatta sitä vähäistä työaikaa, joka laskelman laatimiseen menee. Hän ei usko, että myöskään A:n kilpailijat pystyisivät hyödyntämään julkistettua kassavirtainformaatiota oman liiketoimintansa suunnittelussa.

*”Olemme globaali firma, joten hinnoittelu tehdään pitkälti kansainvälisellä tasolla. Olemme ohjelmistotalalla, ja tuotekehityksemme tehdään jossain muualla (kuin Suomessa), joten suuri osa tuotteemme kuluista tulee muualta kuin Suomesta. En näe, että tässä liiketoimintamallissa kassavirtatietojemme tunteminen hyödyttäisi kilpailijoitamme kansallisella tasolla.” (A:n edustaja)*

Talusojohtaja uskoo, että A:n sidosryhmät ovat tyytyväisiä vapaaehtoisesti annetun informaation antamiseen. Hän ei näe saavutettuja hyötyjä kuitenkaan merkittävänä. Tätä tukee myös hänen lausuntonsa siitä, että laskelman julkistamisen eduista ja haitoista ei käydy merkittävää keskustelua yhtiössä. Hän toisaalta lisää, että julkistettujen lukujen taso vaikuttaa asiaan; jos ne olisivat tyystin alakanttiin, vapaaehtoista julkistusta ei välttämättä tehtäisi. Viimeisin lausunto tukee aikaisemmassa tutkimuksessa ja teoriassa esitettyä väittämää siitä, että heikommin kannattava yritys on vähemmän altis julkistamaan tilinpäätöstietojaan vapaaehtoisesti kuin kannattava yritys.

### 5.1.2 Yritys B: urheilukeskukset

**Taulukko 2: Yritys B:n tilinpäätöstiedot 2013**

Ala	Urheilulaitosten toiminta
<b>Liikevaihto</b>	2,0 milj. €
<b>Taseen loppusumma</b>	17,7 milj. €
<b>Henkilöstön lkm keskimäärin</b>	38

Yritys B:n liiketoimintaan kuuluu uimahalli ja muuta sekalaista liikuntatoimintaa. B muodostaa kahden samalla alalla toimivan osakeyhtiön kanssa yrityskokonaisuuden, jossa kaupungil-

la on jokaisessa yhtiössä osake-enemmistö. Yritykset eivät muodosta keskenään konsernia, mutta niillä on yhteinen hallinto. Yksi näistä yrityksistä on velvoitettu julkistamaan rahoituslaskelman, loput kaksi eivät. Tästä huolimatta kaikki julkistavat laskelman. Myös yhden tähän kokonaisuuteen kuuluvan yhtiön pieni tytäryhtiö julkistaa rahoituslaskelmansa ilman lain-säädännöllistä velvoitetta.

Hallinnon talouspäällikkö valottaa julkistamisen taustoja:

*”Joudumme joka tapauksessa raportoimaan rahoituslaskelman kaupungille, joten miksi emme liittäisi sitä samalla osaksi tasekirjaamme? Avointahan se on; siinä ei ole liiketaloudellisessa mielessä mitään salaista. Kaikki yrityksemme ovat voittoa tavoittelemattomia. Sitä paitsi, kaupunki painottaa avointa politiikkaa kaikessa päätöksenteossa.”* (B:n edustaja)

Avoimuus on tämän pohjalta siis päämotiivi vapaaehtoiselle julkistamiselle. Hänen mukaansa avoimen tiedotuksen välityksellä veronmaksajat näkevät, mihin heidän rahansa menevät. Talouspäällikkö ei näe, että ohjausta rahoituslaskelman julkistamiselle olisi tullut muilta sidosryhmiltä kuin omistustaholta.

*”Yhtiöidemme hallituksissa istuu muun muassa kaupungin rahoitusjohtaja, joka on esittänyt kaupungin toiveen asiassa. Myös tilintarkastaja on sanonut tähän mielipiteensä. Lopultaan päätös (julkistamisesta) on ollut yhteinen. Laskelma on joka tapauksessa ollut siellä (osana julkistettua tasekirjaa) jo kauan, joten mikään uusi juttu se ei ole.”* (B:n edustaja)

Tämän pohjalta näyttää, että julkistamisesta on tullut pitkäaikainen tapa.

Talouspäällikkö ei usko, että rahoituslaskelman vapaaehtoisesta julkistamisesta voisi koitua mitään haittaa B:lle. Hän toteaa, että kaupunki omistaa yhtiön lähes kokonaan, eikä loppuilla osakkeilla hänen mukaansa käydä aktiivista kauppaa, minkä lisäksi yhtiö ei jaa osinkoa.

*”Kaupunki tukee uimahallitoimintaa rahallisesti pääsylipun hinnan alentamiseksi, mutta muut osakkaat eivät.”* (B:n edustaja)

Yhtiöt ovat näin tietynlaista välillistä julkishallintoa, jonka tehtävä on toteuttaa kaupungin julkinen palvelu. Rahoituslaskelman vapaaehtoisesta julkistamisesta ei voi talouspäällikön näkemyksen mukaan koitua haittaa vähemmistöosakkaillekaan tällaisessa konseptissa.



*"Muut osakkaat (kuin kaupunki) eivät juurikaan noteeraa rahoituslaskelmaa yhtiökokouksessa." (B:n edustaja)*

Taluspäällikön mukaan B:llä ei ole varsinaisia kilpailijoita, ainakaan uimahallitoiminnassa. Täten on vaikea arvioida, kiinnostaisiko niitä hyödyntää B:n julkistamaa rahoituslaskelmaa millään tavoin.

*"Kylpylät eivät ole kilpailijoitamme, koska ne toimivat täysin eri hintakategoriassa, eivätkä saa kaupungilta tai valtiolta avustuksia. Joku voisi nähdä, että liikuntakeskustoiminnassa meillä voisi olla kilpailijoita yksityisellä puolella." (B:n edustaja)*

Hän lisää, että tasekirjassa liikuntakeskustoimintaa ei ole kuitenkaan eritelty uimahallitoiminnasta, joten liikuntakeskustoiminnan investointeja tai kuluja ei pysty näkemään erikseen. Näin kilpailijat eivät pysty vertailemaan lukuja omiinsa kyseisen julkistuksen pohjalta.

*"Varmaan ne tarkkailevat enemmän hintojamme." (B:n edustaja)*

Taluspäällikön eteen ei ole tullut tilannetta, jossa rahoituslaskelma olisi ollut ratkaiseva tekijä esimerkiksi luotonsaannin kannalta, koska B:n taloustilanne on aina ollut vakaa.

*"Se antaa myös aina selkänöjaa, että on kaupungin tytär yhteisö." (B:n edustaja)*

Rahoituslaskelman julkistamisesta ei ole myöskään käyty merkittävää keskustelua sen jälkeen, kun se on katsottu hyväksi tavaksi.

*"Jos jotain haittaa laskelman julkistamisesta olisi ilmennyt, harkinta tehtäisiin varmaan uudelleen." (B:n edustaja)*

### 5.1.3 Yritys C: pakkauspalvelut

**Taulukko 3: Yritys C:n tilinpäätöstiedot 2013**

Ala	Pakkauspalvelut
<b>Liikevaihto</b>	8,5 milj. €
<b>Taseen loppusumma</b>	2,5 milj. €
<b>Henkilöstön lkm keskimäärin</b>	38

Yritys C:n toimintaan kuuluvat nestekaasupullojen täyttö, huolto ja jakelu. Yritys on kahden suuren, kaasualalla toimivan yrityksen yhteisomistuksessa 50-50-suhteessa. Yrityksellä on tärkeä merkitys omistusyhtiöilleen, koska Suomessa ei ole montaa nestekaasupullojen käsittelemiseen erikoistunutta yritystä. Omistajayhtiöt seuraavatkin tarkkaan C:tä; kummankin omistajayhtiön oma tilintarkastaja tarkastaa C:n tilinpäätöksen ja kirjanpidon, muun muassa. C:n taluspäällikön mukaan omistajien halu on selkeästi keskeisin syy rahoituslaskelman vapaaehtoiseen julkistamiseen yrityksessä:

*"Omistajat ovat kilpailijoita ja ovat sopineet keskenään, että raportoidaan näin -- Tässä pitää olla puolueeton ja tasapuolinen molempia yhtiöitä kohtaan." (C:n edustaja)*

Tässäkin haastattelussa korostuu se, että rahoituslaskelmasta on tullut vakiintunut osa yrityksen tilinpäätöstä, eikä mallia ole liiemmin vaihdettu tai sitä ei ole vertailtu vaihtoehtoihin malleihin.

*"Olen ollut tässä yli 20 vuotta, ja aina ollaan tehty tämä (tilinpäätös) samalla kaavalla." (C:n edustaja)*

Taluspäällikön mukaan rahoituslaskelman julkistamisesta ei käydä erityisempää keskustelua. Muut sidosryhmät eivät ole hänen mukaansa myöskään ohjanneet C:tä laskelman julkistamiseen. Toisaalta hän mainitsee laskelman julkistamisen helpottavan myös tilintarkastajien työtä.

*"Teemme tämän itsellemme ja omistajillemme. -- On mielestäni reilua, että tehdään se (rahoituslaskelma), vaikka ei tarvitsisi tehdä täydellistä tilinpäätöstä. Se on selkeätä ja helppoa tilintarkastajille -- Mitä selkeämpi tase-erittely ja raportointi on, sitä helpompaa heidän on tehdä työtään." (C:n edustaja)*

Taluspäällikkö ei näe rahoituslaskelman tuomaa lisäarvoa merkittävänä haettaessa luottoa pankilta.

*”Samathan ne näkevät melkein, jos niillä on tuloslaskelma ja tase.”* (C:n edustaja)

Hän korostaa rahoituslaskelman olevan ”vain raportti”, joka helpottaa pankkia siinä mielessä, että pankin ei tarvitse laskea itse laskea yritykselle rahoituslaskelmaa. Sisäisen päätöksenteon kannalta laskelmasta ei ole myöskään hyötyä, koska yrityksellä sisäiseen seurantaan omat työkalut.

Taluspäällikkö ei usko, että kilpailijayritykset voisivat käyttää rahoituslaskelmaa merkittävässä määrin hyväkseen.

*”Eihän tämä (rahoituslaskelma) nyt niin hirveästi kerro. -- Jotain siitä voisi kai laskea.”* (C:n edustaja)

Hän toisaalta korostaa C:n rahoituslaskelman olevan hyvin yksinkertainen. Tästä on helppo olla yhtä mieltä, koska kyseinen epäsuora laskelma sisältää ainoastaan muutamia rivejä kutakin rahavirtaa – liiketoiminnan, investointien ja rahoituksen rahavirtaa – kohden.

Taluspäällikkö ei näe erityisiä taloudellisia tekijöitä, jotka voisivat motivoida yrityksiä julkistamaan rahoituslaskelmaa vapaaehtoisesti C:n toimialalla.

#### 5.1.4 Yritys D: jätteiden käsittely

**Taulukko 4: Yritys D:n tilinpäätöstiedot 2013**

Ala	Tavanomaisen jätteen käsittely ja loppusijoitus
<b>Liikevaihto</b>	6,0 milj. €
<b>Taseen loppusumma</b>	4,5 milj. €
<b>Henkilöstön lkm keskimäärin</b>	4

Yritys D:n toimialaa ovat biojätteiden, puhdistamolietteiden sekä erilaisten elintarviketeollisuuden sivutuotteiden käsittely. D kuuluu noin 10 miljoonan liikevaihdolla operoivaan ympä-

ristöpalveluita tuottavaan konserniin, mutta sillä on vähemmistöomistaja, jolla on hallussaan noin 25 prosenttia D:n osakkeista. Vähemmistöomistaja on suuri elintarvikeyritys, joka on listattu Helsingin Pörssissä.

Vähemmistöomistaja on myös D:n toimistopäällikön mukaan syynä siihen, miksi D julkistaa rahoituslaskelmansa vapaaehtoisesti osana tilinpäätöstään. Hänen mukaansa D:n vähemmistöomistaja laatii kaikkien osaomistusyritystensä kirjanpidon ja tilinpäätöksen saman kaavan mukaisesti, ja D:ssä kunnioitetaan tätä käytäntöä julkistamalla laskelma, vaikka lainsäädännöllistä pakkoa siihen ei ole. Muut sidosryhmät eivät toimistopäällikön mukaan ole kyselleet tai vaatineet D:ltä rahoituslaskelman julkistamista, joskin hän arvioi rahoittajien suhtautuvan myönteisesti rahoituslaskelman vapaaehtoiseen julkistamiseen. Toimittajien kohdalla hän ei näe rahoituslaskelmalla olevan merkittävää vaikutusta.

Toimistopäällikön mukaan rahoituslaskelman laatimisesta ja julkistamisesta ei aiheudu merkittäviä kustannuksia D:lle.

*”Ei olla sellaisessa kunnossa, että sitä ei voisi julkistaa. Meillä on ollut tässä valtavat investoinnit muutama vuosi taaksepäin, joten lainanlyhennykset rasittavat meitä suunnattomasti tällä hetkellä, mutta muutoin toimintamme on tuloksekasta.”* (D:n edustaja)

Hän antanee tällä ymmärtää, että kustannuksia saattaisi siis syntyä, mikäli toiminta ei olisi-kaan ”tuloksekasta.” Tämä on linjassa aikaisemmassa tutkimuksessa ja muissa tämän tutkimuksen haastatteluissa esitetyn näkemyksen kanssa siitä, että kannattavuudella saattaa käänteinen korrelaatio julkistamishalukkuuden kanssa. Toisaalta hän ei myöhemmässä haastattelun vaiheessa osaa sanoa, onko kannattavuudella – kuten muillakaan tekijöillä – todellista yhteyttä julkistamiseen, joten kokonaiskuva jää ristiriitaiseksi tämän osalta.

Kilpailijayritysten mahdollisuuteen käyttää hyväksi D:n julkistamaa rahoituslaskelmaa oman liiketoimintansa suunnittelussa toimistopäällikkö suhtautuu skeptisesti:

*”Jos ovat fiksuja, niin miksi eivät käyttäisi. Mutta en tiedä toisaalta, voiko toista yritystä todella apinoida rahoituslaskelman perusteella.”* (D:n edustaja)

Hän toteaa, että D:ssä itsessään seurataan kilpailijoita, mutta sen samankokoiset kilpailijat eivät julkista rahoituslaskelmiaan vapaaehtoisesti, joten sen hyödyntämisestä hän ei voi sanoa tarkemmin.

Toimistopäällikkö toteaa, että D ei todennäköisesti julkistaisi rahoituslaskelmaansa, jos yhtiön vähemmistöosakas ei laskelmaa pyytäisi. Hän lisää, että D toki harkitsee, mitä kannattaa julkistaa vapaaehtoisesti ja mitä ei, mutta rahoituslaskelma on katsottu sellaiseksi raportiksi, joka voidaan antaa julkisuuteen.

### 5.1.5 Yritys E: energiapalvelut

**Taulukko 5: Yritys E:n tilinpäätöstiedot 2013**

Ala	Teollisuutta palveleva lämmön ja kylmän erillistuotanto
<b>Liikevaihto</b>	4,7 milj. €
<b>Taseen loppusumma</b>	4,8 milj. €
<b>Henkilöstön lkm keskimäärin</b>	16

Yritys E on monipuolinen energiapalveluiden tarjoaja. Sen liiketoimintaan kuuluvat pääasiassa energianmyynti sekä tuotantolaitteiden vuokraus, mutta myös muun muassa sähkön, kaasujen ja höyryn mittaamista, säätämistä ja suodattamista sekä näihin liittyvää tutkimusta, konsultointia ja suunnittelua. E kuuluu muutaman yhtiön konserniin, jonka liikevaihto on noin 14 miljoonaa.

E:n talousjohtajan mukaan syyt rahoituslaskelman vapaaehtoiselle julkistamiselle ovat moniulotteisia. Tärkein syy on kuitenkin se, että E:n konsernissa kaikki yhtiöt julkistavat laskelman:

*"Emo tekee rahoituslaskelman tilinpäätökseensä. Kun se on valmiina kaikista muistakin, se helpottaa konsernitilinpäätöksen oikeellisuutta ja seuranta." (E:n edustaja)*

Talousjohtaja lisääkin, että syyt rahoituslaskelman vapaaehtoiseen julkistamiseen ovat pitkälti sisäisiä:

*”Se on laadittu omaan sisäiseen käyttöön, mutta se on annettu myös julki ikään kuin lisätietona.”* (E:n edustaja)

E:n talousjohtaja mainitsee sidosryhmistä rahoittajat yhtenä tahona, jolle rahoituslaskelma julkistetaan, mutta ei korosta sen merkityksellisyyttä julkistamispäätöksessä:

*”Rahoittajien kannalta se tehdään taustainformaatioksi. -- On se siellä taustalla, vaikka ei se suoraan ole syy siihen (julkistamiseen). Yhtenä rikkana rokassa, sanotaan näin.”* (E:n edustaja)

Hän nostaa esiin yhtenä tekijänä rahoittajiin liittyen myös E:n toimialan:

*”Yrityksemme on hyvin investointivaltainen, koska toimii energia-alalla. Liiketoiminta perustuu oikeastaan omistettuun käyttöomaisuuteen ja sen liiketoiminnalliseen hyödyntämiseen. -- Korvausinvestoinnit tehdään pääasiassa vieraalla pääomalla. Siinä mielessä se (rahoituslaskelma) antaa parempaa kuvaa, mikä on rahoitustilanne.”* (E:n edustaja)

Painetta tai ohjausta rahoituslaskelman julkistamiseen E ei ole talousjohtajan mukaan kuitenkaan saanut sidosryhmiltään. Hän korostaakin avoimuutta konsernin julkistamiskäytännössä:

*”Ei avoimuudesta ainakaan haittaa ole. -- Ensilukemalla se (tilinpäätös, joka sisältää rahoituslaskelman) antaa paremman kuvan sille, joka käy sen läpi. Silloinhan se aina helpottaa, jos joku rahoittaja tai tavarantoimittaja käy sen läpi, niin siinä on enemmän informaatiota.”* (E:n edustaja)

Talousjohtajan mukaan rahoittajille syötetään ylimääräistä kassavirtainformaatiota rahoituslaskelman ohella, joten kommunikaatio heidän kanssaan ei jää tilinpäätöstietojen varaan. Pankille raa'an tason kassavirtaennusteita annetaan jo budjetointivaiheessa.

Rahoituslaskelman julkistaminen ei ole kuitenkaan itsestään selvä vaan harkinnanvarainen asia E:n konsernissa.

*”On tehty strateginen päätös, että se (rahoituslaskelma) on osa julkistettavaa tilinpäätösaineistoamme ja sillä mennään. Aina jossain vaiheessa kun kirjanpitolaki tai joku muu muuttuu, ja tilinpäätöksessä julkaistavat jutut päivittyvät, yleensä (E:ssä) harkitaan, mitä tilinpäätöksessä julkistetaan.”* (E:n edustaja)

Talousjohtaja ei näe rahoituslaskelman laatimisen ja julkistamisen aiheuttavan E:lle merkittäviä kustannuksia. Hän ei myöskään usko, että yhtiön kilpailijat voisivat suoraan käyttää laskelmaa hyväkseen omassa toiminnassaan, joskin julkistaminen toki ”helpottaa heidän työtään”.

*”Kun tilinpäätöksiä analysoidaan, niin neidän tehdään koneellisesti joka tapauksessa nykypäivänä. Järjestelmä sylkäisee rahoituslaskelman ulos joka tapauksessa raa’alla tasolla, josta saa saman verran tietoa kuin tuosta meidän rahoituslaskelmasta, joten siinä mielessä laskelma ei anna sellaista informaatiota, joita ne (kilpailijat) eivät muuten saisi.” (E:n edustaja)*

Talousjohtaja ei usko, että rahoituslaskelman julkistamisesta voisi koitua suoranaisia kustannuksia E:lle, koska yrityksen taloudellinen tilanne on hyvä. Hän siis vihjaa, että kustannuksia voisi syntyä, mikäli yrityksen kannattavuus ei olisi kohdallaan, ja huonot kassavirrat korostuisivat rahoituslaskelmassa.

### 5.1.6 Yritys F: liikkeenjohdon konsultointi

#### Taulukko 6: Yritys F:n tilinpäätöstiedot 2013

Ala	Liikkeenjohdon konsultointi
<b>Liikevaihto</b>	1,3 milj. €
<b>Taseen loppusumma</b>	2,5 milj. €
<b>Henkilöstön lkm keskimäärin</b>	16

Yritys F harjoittaa muun muassa konsultti- ja rahoituspalveluita sekä teknisten tuotteiden maahantuontia ja tukkukauppaa. Yhtiö on perheyriutus, joka kuuluu yrityskokonaisuuteen, jossa on F:n lisäksi neljä muuta pientä yhtiötä. Näillä yhtiöillä on yhteinen hallinto. F:n toimitusjohtajan mukaan rahoituslaskelma julkistetaan nimenomaisesti F:n omistajia varten. Hän lisää, että muutkin saman hallinnon alaiset yhtiöt julkistavat rahoituslaskelman, vaikka ne eivät ole siihen velvoitettuja. Tällä hän katsoo haettavan avoimuutta omistajien suuntaan sekä ”paremman taloudellisen kokonaiskuvan” rakentamista heille. Mielenkiintoisena kuriositeettina toimitusjohtaja mainitsee, että hänellä itsellään on ”tausta suuressa yrityksessä, millä voi olla vaikutusta asiaan.” Tällainen ei ole tullut esiin muissa haastatteluissa, mutta lienee hyvin mahdollista, että talouspäättäjien henkilökohtaisella taustalla erilaisine kokemuksineen on vaikutusta päätöksentekoon myös julkistamisasioissa.

Toimitusjohtajan mukaan avainasemassa rahoituslaskelman laatimisessa ja julkistamisessa on se, että tilintarkastaja tarkistaa raportin. Sen vuoksi se julkistetaan nimenomaisesti osana tilinpäätöstä, eikä sitä välitetä kohdetahoille epämuodollisesti.

*”Sitä kautta oikeellisuus ja objektiivisuus ovat läsnä. -- Tämä on ihan itsestään selvää raportointia. Ehkä siinä on se, että kun teet tällaisen raportin, ja se on tilintarkastettu, se on virallinen. Siinä ei ole silloin mitään omaehtoisuutta eikä mitään spekulatiion mahdollisuutta.”* (F:n edustaja)

Tässä haastattelussa painottuukin vahvasti rahoituslaskelman raporttimaisuus, eikä sen laadinnassa tai julkistamisessa nähdä sen syvällisempiä taustatekijöitä. Toimitusjohtaja painottaa esimerkiksi, että hän ei näe laskelmaa millään tavalla suunnittelutyökaluna, vaan suunnitteluun on täysin omat välineensä.

Toimitusjohtaja ei osaa nimetä kustannuksia, joita rahoituslaskelman laatimisesta ja julkistamisesta voisi aiheutua F:lle.

*”Kyllähän se tulee aivan automaattisesti, työkustannuksia siitä ei aiheudu.”* (F:n edustaja)

Tällä hän viittaa siihen, että laskelman saa tulostettua kirjanpitojärjestelmästä ilman ylimääräistä huomiota. Hän ei usko, että laskelman julkistamisesta voisi olla kilpailijoillekaan hyötyä:

*”Rahoituslaskelma ei pidä sisällään mitään tietoa, mitä et saa virallisesta tilinpäätöksestä muuten tietää -- Voit itse tehdä yrityksen rahoituslaskelman, jos yritys ei ole sitä tehnyt.”* (F:n edustaja)

Tällä hän viittaa tunnettuun tosiasiaan, että rahoituslaskelman voi laatia ainakin suurpiirteisesti oikein taseen, tuloslaskelman ja liitetietojen pohjalta.

*”Kilpailumielessä se on varmasti aivan tarpeeksi tarkka.”* (F:n edustaja)

Toimitusjohtaja ei usko rahoituslaskelman julkistamisen vaikuttavan merkityksellisesti yrityksen sidosryhmiin. Hän ei myöskään usko mihinkään taloudellisiin tekijöihin, jotka voisivat



olla yhteydessä halukkuuteen julkistaa rahoituslaskelma F:n toimialalla. F itsessään on ollut viime vuosina kannattava yhtiö. Julkistamispolitiikka toimitusjohtajan hallinnoimissa neljässä muussa yhtiössä on kuitenkin linjassa hänen kannanottonsa kanssa; rahoituslaskelma julkistetaan niissä kaikissa, vaikka kaikilla niillä ei hänen mukaansa mene hyvin. Toimitusjohtajan mukaan yrityksen kannattavuuden ja luottokelpoisuuden ”talousihminen osaa muutenkin katsoa”.

### 5.1.7 Yritys G: rakentaminen

**Taulukko 7: Yritys G:n tilinpäätöstiedot 2013**

<b>Ala</b>	Asuin- ja muiden rakennusten rakentaminen
<b>Liikevaihto</b>	9,3 milj. €
<b>Taseen loppusumma</b>	2,4 milj. €
<b>Henkilöstön lkm keskimäärin</b>	20

Yritys G on kiinteistörakentamiseen erikoistunut yritys. G:n toimitusjohtaja on antanut yrityksensä tilitoimistolle vahvan valtakirjan yrityksen tilinpäätösasioista, eikä G:ssä ei ole tehty myöskään päätöstä rahoituslaskelman julkistamisesta vapaaehtoisesti. Haastatteluun pyydettiin G:n tilitoimiston toimitusjohtaja, joka vastasi kysymyksiin G:n puolesta tehdyistä ratkaisuista. Hän ei toivonut keskustelua nauhoitettavan, joten haastattelun tiedot perustuvat muistutuksiin.

Toimitusjohtajan mukaan tilitoimiston tapa on, että mikäli kirjanpitolaissa määritetyt rajat ovat kerran ylittyneet ja rahoituslaskelma on julkaistu, julkistamiskäytäntöä ei aleta muuttamaan, vaan julkistamista jatketaan myös tulevaisuudessa. Perusteeksi hän esittää kirjanpitolaian johdonmukaisuuden periaatteen noudattamisen. Hänen mukaansa on myös hyvä, että kun laskelman laatii joka vuosi, ovat vertailutiedot valmiina tulevaisuutta varten, mikäli rajat ylittyvät uudestaan ja laskelmaa pitää alkaa julkistamaan. Toimitusjohtajan mukaan G on juuri tähän kaavaan sopiva yritys; rajat ovat vuosia takaperin kerran ylittyneet, ja siitä lähtien laskelmaa on julkistettu. Käytäntö on hänen mukaansa tilitoimiston oma, mutta laskelman vapaaehtoisesta julkistamisesta keskustellaan tarvittaessa myös asiakasyrityksen kanssa.

G:n sidosryhmät eivät ole ohjanneet yritystä julkistamaan rahoituslaskelmaansa, toimitusjohtaja sanoo. Hänen mukaansa rahoituslaskelmaa parempia tunnuslukuja ja analyysyjä sidosryhmille on saatavilla rahoitusyhtiöistä ja muilta rahoituspalveluiden tarjoajilta. Hän lisää, että ne sidosryhmät, jotka ovat kassavirtatiedosta todellisuudessa kiinnostuneita, pyytävät tiedot suoraan yrityksestä, eivätkä sikäli tarvitse tilinpäätöksen rahoituslaskelmaa. Toimitusjohtaja arvioi, että avoimuudesta ei ole oletettavasti haittakaan, mutta ei näe rahoituslaskelmaa niin merkitykselliseksi raportiksi, että sitä kannattaisi julkistaa edes avoimuuden nimissä. Joitain tilinpäätöstietoja on hänen mukaansa toki hyödyllistä julkistaa vapaaehtoisesti, mutta katsoo paremmaksi olla nimeämättä esimerkkejä.

Toimitusjohtaja ei näe käytännössä mitään kustannuksia, joita G:lle tai tilitoimistolle voisi aiheutua rahoituslaskelman laatimisesta ja julkistamisesta. Hänen mukaansa laskelman voi tulostaa automaattisesti tilinpäätösohjelmasta, eikä laskelman oikeellisuutta ole mitään syytä kyseenalaistaa, jos ohjelman kaavat ovat oikein ja ammattimaisesti laadittu. Hänen mukaansa ajallinen tappio laskelman liittämistä osaksi tilinpäätöstä on minuuttien luokkaa vuodessa. Hyödyt, joita kilpailijat voisivat laskelmasta saada, ovat hänen mukaansa minimaaliset: laskelmasta voisi saada joitain tietoja selville, mutta ei se kerro kuitenkaan koko totuutta yrityksen rahoitustilanteesta. Kilpailija voisi käyttää laskelmaa hänen mukaansa esimerkiksi hinnoittelun apuna, mutta laskelman lisäksi arvioijalla tulisi olla paljon muitakin laskelmia sekä tarkka yleiskuva kohdetuotteesta. Hän nostaa esiin myös sen, että rahoituslaskelma ei kerro mitään tilikauden sisäisistä kausivaihteluista, koska aikavälinä on koko tilikausi.

Rahoituslaskelman pitkä, koko tilikauden mittainen sykli on keskeinen syy myös, miksi rahoituslaskelma ei toimitusjohtajan mukaan ole sopivin työkalu sisäiseen seurantaan. Paremman puutteessa se on toki parempi kuin ei mitään, mutta juuri kausivaihteluiden vuoksi seurantaa tulisi olla vähintään kvartaaleittain, hän lopettaa.

## 5.2 Rahoituslaskelman julkistamatta jättäneet yritykset

### 5.2.1 Yritys H: tietokoneohjelmistot

**Taulukko 8: Yritys H:n tilinpäätöstiedot 2013**

Ala	Ohjelmistojen suunnittelu ja valmistus
<b>Liikevaihto</b>	7,4 milj. €
<b>Taseen loppusumma</b>	4,1 milj. €
<b>Henkilöstön lkm keskimäärin</b>	25

Yritys H on nopeasti kasvava ohjelmistoyritys, joka ei ole julkaissut rahoituslaskelmaa, vaikka se on tilivuonna 2013 jo ylittänyt kirjanpitolaissa määritetyt rajat. Tässä tutkimuksessa se voidaan nähdä yritys A:n vastinparirytyksenä saman toimialansa ja suurpiirteisesti saman kokoluokkansa vuoksi. H:n talouspäällikön mukaan rahoituslaskelmaa ei ole julkaistu, koska H ei ole siihen lakisääteisesti velvoitettu, eikä heidän tilintarkastajansa ole katsonut, että laskelmaa tarvitsisi julkaista.

*”Sen verran pieni ollaan kuitenkin oltu yrityksenä. Kaikki erät ovat aika selkeitä ja liiketoiminta on selkeätä -- Meillä ei oikeastaan ole käyttöomaisuutta eikä investointien rahavirtoja. Se (rahoituslaskelma) olisi aika yksinkertainen, jos joitain eri rahavirtoja alettaisiin laskemaan. -- Siitä ei saada tällä hetkellä niin paljoa lisäinformaatiota, että sitä kannattaisi alkaa tehdä.” (H:n edustaja)*

Taluspäällikkö nostaa esiin yhtenä syynä julkistamattomuudelle myös sen, että rahoituslaskelmaa ei ole julkistettu aikaisemmin. Muut haastatellut yritys edustajat eivät ole nostaneet tätä esiin, mutta on loogista, että yrityksen julkistamisratkaisuun kunakin tilikautena vaikuttaa myös se, mitä on tehty aiempina tilikausina.

H:n omistaa suuri, ETA-alueella toimiva pörssiyhtiö, mikä on myös yhdistävä tekijä A:n ja H:n välillä. Kummassakaan yrityksessä omistajalta ei ole kuitenkaan tullut kehotusta Suomen kirjanpitolain mukaisen rahoituslaskelman julkistamiseen. H:n talousjohtaja mainitsee, että rahoituslaskelma on olemassa yhtiön konserniraportointijärjestelmässä, mutta se ei ole julkinen, ja se on laadittu IFRS-standardien perusteella. H on toisaalta kasvanut edeltävinä vuosina melko lähelle kirjanpitolain raja-arvoja, ja rahoituslaskelman julkistamista on jo harkittu.

*”Viimeisessä tilinpäätöksessä on kyllä otettu esille, että se (rahoituslaskelma) saattaa tulla tulevaisuudessa tehtäväksi.” (H:n edustaja)*

Taluspäällikkö ei usko, että rahoituslaskelman julkistamisesta voisi potentiaalisesti koitua haittoja H:lle.

*”Meillä on hyvin vahva rahoitusrakenne; ei ole lainoja ja olemme täysin omavarainen yritys. Rahat kiertävät hyvin ja asiakkaat maksavat. Eikä ole suuria investointeja toimialamme luonteen vuoksi.” (H:n edustaja)*

Tällä hän viittaa siihen, että H:n luvut näyttävät niin hyviltä, että julkistamisesta ei voisi koitua haittaa niiden negatiivisuuden tähden.

*”Tietenkin tilanteet vaihtelevat, mutta sitten meillä on tämä konsernirakenne, joka toimii tukena ja turvana.” (H:n edustaja)*

Hän ei myöskään usko H:n kilpailijoiden katsovan H:n tilinpäätöstietoja ”yksittäisiä tapauksia lukuun ottamatta.” Hän argumentoi H:n olevan myös niin ”erikoistunut yritys”, että kilpailijoita ei ole montaa.

Taluspäällikkö ei usko, että rahoituslaskelman julkistaminen vaikuttaisi H:n tilinpäätöstietojen käyttäjiin mitenkään.

*”Erät ovat pieniä, ja ilmenevät oikeastaan (muualta) tilinpäätöksestä. Ei ole oikeastaan sellaisia eriä, joita ei saataisi siitä laskettua. Se (H:n tilinpäätös) on kuitenkin niin yksinkertainen.” (H:n edustaja)*

Hän toteaa, että sidosryhmät eivät ole myöskään kehottaneet H:ta laskelman julkistamiseen. Toisaalta hän lisää, että jos joku taho kuten asiakas pyytäisi laskelmaa, laskelma voitaisiin julkistaa. Samanlaisena, esimerkinomaisena tapauksena hän nostaa esiin tilanteen, jossa joku sijoitusyhtiö haluaisi ostaa H:n ja olisi kiinnostunut laskelmasta.

## 5.2.2 Yritys I: urheilukeskukset

**Taulukko 9: Yritys I:n tilinpäätöstiedot 2013**

Ala	Urheiluseurojen toiminta
<b>Liikevaihto</b>	0,7 milj. €
<b>Taseen loppusumma</b>	3,2 milj. €
<b>Henkilöstön lkm keskimäärin</b>	7

Yritys I on pienehkö palloiluhallitoimintaa harjoittava osakeyhtiö, joka ei ole julkistanut rahoituslaskelmaa. Talousasioista vastaavan hallipäällikön mukaan julkistamattomuudelle ei ole erityistä syytä, eikä julkistamista ole myöskään käytännössä harkittu. Liiketoiminnan luonteen vuoksi kassanhallintaa ei tule kuitenkaan aliarvioida sisäisessä päätöksenteossa:

*”Bisnes on hyvin keskittynyttä. Hyvin yksinkertainen jako on esimerkiksi, että kesäheinäkuussa saatu liikevaihto on aivan murto-osa siitä, mitä se on talvikaudella.”* (I:n edustaja)

Hallipäällikön mukaan kassavirtalaskelmia laaditaan myös tilanteen mukaan, esimerkiksi investointeja tehtäessä.

Ainoa sidosryhmä, jolle I toimittaa kassavirtatietojaan, on yrityksen pankki.

*”Heille toimitetaan hyvin ajantasainen laskelma.”* (I:n edustaja)

Sidosryhmät eivät ole hallipäällikön mukaan ohjanneet I:tä rahoituslaskelman julkistamiseen. Hän uskoo, että sidosryhmät suhtautuisivat positiivisesti, mikäli rahoituslaskelma julkistettaisiin, mutta ei näe vaikutusta merkittävänä.

*”Jos laskut olisivat koko ajan rästissä, niin jotain firmaa (tavarantoimittajaa) saataisi ruveta kiinnostamaan, mikä on asiakkaan rahoituslaskelma. Yleensä tämän tyyppisessä toiminnassa ollaan tekemisissä mailanvalmistajien ja urheiluvälinevalmistajien kanssa. Jos laskua ei pysty maksamaan, niin aika äkkiä tilaukset loppuvat siihen, ennen kuin ne jaksavat katsoa rahoituslaskelmia.”* (I:n edustaja)

Hallipäällikön mukaan pankki lienee I:n alalla ainoa sidosryhmä, jossa kassavirtainformaatio todella kiinnostaa.

Hallipäällikön mukaan rahoituslaskelman laatiminen ja julkistaminen eivät todennäköisesti aiheuttaisi merkittäviä kustannuksia J:lle ylimääräisen työn takia. Hän ei myöskään näe, että kilpailijat voisivat käyttää laskelmaa ratkaisevalla tavalla hyväkseen. Hän jopa kyseenalaistaa koko kilpailun olemassaolon I:n toimialalla:

*”Urheiluhallibisneksessä hallit ovat hyvin erilaisia. Jos vertaa esimerkiksi elokuvateattereihin ja kauppoihin, niiden palvelut ovat (kaikkialla) samat.”* (I:n edustaja)

Hänen mukaansa hallien pitkät etäisyydet toisistaan, niiden eri kokoluokat ja erilaiset lajivaihtoehdot differoivat niitä toisistaan niin paljon, että kilpailu tuntuu ainoastaan epäsuoralta.

*”Tunnen kaikkien hallien toimitusjohtajat ja kanssakäymistä on paljon. Ei tässä nähdä sellaista kilpailua. -- Toki joku voi ajatella, että kilpailemme kaikki ihmisten vapaa-ajasta.”* (I:n edustaja)

I:n osakekanta on 100-prosenttisesti yksityisen holding-yhtiön omistuksessa. Omistaja ei ole esittänyt toivetta rahoituslaskelman laatimisesta. I toimii samalla toimialalla kuin yritys B, joten niiden välillä voidaan tehdä mielekkäästi vertailua. I on kuitenkin huomattavasti pienempi kuin B. Aikaisemmassa tutkimuksessa esitetty löydös koon vaikutuksesta halukkuuteen tehdä vapaaehtoisia julkistuksia näyttäisi pätevän siis tässä. I:n edustaja on tietoinen B:n tilanteesta ja nostaakin esille kokotekijän:

*”Se on niin paljon isompaa yksikköä, että sidosryhmät, määrät ja monet asiat kasvavat ihan eri potenssiin. Varmaan siinä vaiheessa on ihan jo protokollan mukaista tehdä se (rahoituslaskelma).”* (I:n edustaja)

Hän viittaa yhtenä selittävänä tekijänä myös kaupungin enemmistöomistukseen B:ssä. Hän on oikeilla jäljillä arvioidessaan, että kaupungin omistus on ollut ratkaiseva tekijä B:n valinnassa laatia rahoituslaskelma vapaaehtoisesti, koska myös B:n oma edustaja nosti omistuksen keskeiseksi selittäväksi tekijäksi julkistamisvalinnalle.

### 5.2.3 Yritys J: rakentaminen

**Taulukko 10: Yritys J:n tilinpäätöstiedot 2013**

<b>Ala</b>	<b>Lämpö-, vesijohto- ja ilmastointiasennus</b>
<b>Liikevaihto</b>	7,7 milj. €
<b>Taseen loppusumma</b>	7,5 milj. €
<b>Henkilöstön lkm keskimäärin</b>	56

Yritys J:n toimialaa ovat lämpö-, vesijohto- ja ilmastointiurakointi sekä materiaalityöt. J on jo vuosien ajan ollut tilinpäätösluvuiltaan hyvin lähellä niitä kirjanpitolaissa määriteltyjä rajoja, joiden ylittyessä rahoituslaskelma on julkistettava, ja vuonna 2013 se ylitti kaikki kolme raja-arvoa. Yritys ei ole kuitenkaan missään vaiheessa julkistanut rahoituslaskelmaansa. J:n hallituksen puheenjohtaja ja pääomistaja, joka hoitaa yrityksessä talousasioita, ei osaa nimetä erityistä syytä siihen, miksi rahoituslaskelmaa ei ole julkaistu. Hän sanoo itse jo harkinnensa rahoituslaskelman julkistamisesta, mutta on joutunut työntämään nämä aiheet syrjään yrityksen uudessa toiminnanohjausjärjestelmässä ilmenneiden ongelmien vuoksi. Hän lisää, että rahoituslaskelmaa ei yleisestikään ole vielä koettu tarpeelliseksi raportiksi yrityksessä.

Pääomistajan mukaan J:n sidosryhmät eivät ole ohjanneet J:ta rahoituslaskelman julkistamiseen. Tässä tapauksessa on tietysti luontevaa, että ainakaan omistajataho ei ole ollut aktiivinen laskelman vaatimisessa, koska pääomistaja itse työskentelee J:ssa, mikä vähentää johdon ja omistajatahon välistä informaation epäsymmetriaa. Omistajatahohan on aikaisemmassa tutkimuksessa ja useassa tämänkin tutkimuksenkin haastattelussa ollut keskeinen syy, miksi rahoituslaskelmia on vapaaehtoisesti julkistettu. J:n historia juontaa juurensa aina 1970-luvulta. Pääomistaja valottaa pitkähkön historian etuja:

*"Tämä yritys ollut jo niin pitkään ja meillä on vakiintuneet yhteistyökumppanit ja muut, niin ehkä ne eivät ole olleet siitä (rahoituslaskelmasta) niin kiinnostuneita. -- Suhteet ovat luottamukselliset, ja olemme saaneet kaiken hoitumaan todella tyylikkäästi." (J:n edustaja)*

Pääomistaja myöntää, että rahoituslaskelman julkistaminen voisi luoda yrityksestä avointa kuvaa, ja olla sitä kautta hyödyksi. Toisaalta hän nostaa esiin, että julkistamisessa voi piillä riskejäkin:

*”Jos olisi huonompi aika, ja näyttäisi siltä, että rahaa ei ole, niin sellaiset, jotka eivät ymmärrä tämän bisneksen (rakennusalan) luonnetta, saattaisivat saada siitä (rahoituslaskelmasta) väärän käsityksen. -- Voi sattua sellainen tilanne, että jotkut työmaat ovat venyneet ja ne valmistuvat vasta seuraavan tilikauden aikana. Kun työt ja kulut ovat edeltävällä tilikaudella ja raha tulee sisään vasta seuraavalla tilikaudella, niin tässä on se ongelma.” (J:n edustaja)*

Pääomistaja muistuttaa, että rakennusosalalla tämä on tyypillistä, ja kassanhallinta on yleisestikin tärkeässä roolissa.

Pääomistaja ei usko, että rahoituslaskelma olisi kilpailullisesti erityisen sensitiivinen dokumentti.

*”Ihan prikulleen samanlaista liiketoimintaa ei ole kenelläkään – se ei ole yksi yhteen. Voi siitä tietenkin jotain hyötyä olla, mutta toiminta-alueet ovat hiukan erilaisia ja se, tarjoaako yritys huoltoa, onko sillä myymälää ja vastaavat tekijät. Ne kaikki vaikuttavat.” (J:n edustaja)*

Tämä haastattelu erottautuu valtaosasta muista tämän tutkimuksen haastatteluista siinä, että yrityksen edustaja osaa nimetä negatiivisia vaikutuksia, joita rahoituslaskelman julkistamisesta voisi aiheutua. Kilpailijoiden hyötyjä arvioitaessa hän liittyy kuitenkin siihen laajaan kuoroon, joka ei käytännössä usko kilpailullisiin haittatekijöihin laskelman julkistamisessa.

Pääomistaja erottautuu valtajoukosta myös siinä, että hän näkee rahoituslaskelman ennen kaikkea sisäisenä työkaluna:

*”Kun itse ajattelen rahoituslaskelmaa, ajattelen nimenomaan, miten laskelma hyödyttäisi minua. -- Kyllähän se on suunnittelun työkalu, niin minä sen ainakin ajattelen. Jos se julkistetaan, niin pääpointti on sitten se, että haluaa antaa kuvan siitä, että meidän yrityksessä suunnitellaan ja tehdään ja tiedetään, mitä ollaan tekemässä.” (J:n edustaja)*

Rahoituslaskelman voi nähdä siis työkaluna sisäiseen päätöksentekoon, ei pelkästään ulkoisia tahoja varten laadittuna raporttina, mutta julkistettuna sen voi ajatella myös antavan kuvan suunnitelmallisuudesta ja määrätietoisuudesta.



## 5.3 Sidosryhmät

### 5.3.1 Tilitoimisto

Jorma Sten on pienen helsinkiläisen tilitoimiston, Tilimerkonon toimitusjohtaja. Hänen mukaansa rahoituslaskelman vapaaehtoisella julkistamisella voidaan tuoda esiin yrityksen vakaa rahoitustilanne. Toisaalta laskelman avulla voidaan hänen mukaansa yrittää parantaa sellaisen yrityksen mainetta, joka on tahriintunut, jos yritys on jossain vaiheessa joutunut protestilistoille eräänntyneiden velkojen vuoksi. Tiukoissa tarjouskilpailuissa se saattaa tuoda muutoinkin lisävarmuutta, jos yrityksen vakaus on kyseenalaistettu markkinoilla. Tällä logiikalla laskelmaa voisi siis käyttää ilmaisemaan sekä vahvuutta että korjaamaan horjunut tilanne. Stenin mukaan syy siihen, miksi kassavirtainformaation levittämiseen käytetään nimenomaan tilinpäätöstä eikä muita kanavia, piilee siinä, että tilinpäätös on perinteinen tapa välittää tietoa sidosryhmille ja sen luvut ovat tilintarkastajan tarkastamia.

Stenin mukaan perinne julkistaa rahoituslaskelmaa saattaa olla hyödyksi myös tilanteessa, jossa taloustilanne heikkenee ja luotonantajat korjaavat riskipreemioitaan.

*”Jos niitä (rahoituslaskelmia) on annettu jo usean vuoden ajan, ja sitten tulee notkahdusvuosi, mutta halutaan investoida ja tarvitaan lainaa, niin siellä olisi jo pohjalta nähtävissä, miten vuodet ovat menneet rahoituksellisesti. Se ehkä vähän pehmentäisi, ettei tulisi ainakaan mitään ylilyönnejä. -- Jossain kohdassa luotonantajat saattavat tarpeettomasti hermostua. 1990-luvun lamassahan tällaisia äkkipikaisia ratkaisuja tehtiin.” (Sten, J.)*

Puhuessaan ”useasta vuodesta” hän myös lisää, että jos rahoituslaskelmia on kerran alkanut julkistaa vapaaehtoisesti, kannattaa se ehdottomasti julkaista vastedeskin, koska sen jättäminen vasta herättäisi epäilyksiä.

Sten spekuloi, että rahoittajien ohella yritysanalyytikot voisivat olla kiinnostuneita vapaaehtoisesta rahoituslaskelmasta. Esimerkkinä hän nostaa esiin Kauppalehden Menestyjäsertifikaatin, jonka yritys voi saada, jos se täyttää tietyt ennalta määrätyt kriteerit. Kriteerit sisältävät muun muassa maksuvalmiuden, vakavaraisuuden ja riskinsietokyvyn arvioinnin.

Sten luonnehtii, että rahoituslaskelmansa vapaaehtoisesti julkistava yritys on ”fiksu ja kassavirtavalveutunut”. Hän nostaa rahoituslaskelman etuna esiin ennen kaikkea sen, että laskelma on yksiselitteinen ja samanlainen maasta riippumatta.

*”Sieltä saat kuitenkin faktaa, eikä tarvitse tietää lainsäädännöistä ja tulkinnoista yhtään mitään. Voit vaan seurata tätä laskelmaa ja silloin on jotain jo hanskassa.”*  
(Sten, J.)

Tällä hän viittaa siihen, että kassa on kansainvälinen käsite, joka on sama jokaisessa maassa; sen ymmärtämiseksi ei tarvitse ymmärtää esimerkiksi kohdemaan tilinpäätösstandardeja. Laskelmasta voisi hänen mukaansa näin olla hyötyä varsinkin kansainvälisille yrityksille. Hän muutoinkin painottaa laskelman työkalumaisuutta:

*”Se auttaa pitämään punaisen langan käsissä. Ei sen tarvitse olla sentilleen, mutta kyllä siitä nyt näkee, missä suurin piirtein mennään. -- Sitä on ajatellut työkaluna, ihan vain sisäisessä käytössä.”* (Sten, J.)

Rahoituslaskelman voi nähdä siis paitsi raporttina, jolla pystyy ilmentämään omaa avoimuutta ja suunnitelmallisuutta, mutta käyttää työkaluna myös itsessään.

Sten ei suoranaisesti usko vapaaehtoisesti julkistetun rahoituslaskelman tuovan haittoja yritykselle, kunhan se on tehty ”hyvin selkeästi ja yksiselitteisesti”. Hän uskoo, että kilpailukustannuksia laskelmasta saattaa seurata tilanteessa, jossa kassavirtaluvut ovat olleet huonoja, ja kilpailijat voivat levittää huonoja lukuja asiakaskunnalle. Hän lähestyy asiaa tämän tutkimuksen muihin haastatteluihin verrattuna siis varsin erilaisesta, mutta sinänsä realistisesta näkökulmasta: vaikka kilpailija ei voisi käyttää kassavirtainformaatiota suoraan hyväkseen, niitä voinee käyttää tarvittaessa loanheitossa.

Edellä lainattua sanavalintaansa ”hyvin selkeä ja yksiselitteinen” hän tarkentaa kertomalla, että rahoituslaskelman laatimisessa tulee olla pienissä yrityksissä tarkkana, koska se ei kuulu tavanomaisesti julkistettaviin raportteihin.

*”Sen täytyy olla hyvin laadittu. Helposti voisi ajatella, että se (rahoituslaskelma) tulee vain jostain ATK-ohjelmasta nappia painamalla, mutta se ei välttämättä mene niin helposti. Silloin, jos siellä on virheitä, kukaan ei välttämättä huomaa niitä, ja tie-*

*to menee eteenpäin. Mielestäni sen pitää ehdottomasti olla käsin tarkastettu, ennen kuin se julkaistaan.” (Sten, J.)*

Hän lisää, että rahoituslaskelma kuuluu toki tilintarkastuksen alaisiin dokumentteihin, mutta pelkää sen helposti jäävän vähälle huomiolle, koska laskelma on vapaaehtoisesti julkistettava, eikä muutoinkaan prioriteettilistan kärjessä.

Tilitoimiston näkökulmasta Sten näkee rahoituslaskelman vapaaehtoisen laatimisen ja julkistamisen ylimääräisenä työnä.

*”Aikataulut ovat sellaisia, että ensin vaan joutuu tekemään kaiken sen, mitä laki määrää. -- Mikä tahansa vapaaehtoinen vaan jää väkisinkin, mikä harmittaa koko ajan. Se jää toissijaiseen asemaan.” (Sten, J.)*

### **5.3.2 Tilintarkastaja**

HTM-tilintarkastaja Pertti Laine näkee sidosryhmät ainoana kuviteltavissa olevana perusteen sille, että yritys julkistaa rahoituslaskelman vapaaehtoisesti. Hänen mukaansa omistajat lienee keskeisin taho, jolle laskelma voitaisiin laatia. Sen jälkeen tulevat muut rahoittajat. Molemmat näistä tahoista voivat hyvin myös edellyttää laskelman julkistamista, ei pelkästään toivoa, hän lisää. Asiakkaita ja tavarantoimittajia hän ei näe yhtä keskeisinä sidosryhminä tässä yhtälössä, mutta korostaa, että avoimuudella voi erottautua edukseen. Avoimuutta hän tervehtii ilolla:

*”Reilusti kerrotaan, miten menee. Pidän vaikutusta ehdottomasti positiivisena. Ei pyritä sellaiseen toimintamalliin, jossa pidetään kaikki tieto (itsellä). 1970- ja 1980-luvuilla oli tällainen mentaliteetti olemassa, että kerrotaan mahdollisimman vähän, että kilpailijat tai muutkaan eivät vain saisi tietää. Mutta tästä on päästy eroon. Mielestäni olemme menneet hyvään suuntaan, että kerrotaan avoimesti.” (Laine, P.)*

Mitään yksittäistä syytä, joka ajaisi yrityksiä julkistamaan rahoituslaskelman vapaaehtoisesti, Laine ei osaa kuitenkaan nimetä.

Laine uskoo, että jos joku sidosryhmä on kiinnostunut kassavirtainformaatiosta, rahoituslaskelma on siihen oiva väline, koska se on virallista tilinpäätöstä. Muutoin tietoa voidaan aina epäillä manipuloiduksi, hän tarkentaa.

Laineen mukaan myös tilintarkastaja voi olla rohkaisevana tekijänä rahoituslaskelman vapaaehtoisessa julkistamisessa. Hän nostaa esiin pienet konsernit, joissa koko entiteetin taloudellisen tilanteen hahmottamiseksi rahoituslaskelma olisi hyvä laatia.

*”Onhan se hyvä, että konsernin tulos selvitetään. Helpostihan siinä käy niin, että vie-dään taskusta toiseen ja saadaan tulosta sitä kautta, mutta kukaan ei tiedä todellista kannattavuutta tai rahoitusasemaa.” (Laine, P.)*

Laine ei osaa nimetä merkittäviä kustannuksia, joita laskelman laatimisesta ja julkistamisesta voisi aiheutua. Hän arvelee, että ainakin tilitoimistoissa riittävän tarkan rahoituslaskelman voi tulostaa suoraan kirjanpito-ohjelmistosta ilman suurempaa perehtymistä rahavirtoihin. Jos yritys hoitaa itse kirjanpitonsa, voi laskelman tekeminen hänen nähdäkseen olla työläämpää. Laineen arvio teettämiskustannuksista on varsin hyvin linjassa tässä tutkimuksessa haastateltujen yritysedustajien näkemysten kanssa. Toisaalta tilitoimiston edustaja Sten ei yhdy näkemykseen, jonka mukaan rahoituslaskelman tekemisessä voisi luottaa automaatioon, ainakaan jos laskelman oikeellisuudesta haluaa varmuuden.

Laineen mukaan hän ei tilintarkastajan asemassa kiinnitä vapaaehtoisesti julkistettavaan rahoituslaskelmaan erityistä huomioita, mutta tarkastaa, että laskelma on laadittu oikein.

*”Minun on helppo tarkistaa se sikäli, että kun teen tilintarkastusta, minulla on käytössä erilaisia analyysiohjelmiä. Syöttämällä tiedot tilinpäätöksestä ohjelmaan, saan tulostettua sieltä suoraan rahoituslaskelman ja kassavirtalaskelman. Sitä kautta voin verrata omaa laskelmaani julkistettavaan.” (Laine, P.)*

Laine on ainoa tämän tutkimuksen haastateltavista, joka oma-aloitteisesti nostaa esiin keskustelun rahoituslaskelman kilpailusensitiivisyydestä. Hän silti muistuttaa varsin yleisesti tunnetusta tosiasiasta, että rahoituslaskelman voi laatia kilpailijan tilinpäätöstietojen osalta itsekin, mikä vähentää laskelman julkistamisen tosiasiallista merkitystä.

*”Ei ole koskaan tullut vastaan tilannetta, jossa esimerkiksi oma tilintarkastusasiakas nostaisi esiin kilpailijan rahoituslaskelmia ja toteaisi selvittäneensä kilpailijan tilan-netta. Enemmän on ollut sitä, että tilintarkastusasiakas kertoo suurimmasta kilpaili-jastaan ja ovat hankkineet sen tuloslaskelman, taseen ja liitetiedot. Sitten he saatta-vat pyytää minua näiden tietojen pohjalta hieman arvioimaan tämän kilpailijan kannattavuutta ja tuloksetekokykyä ja muuta vastaavaa. Voihan siinä olla rahoi-tuslaskelmakin, mutta se ei ole mielestäni niin tärkeä elementti tässä asiassa.” (Laine, P.)*

Kilpailijoita näytetään siis seurattavan, mutta rahoituslaskelma ei näyttele tässä seurannassa suurempaa roolia, vaan korkeintaan osaa kokonaisuudesta.

Laineen mukaan rahoituslaskelmaa voidaan hyvinkin käyttää myös suunnittelun työkaluna, koska se auttaa kiinnittämään huomiota kassavirtatilanteeseen ja esimerkiksi käyttöpääoman muutoksiin.

*”Aletaan vähän tarkemmin seuraamaan, mitä on varastossa, miten se kiertää, mitä on saatavissa, velkaantuuko yritys, millä käyttöpääoma rahoitetaan ja niin edelleen.”*  
(Laine, P.)

Hän korostaakin, että yrityksen on itse ymmärrettävä rahoituslaskelmassa olevien lukujen merkitys. Muutoin laskelma jää pelkäksi raportiksi osana tilinpäätöstä.

### 5.3.3 Pankki

Jari Rimpilä, luottojohtaja, toimii yritysrahoituksen parissa Nordea Pankki Suomi Oyj:ssä. Hänen mukaansa rahoituslaskelman vapaaehtoinen julkistaminen on pankin näkökulmasta ”varsin triviaali asia”: rahoituslaskelma ei ainakaan suoranaisesti kerro tulevaisuudesta, ja pankilla on muutenkin oikeus sitä tarkempaan tietoon. Hän kertoo prosessista, jossa yritys hakee uutta luottoa:

*”Luotonhakijahan joutuu antamaan pankille sen tiedon, mitä pankki pyytää, jotta pankki voi tehdä asiassa oikean luottopäätöksen. Näin ollen pankilla pitää olla ’access’ myös kaikkeen ei-julkiseen tietoon. Edelleen jos tätä problematiikkaa katsoo pankin näkökulmasta, päätöksentekomme perustuu ennakoituun tulevaan kassavirtaan. Ylimalkaan kun puhutaan tilinpäätöksestä – tuloslaskelma, tase ja rahoituslaskelma – niin sehän heijastaa historiaa. Historia on tietysti tärkeä analysoida, koska se luo perustan sille, että kuinka luotettavia yrityksen esittämät tulevaisuuden skenaarit ovat. Siitä huolimatta kassavirtatarkastelussa, ammattirahoittajan näkövinkkelistä tuleva kassavirta on se oleellinen asia, eikä peräpeili. Yhtiöhän joutuu antamaan sisäiset investointilaskelmansa, budjettinsa ja ennusteensa rahalaitokselle. Eli siinä mielessä rahoituslaskelman julkistaminen ei ole meille erityinen ydinkysymys.”* (Rimpilä, J.)

Rimpilä toteaa, että edellä mainittujen laskelmien ohella koko heidän asiakaskantansa tilinpäätökset analysoidaan; tämä analyysi perustuu luonnollisesti viralliseen, julkistettuun tilin-

päätökseen. Pankki on kuitenkin ulkoistanut pienten yritysten tilinpäätösanalyysin luottotietoyhtiöille.

*"Rahoituslaskelma ja sen tuoma lisäinformaatio näyttelevät meillä roolia siellä isommassa päässä, jossa pankin oma yritystutkimus tekee sin. 'Bulkkihan' Nordeassa kuten kaikissa isoissa suomalaisissa pankeissa – tai ainakin kolmessa isoimmassa – on ulkoistettu. Suomen Asiakastieto tai vastaava palveluntoimittaja toimittaa sen (tilinpäätösanalyysin). Vasta siellä isommassa päässä, jossa ollaan pankin oman tutkimuksen parissa, rahoituslaskelma tarjoaa tavallaan lisäinformaatiota ja merkitystä." (Rimpilä, J.)*

Hän tarkentaa, että noin viisi prosenttia pankin tärkeimmistä asiakkaista on tuotu sen oman yritystutkimuksen pariin. Nordean kokoluokassa tärkein viisi prosenttia on velvoitettu julkistamaan rahoituslaskelman lain nojalla, joten vapaaehtoisesti julkistettaviin rahoituslaskelmiin pankissa ei tämän pohjalta perehdytä. Yleisesti hän kuitenkin uskoo avoimeen tiedotuskulttuuriin:

*"Jos yleisellä tasolla filosofoidaan, niin mitä avoimempaa ja kurantimpaa tietoa yritys kykenee itsestään antamaan – tavallaan mitä läpinäkyvämpi se on – sitä uskottavampi se on rahoittajan silmissä." (Rimpilä, J.)*

Rimpilä uskoo tässä tutkimuksessa haastatelluista kenties selvimmin siihen, että "hyvin hoidetut ja menestyvät yritykset" ovat herkempiä julkistamaan rahoituslaskelmansa vapaaehtoisesti kuin huonommassa taloudellisessa asemassa olevat yritykset.

Hän ei usko varsinaisiin haittatekijöihin, joita rahoituslaskelman julkistaminen voisi yritykselle aiheuttaa. Hän spekuloi, että juuri heikommin menestyvillä yrityksillä laskelma voi toki paljastaa epämiellyttäviä totuuksia ja aiheuttaa yritykselle kustannuksia sitä kautta, mutta toisaalta nämä totuudet selviävät todellisuudessa varsin tehokkaasti jo muun tilinpäätöksen pohjalta, joten rahoituslaskelman itsenäinen vaikutus jäänee tässä pieneksi. Kilpailijoiden mahdollisuuksiin saada laskelmasta todellista lisäarvoa ovat Rimpilän arvion mukaan varsin rajalliset. Omistajien ja alihankkijoiden hän taas epäilee jaksavan perehtyä rahoituslaskelmaan, koska kuten pankin omassakin tapauksessa, "valmiiksi pureskeltua tietoa" esimerkiksi maksuvalmiudesta on saatavissa luottotietoyhtiöiltäkin.

Rimpilä sijoittaa rahoituslaskelman informaatioarvoltaan loppupäähän tilinpäätöksessä – tuloslaskelman, taseen ja liitetietojen alapuolelle. Hän ei myöskään näe laskelmaa kovin käyt-

tökelpoisena työkaluna ainakaan suuremman yrityksen sisäisessä päätöksenteossa, vaan suosittaa reaaliaikaisempia ja tarkempia mittaristoja kassavirtojen hallintaan.

### 5.3.4 Luottotietoyhtiö

Suomen Asiakastieto on maan suurin luottotietoyhtiö, joka arvioi ja luokittelee yritysten vakavaraisuutta, maksuvalmiutta ja muita taloudellisia mittareita. Yhtiön liiketoiminta perustuu analyysien ja muun ajantasaisen tiedon myymiseen asiakasyrityksille. Yhtiö on myös Suomen Yritystutkimus ry:n jäsen. Yhdistyksen tarkoitus on edistää, kehittää, ylläpitää ja yhtenäistää yritystutkimustoimintaa Suomessa. Yhdistyksen linjauksilla on vaikutusta niihin käytäntöihin, joiden mukaan sen jäsenet analysoivat muita yrityksiä; konkreettisesti tämä näkyy esimerkiksi analyysissä käytettävien tunnuslukujen yhtenäistämisessä.

Suomen Asiakastieto tarjoaa sekä suoraan verkosta saatavia julkisia analyysijä että seikkaperäisempiä selvityksiä yksittäisille asiakkaille. Kehityspäällikkö Ari Toivio selventää yrityksen julkistaman rahoituslaskelman asemaa näissä palveluissa:

*”Kiinnitämme huomiota rahoituslaskelmaan, jos teemme tilinpäätösanalyysiä. Suoraan julkisissa palveluissamme emme, mutta jos teemme luottamuksellisia tilinpäätösanalyysijä asiakkaillemme, sitä käytetään. Sitä verrataan myös Suomen Yritystutkimus ry:n mukaiseen analyysiin. Sieltä (julkistetusta laskelmasta) näkee ainakin monta kertaa osingonjaot ja tämän tyyppisiä asioita.” (Toivio, A.)*

Toivion mukaan yhtiöiden rahoituslaskelmat laaditaan tilinpäätöstietojen pohjalta Suomen Asiakastiedon järjestelmään koneellisesti ja automaattisesti, ja tämä laskelma on ”analyysiasiakkaiden” eli tietyn asiakaskunnan nähtävillä. Tämän palvelun näkökulmasta yhtiön julkistamispolitiikalla ei ole siis väliä. Toivio kuitenkin lisää, että Suomen Asiakastieto tarjoaa toista palvelua, joka sisältää yritysten itse julkistamat tilinpäätökset pdf-muodossa, joten jos yritys on julkistanut laskelman vapaaehtoisesti, kyseisen palvelun asiakkaat näkevät sen sitä kautta. Viimeisintä vaihtoehtoa voidaan tosin pitää pelkkänä asiakirjojen välityspalveluna, koska samat dokumentit ovat saatavissa myös muilta palveluntarjoajilta tai suoraan kaupparekisteristä.

Toivio uskoo, että rahoituslaskelman julkistamisella yrityksestä halutaan luoda avoin ja kannattava kuva. Hän ei toisaalta arvioi laskelman julkistamisen vaikutuksia sidosryhmien päätöksentekoon erityisen merkittävänä.

*”Kyllä se antaa hyvän kuvan yrityksestä. Se on siinä mielessä vähän brändiä, että on hommat ja laskennat kunnossa. Kun sellaista (rahoituslaskelmaa) tuotetaan, se antaa aina vakuuttavamman kuvan yrityksestä – laskennat ovat kohdallaan. Ihan kuin isommatkin yritykset. Toinen syy voi tietenkin olla, että jos asiat ja virrat ovat kunnossa, niin mikä jottei sitä (rahoituslaskelmaa) sieltä sitten aukaista. Näytetään, kuinka hyvin menee. -- En tiedä, kuinka laajat merkitykset sillä kuitenkaan on. Voisin kuvitella että tavarantoimittajat ynnä muut toimivat aika suoraviivaisesti. Kuinka monella on oikeasti aikaa ruveta katsomaan rahoituslaskelmaa? Päätökset pitää tehdä suhteellisen nopeasti. Enemmän varmaan yritystutkimuksen tyyppisessä toiminnassa se (rahoituslaskelma) on laajemmin käytettävissä.” (Toivio, A.)*

Toivio arvioi, että monet alihankkijat käyttävätkin suoraan luottotietoyhtiöiden valmiiksi analysoimia raportteja asiakasyrityksistään.

*”Totta kai se on tapauskohtaista. Varmaan, mitä isommat vastuut ja mitä isompi case, sitä enemmän luetaan ja katsotaan sitä materiaalia ja mietitään, onko siellä (rahoituslaskelmassa) jotain sellaista, mikä ei välttämättä suoran näy tunnusluvuissa tai voisi auttaa päätöksenteossa.” (Toivio, A.)*

Toivio näkee mahdollisena, että kilpailijat voivat hyödyntää julkistettua rahoituslaskelmaa hyväksi oman liiketoimintansa suunnittelussa. Nämä kilpailijoiden saamat hyödyt hän arvioi kuitenkin marginaalisiksi. Kysyttäessä julkistamisen muista kustannuksista hän arvioi, että vaikutus saattaa olla negatiivinen, mikäli julkistettavat luvut ovat huonoja. Tämä voi hänen arvionsa mukaan vaikuttaa myös yrityksen halukkuuteen julkistaa laskelma vapaaehtoisesti. Hän tarkentaa, että etenkin nopeasti kasvavilla yrityksellä kassavirtatilanne voi olla heikko, koska esimerkiksi käyttöpääoman tarve kasvaa nopeaa tahtia.

*”Jos se on kovin epäedullinen ja siellä näkyy, että rahoitustarve ja käyttöpääomatarve ovat hurjia ja nähdään, että edes ylläpitoinvestointeja ei pystytä omalla kassavirralla kattamaan ja yritys vain velkaantuu. Siinä tapauksessa se voi olla epäedullinen. Mutta en tiedä, melkein näkisin, että kyllä tuloslaskelma ja tase sen kuitenkin osoittavat aika suurelta osin. Siinä mielessä kassavirta(laskelma) on enemmänkin positiivinen asia, että yritys on sellaisen sinne tehnyt (tilinpäätökseen).” (Toivio, A.)*

Toivio arvottaa rahoituslaskelman monien muiden haastateltavien tavoin taseen ja tuloslaskelman alapuolelle tärkeysjärjestyksessä. Hän lisää, että on havainnut kassavirta-ajattelun



lisääntyneen viime vuosina Suomessa, mutta pesäero muun tilinpäätöksen hyötyihin ja käyttöön on edelleen suuri.

### 5.3.5 Rahoitusyhtiö

Finnvera on valtion omistama erityisrahoitusyhtiö, joka tarjoaa lainoja, takauksia ja pääomasijoituksia muun muassa pk-yrityksille. Yhtiön strategiaan kuuluu erityisesti kasvavien ja kansainvälistyvien yritysten rahoittaminen. Finnveran kehityspäällikkönä toiminut Martta Rajalahti on työskennellyt yhtiössä yritysten lainoittamisen ja takausten parissa. Hänen mukaansa kohdeyhtiöiden julkistamiin rahoituslaskelmiin ei kiinnitetä päätöksenteossa mitään huomiota, koska yhtiö laatii kohdeyhtiöistään kassavirta-analyysit itse.

Pienet yritykset eivät siis pääse rahoituslaskelman vapaaehtoisella julkistamisella erottautumaan toisistaan Finnveran silmissä. Tilanne on näin pitkälti sama kuin Suomen Asiakastiedossa ja Nordeassa tässä tutkimuksessa tehtyjen haastatteluiden pohjalta.

Rajalahti näkee laskelman julkistamisessa kuitenkin kosolti hyviä puolia. Hän arvioi laskelman julkistamismotiiveja seuraavasti:

*”Sellaiset yritykset, jotka haluavat antaa taloudellista informaatiota ulospäin sidosryhmilleen, haluavat tuoda näitä asioita ilmi, ja julkistavat vapaaehtoisen rahoituslaskelman. Ne samalla osoittavat olevansa valveutuneita ja hoitavansa tämän taloudellisen laskennan. Näin sen näkisin.”* (Rajalahti, M.)

Rajalahti ei usko, että sidosryhmät suoranaisesti ajaisivat yrityksiä rahoituslaskelman julkistamiseen, mutta uskoo, että laskelman julkistamisella voi hyvinkin olla positiivisia vaikutuksia näihin tahoihin.

*”Tämä on ihan oma subjektiivinen arvioni, mutta en usko, että ainakaan tilintarkastaja ohjaisi julkistamiseen, jollei siihen ole lakivelvoitetta tai jotain muuta selitystä, perustelua, miksi sitä kannattaisi julkaista. Tietysti tavarantoimittajat voivat, joskaan eihän heillä ole mitään mandaattia edellyttää tai vaatia, mutta voihan se olla, että näin toimitaan. Edellytetään, että jotta kaupat syntyisivät, pitää saada nähtäväksi vapaaehtoinen rahoituslaskelma. -- Jos itse olisin joku noista tahoista (sidosryhmistä), varmasti pitäisin hyvänä asiana vapaaehtoisen rahoituslaskelman julkistamista, koska se kertoo yrityksen taloudellisesta tilanteesta, rahavirroista. Pitäisin sitä ehdottomasti positiivisena asiana, että se on julkaistu.”* (Rajalahti, M.)

Rajalahti ei usko, että pienet yritykset punnitsisivat erityisen tarkasti julkistamispäätöksiään suurten yritysten tapaan. Hän kuitenkin uskoo, että on olemassa syitä, jotka motivoivat yrityksiä julkistamaan rahoituslaskelmansa vapaaehtoisesti.

*"Jos halutaan näyttää, että tästä se nyt johtuu – tämä ja tämä asia – niin ihan taatusti halutaan avoin tiedottaminen taloudellisesta tilanteesta sidosryhmille. Ne yritykset varmaan hanakammin tekevät tämän vapaaehtoisen rahoituslaskelman. Sitten voidaan spekuloida, onko niitä yrityksiä, jotka jättävät mielellään (rahoituslaskelman) tekemättä, jos sieltä käy ilmi tietynlaisia asioita. -- Uskoisin, että erityisesti kasvuyrityksillä on halu, tarve osoittaa rahoituslaskelman julkistamisen myötä tilannetta. Oikeastaan sanoisin, että kannattavuus ja kasvu ehdottomasti (ovat julkistamishalukkuutta lisääviä tekijöitä). Sitten taas velkaantuneet yhtiöt tuskin mielellään tätä laskelmaa julkaisisivat, kun se ei ole heille pakollista. Mutta sitten taas jos velkaantuneisuus on hyvällä mallilla, tilanne on eri." (Rajalahti, M.)*

Rajalahti ei usko, että rahoituslaskelman julkistamisesta voisi koitua kustannuksia yrityksille, jos laskelman luvut näyttävät hyvältä. Hän ei toisaalta usko, että kilpailijayritykset voisivat käyttää laskelmaa kuin ani harvassa tilanteessa hyväkseen.

*"Jos on sellainen toimiala, jossa on ihan kourallinen toimijoita, tuntevat markkinat ja kilpailijat todella hyvin, niin sitten voisi olla houkutus käydä katsomassa kilpailijan tietoja tarkemmin. Mutta onko se sitten liiketoiminnallisesti hyvällä perustalla, jos lähdetään rakentamaan omaa toimintaa niistä lähtökohdista? Totta kai uteliaisuudesta voi kilpailijan tietoja katsoa ja kannattaakin, mutta se, että lähdetäisiin rakentamaan oman yhtiön liiketoimintaa tiettyyn suuntaan, se on kysymys toinen." (Rajalahti, M.)*

Rajalahti näkee, että rahoituslaskelmaa voi ja sitä olisi mahdollisesti kannattavaakin käyttää yrityksissä sisäisen päätöksenteon tukena.

## 6. ANALYYSI JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä luvussa analysoidaan viidennessä luvussa esitetyt empiiriset tulokset eri teemoihin jaoteltuina. Tutkimusaineistosta poimitaan yhtäläisyyksiä ja vastakkainasetteluita, ja saatuja tuloksia verrataan myös aiempaan tutkimukseen. Luku on jaettu kolmeen alakappaleeseen. Ensin käsitellään kootusti rahoituslaskelman julkistamisen syitä, sitten julkistamisen seurauksia, mikä on koko tutkimusta läpileikkaava kahtiajako. Kolmannessa alakappaleessa pohditaan mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

### 6.1 Syitä vapaaehtoiseen julkistamiseen

#### *Informaatiota sidosryhmille*

Empiirisen aineiston pohjalta rahoituslaskelman julkistamiseen voi olla useita syitä yksittäisessä yrityksessä. Omistajat osoittautuivat yleisimmäksi välittömäksi syyksi. Yrityksissä B, C ja D omistajan nimenomainen toive tai käsky laskelman julkistamisesta nostettiin esille. Myös yrityksessä F kerrottiin, että laskelmaa on julkistettu omistajia varten, mutta suorasta käskystä tai muusta ohjauksesta ei puhuttu. Yrityksen E edustajan mukaan laskelma julkistettiin osittain rahoittajia varten, mutta hän korosti, että ensisijaiset syyt julkistamiseen ovat muualla. Seitsemästä rahoituslaskelman julkistaneesta yrityksestä siis neljässä mainittiin omistajat ja yhteensä viidessä joku rahoittajataho syynä tai osasyynä julkistamiseen.

Myös kaikki sidosryhmien edustajat korostivat rahoittajia keskeisenä syynä siihen, miksi joku julkistaisi rahoituslaskelman vapaaehtoisesti. Tilintarkastaja Laine analysoi, että sidosryhmisestä nimenomaan omistajat ovat keskeisin taho, jolle rahoituslaskelmaa julkistetaan. Muun empiirisen aineiston pohjalta tämä analyysi vaikuttaa oikealta. Tavoiteltujen kohderyhmien keskeisyydessä Laine sijoitti toiseksi velkojat ja kolmanneksi tavarantoimittajat. Velkojia tai tavarantoimittajia ei mainittu erillisenä syynä yhdessäkään rahoituslaskelman julkistaneessa yrityksessä, joskin yrityksessä E puhuttiin yleisesti rahoittajista sellaisena kohderyhmänä, joille rahoituslaskelmia on julkistettu.

Jos tämän tutkimuksen tuloksia omistuksen vaikutuksesta vertaa aikaisempaan tutkimukseen, voidaan löytää kaksi yhtäläisyyttä. Ensinnäkin, yrityksessä D käytännössä ainoa syy rahoituslaskelman julkistamiseen oli yrityksen vähemmistöomistaja, joka toivoi laskelman julkistamista. Tämä on yhteneväinen Iatridisin ja Alexakisin (2012) sekä McKinnonin ja Dalimunthen (1993) tutkimustulosten kanssa, joiden mukaan vähemmistöosuuden suuruus ja vapaaehtoisten julkistusten määrä korreloivat positiivisesti keskenään. Edellä mainituissa tutkimuksissa kohdeyhtiöinä olivat toki listayhtiöt, joiden omistajien tiedontarpeet perustuvat lähinnä sijoituskohteiden arvonmääritykseen. Sen sijaan yrityksessä D suuri vähemmistöomistaja halusi D:n julkistavan rahoituslaskelman lähinnä sen takia, että kaikki muutkin kyseisen vähemmistöomistajan omistuksessa olevat yhtiöt julkistavat laskelman säännöllisesti. Syyt yhteneväisille tutkimustuloksille ovat siis varsin erilaiset, mutta se ei poista sitä faktaa, että vähemmistöomistajan läsnäolo on kaikissa tapauksissa lisännyt vapaaehtoisten julkistusten määrää.

Toisekseen, yrityksessä J korostui, että yrityksen pääomistaja työskenteli itse yrityksen johtotehtävissä. Hän ei nähnyt mitään syytä, miksi julkistaisi rahoituslaskelmaa itsensä takia, jolloin laskelmaa ei myöskään julkistettu. Aiemmin johtohenkilöiden osakeomistuksen ja vapaaehtoisten julkistusten välillä on havaittu negatiivinen korrelaatio Engin ja Makin (2003) sekä Wangin ja Hussaineyn (2013) tutkimuksissa. Negatiivinen korrelaatio on perusteltavissa agenttiteorialla: mikäli omistaja ja johtaja ovat sama henkilö, informaation epäsymmetriaa johdon ja omistuksen välillä ei ole. Tällöin ei tarvita myöskään vapaaehtoisia julkistuksia, joilla epäsymmetriasta aiheutuvia agenttikustannuksia pyrittäisiin pienentämään.

Laajassa kuvassa rahoituslaskelman julkistaminen rahoittajia varten antaa tukea sille, että Jensenin ja Mecklingin (1976) määrittelemiä agenttikustannuksia voi olla myös pienissä yrityksissä. Näitä kustannuksia pyritään pienentämään vapaaehtoisilla julkistuksilla, tässä tapauksessa rahoituslaskelmalla.

### ***Tilinpäätöksen merkitys informaation välityskanavana***

Haastateltavien mukaan muilta sidosryhmiltä kuin omistajilta ei ollut tullut painetta tai ohjausta rahoituslaskelman julkistamiseen. Kun vain harva sidosryhmistä on kiinnostunut yrityksen kassavirtainformaatiosta, herää kysymys, miksi tämä informaatio julkistetaan osana tilin-

päätöstä. Vaihtoehtoisesti tämä tieto voitaisiin välittää kiinnostuneille tahoille myös epämuodollisia reittejä pitkin. Yrityksessä F painotettiin, että tilinpäätös on oikea kanava kassavirtainformaation välittämiseen, koska se on tilintarkastajan tarkastama ja siten virallinen. Samoin yrityksessä C korostui tilintarkastuksen rooli siinä, että omistajille välitetyn kassavirtainformaation oikeellisuus ja objektiivisuus varmistetaan. Myös tilintarkastaja Laine ja tilitoimiston edustaja Sten pitivät tilintarkastusta keskeisenä syynä sille, että kassavirtainformaation välittämiseen käytetään nimenomaan tilinpäätöstä. Näyttäisi siis, että tilintarkastusta pidetään myös pienissä yrityksissä luotettavana kontrollina, jolla johdon ja sidosryhmien välistä informaation epäsymmetriaa pystytään pienentämään. Tämän idean tilintarkastuksen roolista jo Jensen ja Meckling (1976) aikoinaan esittivät.

Toisaalta yritysten E, G ja I edustajat sekä pankin edustaja Rimpilä korostivat, että rahoittajille välitetään kassavirtainformaatiota myös epämuodollisia kanavia pitkin. Rimpilä ja yrityksen G edustaja korostivat, että nämä epämuodolliset kanavat ovat informaationvälityksessä ensisijaisia. Tämän perusteella tilinpäätös siis lähinnä tukee epämuodollista informaationvälitystä.

### ***Toimialan vaikutus***

Haastatteluissa näkyi pilkahduksia siitä, että toimialalla ja liiketoiminnan luonteella on merkitystä siinä, nähdäänkö rahoituslaskelman julkistamista tarpeelliseksi. Ohjelmistoyritys H:ssa painotettiin, että yrityksen liiketoiminta on hyvin selkeää, se ei sido suurta käyttöomaisuutta, eikä se ole edellyttänyt suuria investointeja. Rahoituslaskelmaa ei julkistettu. Sen sijaan energia-alan yrityksessä E nostettiin nimenomaisesti esiin yrityksen investointivaltainen liiketoiminta, joka perustuu suurelle käyttöomaisuudelle. Tämän vuoksi rahoituslaskelma päätettiin julkistaa, yhtenä syynä rahoittajien tarpeet. Rakennusalan yrityksessä J taas kerrottiin, että kassavirrat heittelevät alalla suuresti, ja on tyypillistä, että ison rakennusurakan viivästymien siirtää merkittäviä kassavirtoja seuraavalle tilikaudelle, jolloin kuluvan tilikauden kokonaiskassavirta voi olla raskaasti negatiivinen. Tällaisen informaation julkistamisella voi olla J:n edustajan mukaan haitallisia vaikutuksia, joten laskelman julkistamista tulisi harkita tarkasti. J itse ei julkistanut rahoituslaskelmaansa.

Meek et al. (1995) ja Murcian ja dos Santosin (2012) tutkimustulosten mukaan energia-alan yhtiöt ovat alttiimpia julkistamaan taloudellista informaatiota vapaaehtoisesti kuin muiden

alojen yhtiöt. Yritys J sopii toimialansa ja julkistamisratkaisunsa perusteella puolesta tähän muottiin. J sopii liiketoiminnan luonteensa ja julkistamisratkaisunsa perusteella myös Leuzin (2000) sekä Wasleyn ja Wun (2006) tutkimustuloksiin siitä, että pääomavaltaiset yritykset ovat alttiimpia julkistamaan kassavirtatietojaan vapaaehtoisesti. Leuz arvioi yhdeksi syyksi tähän, että korkeammat pääomamenot johtavat suurempaan rahoitustarpeeseen, jolloin tiedustarve rahoittajille on suurempi. Tämä arvio osuu J:n tapauksessa maaliin sikäli, että J:n edustaja mainitsi rahoittajat yhtenä kohderyhmänä, jolle rahoituslaskelmia on haluttu julkistaa. Myös H:n julkistamisratkaisu sopii tähän kaavaan, koska sen liiketoiminta ei ole pääomavaltaista, mitä H:n edustaja korosti keskeisenä syynä julkistamattomuudelle.

### ***Muita syitä***

Yksi syy rahoituslaskelman julkistamiseen vapaaehtoisesti on se, että samaan konserniin tai saman hallinnon alaisuuteen kuuluvat muut yritykset julkistavat laskelman. Julkistaminen perustuu tällöin siis yhtenäistettyyn käytäntöön. Tätä korostettiin yrityksissä A ja E. Lisäksi yrityksissä B ja F kaikki saman hallinnon alaisuuteen kuuluvat yritykset olivat julkistaneet rahoituslaskelmansa, vaikka edustajat eivät suoraan nimenneet yhteistä hallintoa syyksi julkistamiselle. Syy on käytännönläheinen, koska jossain tilanteissa laskelmia ja vertailua voi helpottaa, mikäli kaikkien yritysten tilinpäätöspaketti on yhtenäinen.

Yritys voi toiston kautta luoda myös tavanomaisuutta toimintaansa. Yritysten B ja C edustajat valottivat, että yksi keskeinen syy rahoituslaskelmien julkistamiselle heidän yrityksissään on se, että tapa on kerran aloitettu, eikä hyväksi koettua tapaa haluta vaihtaa, vaikka erityisiä hyötyjä julkistamisesta ei osata nimetä. He kertoivat, että tavanomaisuuden vuoksi asiasta ei myöskään käydä enää tosiasiallista keskustelua. Toisin päin ajateltuna, yrityksessä H korostettiin yhtenä syynä rahoituslaskelman julkistamattomuudelle, että laskelmaa ei ole julkistettu ennenkään.

Yrityksen F edustaja spekuloi yhtenä syynä siihen, miksi F on julkistanut rahoituslaskelman vapaaehtoisesti, että hänen henkilökohtainen taustansa on suuressa yrityksessä. Syytä voisi kuvitella toissijaiseksi, koska se ei liity itse kohdeyritykseen, mutta todellisuudessa johtajien henkilökohtaisella kokemuksella ja mieltymyksillä voi olla päätöksenteossa suuri, joskaan ei välttämättä näkyvä rooli. Granlund (2001) havaitsi johtajien henkilökohtaisen osaamisella ja

tahtotilalla olevan keskeinen vaikutus laskentajärjestelmän kehittämiseen case-tutkimuksessa, jonka hän teki suomalaisessa suuryrityksessä. Johtajien henkilökohtaisten ominaisuuksien vaikutus päätöksentekoon on havaittu siis jo aiemmin. Pienissä yrityksissä henkilökohtaisilla tekijöillä voisi arvella olevan jopa suuryrityksiä suurempi rooli, koska yksittäisillä johtajilla on yleisesti laajemmat vastuualueet, mutta taustatukea päätöksentekoon ei ole välttämättä tarjolla yhtä paljon kuin suurissa yrityksissä. Valintatilanteissa voi olla siten helpompi tehdä ratkaisuja, jotka perustuvat pitkälti henkilökohtaiseen kokemukseen ja osaamiseen.

Haastateltavilta kysyttiin haastatteluiden lopuksi yleisellä tasolla, uskovatko he, että heidän toimialallaan on olemassa erityisiä taloudellisia tekijöitä kuten kannattavuus tai velkaantuneisuus, jotka ajavat yrityksiä julkistamaan rahoituslaskelmansa hanakammin kuin muut. Ainoastaan yrityksen C ja F edustajat olivat vakaasti sitä mieltä, että tällaisia tekijöitä ei ole. Yritysten A ja D edustajat uskoivat, että ainakaan voimakkaan epäedullisia kassavirtoja ei välttämättä haluta julkistaa. Pankin edustaja Rimpilä, luottotietoyhtiön edustaja Toivio sekä rahoitusyhtiön edustaja Rajalahti arvelivat, että menestyvät yritykset julkistavat rahoituslaskelmiaan hanakammin. Signaaliteoriaan (mm. Verrecchia, 1983) löytyi siis varovaista uskoa. Valtaosa haastateltavista ei uskaltanut esittää intuitiolla tähän kysymykseen mitään vastausta, mikä on luonnollista, koska mitään tilastoja ei ole. Haastatteluiden pohjalta voidaan sanoa, että ainakaan monet taloushallinnon asiantuntijat eivät olisi yllättyneitä, mikäli tilastollisia yhteyksiä löydettäisiin.

## **6.2 Seurauksia vapaaehtoisesta julkistamisesta**

### ***Vaikutus rahoittajiin***

Pankeilla on Suomessa merkittävin rooli yritysten vieraan pääoman rahoittamisessa. Nordean Rimpilän mukaan on kuitenkin kaksi syytä, miksi rahoituslaskelman merkitys on pankissa käytännössä olematon, kun sitä arvioidaan pienten yritysten näkökulmasta.

Ensinnäkin, pankin tehdessä luottoarvioita, tulevaisuus on menneisyyttä keskeisempi arviointikohde. Rahoituslaskelma kuvaa menneisyyttä, joten sen rooli jää pienemmäksi. Historian

tarkasteleminen on toki tärkeää asiakasyritysten antamien tuottoennusteiden luotettavuuden arvioinnissa, mutta tulevaisuudesta historia ei suoraan kerro. Lisäksi pankki saa asiakkailtaan tarkat ja ajantasaiset laskelmat sekä menneisyydestä että tulevaisuudesta muutenkin, joten julkisen rahoituslaskelman rooli jää pieneksi. Leuzin (2000) arvio osuu tässä oikeaan siinä, että tilinpäätös ei ole merkittävä informaationvälityskanava pankkien ja yritysten välillä. Toiseksi, pienten yritysten tilinpäätösanalyysi – joka kuvaa siis menneisyyttä – on ulkoistettu luottotietoyhtiöille, joista pankki saa valmiiksi lasketut kannattavuus- ja maksuvalmiustun-  
nusluvut. Rahoituslaskelmalla on merkitystä pankin omassa tilinpäätösanalyysissä vain suuria asiakasyrityksiä arvioitaessa. Rimpilän mukaan tämä käytäntö on sama kaikissa Suomen suurimmissa pankeissa.

Suomen Asiakastiedon Toivio kertoi, että luottotietoyhtiön järjestelmissä asiakkaiden käytössä on rahoituslaskelma, jonka järjestelmä laatii automaattisesti kohdeyrityksen tilinpäätöstitojen pohjalta. Kohdeyritysten itse julkistamat rahoituslaskelmat eivät vaikuta tähän koneellisesti laadittuun laskelmaan, eivätkä myöskään muihin tunnuslukuihin. Tämän pohjalta näyttää, että yritys ei pysty vapaaehtoisella rahoituslaskelmalla vaikuttamaan pankeille ja muille luottotietoyhtiön asiakkaille syötettäviin tunnuslukuihin, eikä siten niiden pohjalta tehtävään päätöksentekoon. Finnveran Rajalahden mukaan myös Finnvera laatii kohdeyritystensä kasvavirta-analyysit itse, eikä yritysten julkistamilla rahoituslaskelmilla ole mitään vaikutusta näihin analyyseihin. Toivio lisäsi, että vapaaehtoisesti julkistettu rahoituslaskelma otetaan huomioon, mikäli luottotietoyhtiö tekee luottamuksellista tilinpäätösanalyysiä yksittäisille asiakkailleen.

Näiden haastatteluiden pohjalta voidaan esittää arvio, että vapaaehtoisesti julkistetun rahoituslaskelman tosiasiallinen vaikutus suuriin rahoittajiin on pieni. Vaikuttaa siltä, että yritys ei pysty laskelmaa julkistamalla kaventamaan informaation epäsymmetriaa toimivan johdon ja velkojen välillä, eikä siten esimerkiksi alentamaan vieraan pääoman kustannustaan. Yksi käytännön selitys vähäiseen kiinnostukseen pienten yritysten vapaaehtoisesti julkistamia rahoituslaskelmia kohtaan voi olla se, että koska varsin harva julkistaa laskelman, massoittain tilinpäätösanalyysiä tekevät tahot ovat katsoneet viisaammaksi luoda analyysikäytännöt mini-informaation puitteissa, eivätkä etsiä ja perehtyä vapaaehtoisesti julkistettuun informaatioon.



## ***Vaikutus muihin sidosryhmiin***

Yritysten A, D, E, I ja J arvioivat, että sidosryhmät oletettavasti suhtautuvat rahoituslaskelman vapaaehtoiseen julkistamiseen positiivisesti. Myös kaikki tässä tutkimuksessa haastatellut sidosryhmien edustajat antoivat tätä tukevia kommentteja. Lisäinformaation jakaminen saattaa antaa yrityksestä avoimen ja positiivisen kuvan erityisesti lukijalle, joka käy tilinpäätöksen ensi kertaa läpi. Tätä painotti yrityksen E edustaja. Haastateltavat eivät eritelleet, mitä avoimuuden konkreettiset seuraukset voisivat olla, mutta he antoivat ymmärtää, että avoimuuden vaikutukset sidosryhmiin ovat pikemminkin psykologisia kuin suoria ja selkeästi eriteltäviä. Jos arvioidaan semanttisesti sanaa avoimuus, jota moni haastateltava käytti, tulee mieleen informaation määrän kasvu ja epävarmuuden vähentyminen. Tämä analyysi antaa varovaista tukea sille, että rahoituslaskelman vapaaehtoisella julkistamisella johdon ja sidosryhmien välistä informaation epäsymmetriaa saatetaan pystyä pienentämään. Tämä johtaa myös agenttikustannusten pienenemiseen, kuten Jensen ja Meckling (1976) arvioivat.

Yrityksen J edustaja sekä tilitoimiston Sten, luottotietoyhtiön Toivio ja rahoitusyhtiön Raja-lahti korostivat, että julkistamalla rahoituslaskelman, yritys voi näyttää olevansa kassavirta-valveutunut ja antaa siten ammattimaisempaa kuvaa itsestään sidosryhmille. Haastateltavat eivät kuitenkaan tarkentaneet, mitä konkreettisia seurauksia osaavamman kuvan antamisesta voisi olla ja minkä sidosryhmien suuntaan. Arvioidut vaikutukset lienevät tässäkin enemmän psykologisia kuin selkeästi eriteltäviä.

Toisaalta moni haastateltava muotoilee, että epäedullisen kassavirtainformaation julkistamisella saattaa olla negatiivinen vaikutus yrityksen sidosryhmiin. Tämänsuuntaista ajattelua nähtiin yritysten D, E ja H edustajien sekä Stenin, Rimpilän, Toivion ja Rajalahden haastattelussa. Kriittisesti tällaiseen logiikkaan voi suhtautua sikäli, että lähes kaiken rahoituslaskelman sisältämän informaation voi laskea pienellä vaivalla suoraan muualta tilinpäätöksestä. Tilanteessa, jossa tilinpäätös analysoidaan tarkasti ja systemaattisesti, ei ole suurta merkitystä, onko yritys julkistanut rahoituslaskelmansa vai ei. Rahoituslaskelman sisältämä informaatio on ripoteltu muualle tilinpäätökseen, ja näiden tiedonjyvästen pohjalta osaava analyytikko voi laatia rahoituslaskelman varsin tarkalla tasolla itsekin.

Haastateltavat antoivat kuitenkin ymmärtää, että kiinnittämällä tilinpäätöksen lukijan huomio sellaiseen informaatioon, joka on epäedullista yrityksen kannalta, tehdään yrityksen asema huonommaksi. Tässä ajattelussa on jo enemmän järkeä: onhan mahdollista, että yritys on tehnyt suoriteperusteisesti tyydyttävän tuloksen, mutta kassaperusteinen tulos on hälyttävä. Tällöin lukija saattaisi muistaa vain jälkimmäisen, mikä on yrityksen kannalta todennäköisesti epäedullista. Vaikutukset ovat siis jälleen pikemminkin psykologisia kuin suoraan havaittavissa olevia. Huomioitavaa on, että haastateltavat eivät tuoneet esiin, että hyviä kassavirtatuloksia tehneet yritykset saisivat kuitenkin etua rahoituslaskelman julkistamisesta.

Haastatteluiden pohjalta voi vetää johtopäätöksen, että kassavirta-avoimuudella saattaa olla positiivisia vaikutuksia yritysten sidosryhmiin. Teoriassa seurauksena voisi olla agenttikustannusten pieneneminen. Reunaehtona kuitenkin on, että julkistettavat kassavirrat eivät ole yrityksen kannalta epäedullisia. Kysymys siitä, mitkä kassavirrat määritellään epäedullisiksi, lienee tapauskohtaista.

Tilintarkastaja Laine kertoi, että hän ei kiinnitä erityistä huomiota vapaaehtoisesti julkistettuun rahoituslaskelmaan, joten laskelmalla ei näytä olevan vaikutusta tilintarkastajan päätöksentekoon. Koska pankki ja rahoitusyhtiö eivät hyödynnä laskelmaa, ja luottotietoyhtiökin varsin rajallisesti, herää kysymys, mihin sidosryhmiin laskelmalla voisi vaikuttaa. Tällaisina sidosryhminä voidaan nostaa esiin tavarantoimittajat ja alihankkijat. Yrityksen I edustaja sekä luottotietoyhtiön Toivio arvioivat, että tavarantoimittajien toiminta on varsin suoraviivaista, eivätkä ne todennäköisesti ehdi perehtyä rahoituslaskelmiin, kun arvioidaan asiakkaiden maksukykyisyyttä. Vastaus kysymykseen on kuitenkin epäselvä; toivottavasti tässä tutkimuksessa piiloon jääneiden sidosryhmien ääni saadaan kuuluviin vastaisessa tutkimuksessa. Tuolloin voidaan testata myös yllä muodostettua teoriaa avoimuuden ja kassavirtojen laadun vaikutuksesta kyseisiin sidosryhmiin.

### ***Laskelman käyttökelpoisuus työkaluna***

Kohdeyritysten edustajat eivät nähneet rahoituslaskelmaa kovinkaan käyttökelpoisena työkaluna sisäisessä päätöksenteossa. Yrityksessä J ei ollut laadittu tai julkistettu rahoituslaskelmaa, mutta yrityksen edustaja painotti, että jos laadittaisiin, se tehtäisiin nimenomaan sisäistä päätöksentekoa varten. Tämä eroaa muista kohdeyritysten haastatteluista siinä, että ajattelun

lähtökohtana ovat sisäiset tarpeet, eivätkä yrityksen ulkopuoliset tahot, joille laskelma julkistetaan. Mielenkiintoisena seikkana sidosryhmiä edustavista asiantuntijoista kolme (Sten, Laine, Rajalahti) näki laskelmassa potentiaalia myös työkaluna.

Käyttökelpoisuutta työkaluna ei toki tyrmätty missään haastattelussa, mutta yleinen mielipide oli, että myös parempia työkaluja yrityksen sisäiseen päätöksentekoon on tarjolla. Yhdeksi rahoituslaskelman ongelmaksi nähtiin se, että laskelma laaditaan vain kerran vuodessa, joten se ei sisällä tilikauden sisäisiä kausivaihteluita (yritys G:n edustaja, Rimpilä).

### ***Julkistamisen kustannuksia***

Jos rahoituslaskelman julkistamisen suorat hyödyt näyttävät olevan vähissä, haastateltavat olivat varsin vaitonaisia myös, kun heiltä kysyttiin mahdollisista kustannuksista, joita laskelman laatimisesta ja julkistamisesta seuraa. Yritysten A ja G edustajat mainitsivat vähäiset työ-  
kustannukset, joita laskelman laatimisesta aiheutuu. Tilintarkastaja Laine arvioi, että pieniä työ-  
kustannuksia saattaa aiheutua yritykselle, mikäli se laatii itse kirjanpitonsa. Tilitoimistoissa hän uskoi automaation käytännössä poistavan työ-  
kustannukset, mikäli yritys on ulkoistanut kirjanpitonsa. Yritystä G edustanut tilitoimistoammattilainen yhtyi tähän näkemykseen aivan minimaalisia kustannuksia lukuun ottamatta. Mielenkiintoisena seikkana toinen tilitoimiston edustaja Sten ei kuitenkaan uskonut automaation voimaan, vaan näki, että laskelma tulisi aina tarkastaa manuaalisesti mahdollisten ohjelmistovirheiden vuoksi. Suorat rahamääräiset kustannukset laskelman julkistamisesta näyttävät haastatteluiden pohjalta kuitenkin pieniltä.

Haastateltavat olivat varsin yksimielisiä siitä, että rahoituslaskelma ei ole kilpailumielessä erityisen sensitiivinen dokumentti. Tämä näkemys on yhteneväinen Leuz et al. (2004) analyysin kanssa, jossa pääperusteena on se, että rahoituslaskelman voi laatia raakatasolla myös pakollisena julkistettavien tilinpäätöstietojen pohjalta. Yrityksien A ja F edustajat eivät usko-  
neet kilpailukustannuksiin lainkaan; muut kohdeyritysten edustajat olivat varovaisempia arvioissaan, mutta kaikki olivat silti epäuskoisia sen suhteen, että laskelmasta olisi kilpailijoille todellista hyötyä. Yritysten E ja F edustajat sekä tilintarkastaja Laine painottivat perusteluisaan samaa kuin Leuz et al.: rahoituslaskelman voi laatia muun tilinpäätöksen pohjalta varsin tarkalla tasolla itsekin. Yritysten A, B, D, H, I ja J edustajat taas perustelivat, että yritysten tar-

joamat tuotteet ja palvelut ovat sen verran differoituja toisistaan, että rahoituslaskelmasta ei saa helposti sellaista informaatiota, josta olisi hyötyä nimenomaan oman liiketoiminnan suunnittelussa.

### 6.3 Tuleva tutkimus

Tämä tutkimus on ensimmäinen, jossa tutkitaan rahoituslaskelman vapaaehtoista julkistamista pienissä yrityksissä. Tutkimus on antanut paljon tietoa niistä käytännön syistä, jotka motivoivat yrityksiä julkistamaan laskelman vapaaehtoisesti. Kysymyksiä jää kuitenkin paljon ilmaan. Tämän tutkimuksen pohjalta ei pystytä antamaan vastausta siihen, onko joitain taloudellisia tekijöitä kuten kannattavuus, velkaantuneisuus tai maksuvalmius, jotka motivoivat yrityksiä julkistamaan rahoituslaskelmansa vapaaehtoisesti. Moni tässä tutkimuksessa haastatelluista uskoo, että näin voisi ollakin. Tämä pystytään selvittämään vain tilastollisella tutkimuksella. Vastaisen tutkimuksen selvittäväksi jää, päteekö pienissä yrityksissä esimerkiksi signaaliteoria, jonka mukaan hyvin menestyvät yritykset ovat alttiimpia tekemään vapaaehtoisia julkistuksia tuodakseen menestystään julki markkinoille.

Tilastollisessa tutkimuksessa voidaan selvittää myös, kuinka yleinen ilmiö vapaaehtoisesti julkistettu rahoituslaskelma lopultaan on. Lisäksi toimialakohtaiset erot julkistamishalukkuudessa edellyttävät tilastollista tutkimusta. Tässä tutkimuksessa saatiin viitteitä siitä, että toimialojen väliset erot ja liiketoiminnan luonteesta johtuvat erot saattavat selittää halukkuutta julkistaa rahoituslaskelma vapaaehtoisesti.

Tässä tutkimuksessa on kartoitettu rahoituslaskelman vaikutuksia keskeisiin sidosryhmiin. Kaikki sidosryhmät eivät kuitenkaan saaneet ääntään kuuluviin tutkimuksessa; kattava selvitys rahoituslaskelman vaikutuksista esimerkiksi tavarantoimittajiin ja alihankkijoihin jää vastaisen tutkimuksen tehtäväksi. Tulee lisäksi muistaa, että tämän tutkimuksen tulokset eivät ole tilastollisesti yleistettäviä. Pankkien, rahoitusyhtiöiden ja luottotietoyhtiöiden käytännöt saattavat vaihdella. Myöskään kaikki tilintarkastajat ja tilitoimistot eivät ole toistensa kopioita. Kaikista näistä sidosryhmistä voi löytyä tahoja, joihin rahoituslaskelma vaikuttaa eri tavalla kuin tässä tutkimuksessa haastateltuihin.

Tämä tutkimus voidaan nähdä pelinavauksena tarkemmalle tutkimukselle rahoituslaskelman julkistamisen syistä ja seurauksista. Tutkimus tehtiin pienissä yrityksissä, joissa tarinoita riittää. Rahoituslaskelman julkistaminen lienee tulevien lainsäädäntömuutoksien myötä pakollista kuitenkin ainoastaan suurille yrityksille, joten on mielenkiintoista nähdä, miten keskisuuret yritykset reagoivat uuteen valinnanvapauteen. On tutkimisen arvoista, poistavatko nykyiset keskisuuret yritykset rahoituslaskelman tilinpäätöksestään tulevaisuudessa, vai tuleeko niistäkin vapaaehtoisia julkistajia. Näin voitaisiin saada suoraa tietoa julkistamisen hyödyistä ja haitoista sellaisilta yrityksiltä, jotka ovat valinnallaan paljastaneet, näkevätkö ne rahoituslaskelman tärkeäksi vai eivät.

Toisaalta nykyisen lainsäädännön puitteissa olisi mielenkiintoista selvittää, hyötyvätkö keskisuuret yritykset tai niiden sidosryhmät rahoituslaskelman julkistamisesta. Mikäli hyödyt ovat yhtä epämääräiset kuin pienissä yrityksissä tämän tutkimuksen tulosten mukaan, suunnitteilla olevat lainsäädäntömuutokset lienevät paikallaan. Tuolloin turhaa raportointitaakkaa saataisiin vähennettyä ja jokainen pk-yritys voisi oman tilanteensa mukaan päättää, julkistaa-ko se rahoituslaskelman vai ei.

## 7. Yhteenveto

Kassavirtojen riittävyyden seuraaminen ja suunnitteleminen on yrityksille tärkeää. Tämä pätee etenkin, mikäli yritys on kasvuhakuinen ja investoi voimakkaasti tulevaisuuteen. (Koski, 2012). Rahoituslaskelman tavoitteena on antaa tilinpäätöksen lukijalle tietoa yrityksen toteutuneista kassavirroista, mutta se on hyödyllinen myös tulevaisuuden maksuvalmiutta ja vakaaraisuutta arvioitaessa (KILA:n yleisohje 2007). Kirjanpitolain mukaan keski suurten yritysten tulee julkistaa rahoituslaskelma osana tilinpäätöstään, mutta useat pienet yritykset julkistavat laskelman ilman lainsäädännöllistä velvoitetta. Tämän tutkimuksen tavoitteena oli selvittää syitä siihen, miksi yritykset julkistavat rahoituslaskelmansa vapaaehtoisesti, ja mitä mahdollisia seurauksia julkistamisella on.

Aiemmassa tutkimuksessa on kaksi keskeistä teoriaa: signaaliteoria (*signaling theory*) ja agenttiteoria (*agency theory*). Signaaliteorian mukaan kannattavat ja muutoin menestyvät yritykset pyrkivät vapaaehtoisilla julkistuksilla levittämään positiivisia uutisia itsestään, jotta ne voisivat erottautua markkinoilla vähemmän menestyvistä (esim. Verrecchia, 1983). Agenttiteoriassa painotetaan sitä, että yritykset pyrkivät vapaaehtoisilla julkistuksilla pienentämään agenttikustannuksia, joita aiheutuu rahoittajien ja toimivan johdon välisestä informaation epäsymmetriasta (Jensen & Meckling, 1976). Kumpikaan teoria ei ole aiemmassa empiirisessä tutkimuksessa saanut yksiselitteistä tukea. Yhtenä motiivina tässä tutkimuksessa oli selvittää, saadaanko kummallekaan näistä teorioista tukea pienissä yrityksissä.

Rahoituslaskelmaa koskeva keskustelu on erittäin ajankohtaista, koska odotettavien lainsäädäntömuutosten myötä laskelman julkistaminen on lähitulevaisuudessa pakollista ainoastaan suurille yrityksille. Vapaaehtoisuuden ala siis laajenisi kaikkiin pk-yrityksiin, mikä lisää kiinnostusta rahoituslaskelman vapaaehtoisen julkistamisen syihin ja seurauksiin.

Tämä tutkimus on ensimmäinen, jossa tutkitaan kassavirtainformaation vapaaehtoista julkistamista pienissä yrityksissä. Tutkimus on luonteeltaan niin sanottu esitutkimus, jossa tavoite on etsiä syvällistä tietoa tutkimattomasta ilmiöstä, ja aurata samalla tietä tulevalle tutkimukselle samalla aihealueella (Alasuutari, 1999, 231). Tutkimusmenetelmäksi valittiin haastattelu, koska Hirsjärven ja Hurmeen (2008, 35) mukaan haastattelu on toimiva menetelmä saada syvällistä tietoa tutkittavasta ilmiöstä. Tutkimuksessa haastateltiin kaikkiaan 15 taloushallin-

non ammattilaista. Heistä 10 edusti tutkimuskohteena olevia pieniä yrityksiä, joista seitsemän oli julkistanut rahoituslaskelman vapaaehtoisesti. Lisäksi haastateltiin viittä asiantuntijaa yrityksille keskeisistä sidosryhmistä: tilitoimistosta, tilintarkastusyrytyksestä, pankista, luottotietoyhtiöstä ja rahoitusyhtiöstä.

Tutkimustulosten mukaan rahoituslaskelman vapaaehtoiseen julkistamiseen voi olla useita syitä yksittäisessä yrityksessä. Omistajien toive tai halu mainittiin neljässä yrityksessä seitsemästä joko syynä tai osasyynä sille, että yritys julkisti laskelman. Kaikkiaan viidessä yrityksessä rahoittajat mainittiin julkistetun laskelman kohderyhmäksi. Rahoituslaskelman julkistaminen rahoittajia varten antaa tukea sille, että Jensenin ja Mecklingin (1976) määrittelemiä agenttikustannuksia voi olla myös pienissä yrityksissä. Näitä kustannuksia pyritään pienentämään vapaaehtoisilla julkistuksilla. Rahoituslaskelman etuna kassavirtainformaation välittämisessä rahoittajille pidettiin sitä, että se on osa tilintarkastettua tilinpäätöstä ja siten luotettavaksi katsottavaa. Toisaalta tilinpäätöksellä on haastatteluiden perusteella informaationvälityksessä lähinnä tukeva rooli, koska kassavirtainformaatiota välitetään rahoittajille ensisijaisesti epämuodollisia kanavia pitkin.

Haastatteluissa saatiin viitteitä siitä, että toimialalla ja liiketoiminnan luonteella on merkitystä siinä, nähdäänkö rahoituslaskelman julkistamista tarpeelliseksi. Erityisesti liiketoiminnan pääomavaltaisuus vaikutti kahden haastattelun perusteella lisäävän halukkuutta julkistaa rahoituslaskelma vapaaehtoisesti. Tälle päätelmälle löytyy tukea aikaisemmasta tutkimuksesta (Wasley ja Wu, 2006; Leuz, 2000). Muutama yritys oli julkistanut rahoituslaskelman myös siksi, että niiden kanssa samaan konserniin tai saman hallinnon alaisuuteen kuuluvat muut yritykset julkistavat laskelman. Tällöin julkistaminen perustuu yhteiseen sopimukseen tai käytäntöön. Osassa yrityksistä laskelman julkistamisessa korostui, että tapa on aloitettu vuosikautia takaperin, eikä käytäntöä enää edes kyseenalaisteta, vaikka sen varsinaisia hyötyjäkään ei osata nimetä.

Rahoituslaskelman julkistamisen seurauksia arvioitaessa hyödyt vaikuttavat pieniltä ja epäsuorilta. Pankin edustajan mukaan suuret suomalaiset pankit eivät kiinnitä huomiota pienten yritysten julkistamiin rahoituslaskelmiin. Luottotietoyhtiön edustajan mukaan vapaaehtoista rahoituslaskelmaa käytetään hyväksi yksittäisille asiakkaille tehtävissä tilinpäätösanalyysissä, mutta ei massapalveluissa. Rahoitusyhtiön edustaja ja tilintarkastaja kommentoivat, että

vapaaehtoisesti julkistetulla rahoituslaskelmalla ei ole vaikutusta heidän päätöksentekoonsa. Haastateltavien keskuudessa oli silti uskoa, että rahoituslaskelmalla saattaa olla positiivista yleisvaikutusta yritysten sidosryhmiin. Moni arvioi, että epäedullisten kassavirtojen julkistamisesta voi toisaalta olla haittaa yritykselle. Muutoin rahoituslaskelman julkistamisesta aiheutuvat kustannukset arvioitiin minimaalisiksi tai olemattomaksi, joten julkistamisen mahdollisilla hyödyillä on halpa hinta.

Monia kysymyksiä jää tulevan tutkimuksen selvittäväksi. Signaaliteoriaan löytyi uskoa monissa tämän tutkimuksen haastatteluissa, mutta perusteellinen selvitys tästä tulee tehdä tilastollisesti. Myös rahoituslaskelman vaikutus tavarantoimittajiin ja alihankkijoihin jää vastaisen tutkimuksen selvittäväksi.



# LÄHTEET

## Painetut lähteet

Adhikari, A. ja Duru, A. 2006. Voluntary Disclosure of Free Cash Flow Information. *Accounting Horizons*, 20 (4), December, 311-332.

Akerlöf, G.A. 1970. The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500.

Alasuutari, P. 1999. *Laadullinen tutkimus*. 6. painos (3. uudistettu painos), Vastapaino, Vaajakoski.

Al-Shammari, B. ja Al-Sultan, W. 2010. Corporate governance and voluntary disclosure in Kuwait. *International Journal of Disclosure and Governance*, 7 (3), 262-280.

Antoniou, A., Guney, Y. ja Paudyal, K. 2008. The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43 (1), March, 59-92.

Barac, Z.A. 2012. Voluntary Disclosure of Cash Flows Information and Company's Characteristics: Evidence from the Croatian Capital Market. *Croatian Operational Research Review*, 3, 192-202.

Barry, C.B. ja Brown, S.J. 1985. Differential information and security market equilibrium. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20, 407-422.

Barry, C.B. ja Brown, S.J. 1986. Limited information as a source of risk. *The Journal of Portfolio Management*, 12, 66-72.

Berglöf, E. ja Pajuste, A. 2005. What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, 21 (2), 1-20.

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

Botosan C.A. ja Plumlee, M.A. 2000. Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure. Working paper, University of Utah, April.

Cheatham, L. ja Cheatham, C. 1993. Utilizing Financial Statements as Cash Flow Planning and Control Tools. *Managerial Finance*, 19 (8), 35-49.

- Core, J. 2001. A review of the empirical disclosure literature: Discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 441-456.
- Dye, R.A. 1985. Disclosure of Nonproprietary Information. *Journal of Accounting Research*, 23, 123-145.
- Eng, L.L. ja Mak, Y.T. 2003. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 325-345.
- Eskola, J. ja Suoranta, J. 1998. *Johdatus laadulliseen tutkimukseen*. 2. painos, Vastapaino, Jyväskylä.
- Finanssialan Majakka 5/2014. Mihin pankkeja tarvitaan? Finanssialan keskusliitto, toukokuu, 8-9.
- Firth, M. 1979. The effect of size, stock market listings, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports. *Accounting and Business Research*, 9 (36), 273-280.
- Gaver, J.J. ja Gaver, K.J. 1993. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125-160.
- Gelb, D.S. 2000. Corporate signaling with dividends, stock repurchases, and accounting disclosures: an empirical study. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, December, 99-121.
- Gelb, D.S. ja Zarowin, P. 2000. Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. Working paper, Seton Hall University and New York University, Stern School of Business, June.
- Granlund, M. 2001. Towards explaining stability in and around management accounting systems. *Management Accounting Research*, 12, 141-166.
- Hagman, K. 2007. Yrityskohtaisten tekijöiden vaikutus rahavirtalaskelman esitysmuodon valintaan. Tutkimus suomalaisten pörssiyritysten rahavirtalaskelmista. Pro gradu -tutkielma, Helsingin kaupunkorkeakoulu, laskentatoimen ja rahoituksen laitos. Helsinki.
- Hakala, J. 2001. *Menetelmällisiä koetuksia. Ikkunoita tutkimusmetodeihin*. PS-Kustannus, Jyväskylä.
- Haskins, M.E., Higgs, R.D. ja Ketz, J.E. 1987. Cash flow planning. *Planning Review*, 15 (6), 38-44.
- Healy, P.M., Hutton, A.P. ja Palepu, K.G. 1999. *Contemporary Accounting Research*, 16 (3), Fall, 485-520.
- Healy, P.M. ja Palepu, K.G. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.

- Hirsjärvi, S. ja Hurme, H. 2008. *Tutkimushaastattelut: teemahaastattelun teoria ja käytäntö*. Gaudeamus Helsinki University Press, Helsinki.
- Iatridis, G. ja Alexakis, P. 2012. Evidence of voluntary accounting disclosures in the Athens Stock Market. *Review of Accounting and Finance*, 11 (1), 73-92.
- Jensen, M.C. ja Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), October, 305-360.
- Kim, J.W. ja Shi, Y. 2011. Voluntary disclosure and the cost of equity capital: Evidence from management earnings forecasts. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30, 348-366.
- Kinnunen, J. ja Koskela, M. 1999. Do cash flows reported by firms articulate with their income statements and balance sheets? Descriptive evidence from Finland. *European Accounting Review*, 8 (4), 631-654.
- KILA:n yleisohje 2007, kirjanpitolautakunta, annettu 30.1.
- Koski, T. 2012. Kassa on kuningas. *Tilisanomat*, 5, 24-27.
- Kothari, S.P., Li, X. ja Short, J.E. 2009. The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: a study using content analysis. *The Accounting Review*, 84, 1639-1670.
- Lan, Y., Wang, L. ja Zhang, X. 2013. Determinants and features of voluntary disclosure in the Chinese stock market. *China Journal of Accounting Research*, 6, 265-285.
- Leppiniemi, J. ja Kykkänen T. 2009. *Kirjanpito, tilinpäätös ja tilinpäätöksen tulkinta*. 7., uudistettu painos, WSOYpro Oy, Helsinki.
- Leuz, C. 2000. The Development of Voluntary Cash Flow Statements in Germany and the Influence of International Reporting Standards. *Schmalenbach Business Review*, 52, April, 182-207.
- Leuz, C., Pfaff, D. ja Hopwood, A. 2004. Proprietary versus Non-Proprietary Disclosures: Evidence from Germany. *The Economics and Politics of Accounting: International Perspectives on Research Trends, Policy and Practice*, 164-197.
- Leventis, S. ja Weetman, P. 2004. Impression management: dual language reporting and voluntary disclosure. *Accounting Forum*, 28, 307-328.
- Luo, S., Courtenay, S.M. ja Hossain, M. 2006. The effect of voluntary disclosure, ownership structure and proprietary cost on the return-future earnings relation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 14, 501-521.
- McKinnon, J.L. ja Dalimunthe, L. 1993. Voluntary Disclosure of Segment Information by Australian Diversified Companies. *Accounting and Finance*, May, 34-50.

- Meek, G.K., Roberts, C.B. ja Gray, S.J. 1995. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, 26 (3), 555-572.
- Merton, R.C. 1987. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, 42, 483-510.
- Murcia, F.D. ja dos Santos, A. 2012. Discretionary-Based Disclosure: Evidence from the Brazilian Market. *Brazilian Administration Review*, January/March, 88-109.
- Myers, S. ja Majluf, N. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-222.
- Owusu-Ansah, S. 1998. The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe. *The International Journal of Accounting*, 33 (5), 605-631.
- Premuroso, R.F. ja Bhattacharya, S. 2008. Do early and voluntary filers of financial information in XBRL format signal superior corporate governance and operating performance? *International Journal of Accounting Information Systems*, 9, 1-20.
- Saarinen, T. 2011. PK-yritysten rahoituslaskelmien täsmäämisestä. Pro gradu -tutkielma, Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu, laskentatoimen ja rahoituksen laitos. Helsinki.
- Sengupta, P. 1998. Corporate Disclosure Policy and the Cost of Debt. *Accounting Review*, 73, 459-474.
- Smith, G.C.C. 2014. After a market panic: cash is king. *Managerial Finance*, 40 (5), 506-534.
- Skinner, D.J. 1994. Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. *Journal of Accounting Research*, 32 (1), Spring, 38-60.
- Smith, C.W. ja Watts, R.L. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32, 263-292.
- Suomen virallinen tilasto 2012: Yritysrekisterin vuositilasto [verkkójulkaisu].  
ISSN=1798-6214. Helsinki: Tilastokeskus [viitattu: 26.11.2014].  
Saantitapa: [http://tilastokeskus.fi/til/syr/2012/syr\\_2012\\_2013-11-28\\_tie\\_001\\_fi.html](http://tilastokeskus.fi/til/syr/2012/syr_2012_2013-11-28_tie_001_fi.html)
- TEM 48/2014. Pienyrityshelpotukset ja vuoden 2013 tilinpäätösdirektiivi – Kirjanpitolainsäädännön muutokset –työryhmän mietintö. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja, sarjanumero 48/2014, lokakuu.
- Verrecchia, R.E. 1983. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5 (3), 179-194.
- Wagenhofer, A. 1990. Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent. *Journal of Accounting and Economics*, 12, 341-363.

- Walden, R. ja Sandelin, M. 2012. Kassavirtojen merkitys suhdanteissa. *Tilisanomat*, 1, 64-66.
- Wallace, R. S. O. ja Naser, K. 1995. Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosures in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 14, 311-368.
- Wang, K., Sewon, O. ja Claiborne, C. 2008. Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 17, 14-30.
- Wang, M. ja Hussainey, K. 2013. Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32, 26-49.
- Wasley, C.E. ja Wu, J.S. 2006. Why Do Managers Voluntarily Issue Cash Flow Forecasts? *Journal of Accounting Research*, 44 (2), 389-429.
- Yang, H.I. 2012. Capital market consequences of managers' voluntary disclosure styles. *Journal of Accounting and Economics*, 53, 167-184.

## **Haastattelulähteet**

### ***Kohdeyritysten edustajien haastattelut***

- A:n edustaja. 2014. Talousjohtaja. Haastateltu 13.8.2014  
B:n edustaja. 2014. Taluspäällikkö. Haastateltu 14.8.2014  
C:n edustaja. 2014. Taluspäällikkö. Haastateltu 18.8.2014  
D:n edustaja. 2014. Toimistopäällikkö. Haastateltu 18.8.2014  
E:n edustaja. 2014. Talousjohtaja. Haastateltu 19.8.2014  
F:n edustaja. 2014. Toimitusjohtaja. Haastateltu 21.8.2014  
G:n edustaja. 2014. (G:n tilitoimiston) toimitusjohtaja. Haastateltu 27.8.2014
- H:n edustaja. 2014. Taluspäällikkö. Haastateltu 14.8.2014  
I:n edustaja. 2014. Hallipäällikkö. Haastateltu 15.8.2014  
J:n edustaja. 2014. Hallituksen puheenjohtaja. Haastateltu 20.8.2014

### ***Sidosryhmien edustajien haastattelut***

- Sten, J. 2014. Toimitusjohtaja, Tilimerkono Oy. Haastateltu 14.8.2014  
Laine, P. 2014. Tmi Pertti Laine. Haastateltu 18.8.2014  
Rimpilä, J. 2014. Luottojohtaja, Nordea Pankki Suomi Oy. Haastateltu 22.8.2014  
Toivio, A. 2014. Kehityspäällikkö, Suomen Asiakastieto Oy. Haastateltu 29.8.2014  
Rajalahti, M. 2014. Sisäinen tarkastaja, Finnvera Oyj.. Haastateltu 5.9.2014

# LIITTEET

## LIITE 1

### Yritysedustajille laaditut tutkimuskysymykset:

#### *Tutkimuskysymykset rahoituslaskelman julkistaneiden yritysten edustajille:*

1. a) Miksi yrityksenne on julkistanut vuonna 2013 rahoituslaskelman osana tilinpäätöstään, vaikka kirjanpitolain mukaan se ei ole siihen velvoitettu?
- b) Yrityksenne ei kuitenkaan julkistanut rahoituslaskelmaa vielä vuonna X. Mikä on syynä tähän muutokseen? (*Kysyttiin, mikäli laskelmaa ei ollut julkistettu kahtena aiempana tilivuotena.*)
2. Onko jokin ulkoinen taho kuten omistajat, luotonantajat tai tilintarkastaja ohjanneet teitä rahoituslaskelman julkistamiseen?
3. Minkä vuoksi olette päättäneet käyttää kassavirtainformaation välittämiseen nimenomaan julkista, lakisääteistä tiedotuskanavaa eli tilinpäätöstä, ettekä välittäneet tietoa epämuodollisesti asianosaisille tahoille?
4. Arvioisitteko rahoituslaskelman julkistamisesta olevan jotain haittaa yrityksenne kannalta?
5. Uskotteko kilpailijoidenne käyttävän hyväkseen rahoituslaskelmaanne omassa liiketoiminnan suunnittelussaan kuten hinnoittelussa?
6. Miten arvioisitte rahoituslaskelman vapaaehtoisen julkistamisen vaikutusta tilinpäätösti-tojenne käyttäjiin kuten tavarantoimittajiin, luotonantajiin tai omistajiin?
7. Oletteko tarkkaan harkinneet rahoituslaskelman julkistamisen vaikutuksia ja punninneet julkistamisen hyötyjä ja haittoja?
8. Onko laaditulla rahoituslaskelmalla merkitystä yrityksenne sisäisessä liiketoiminnan suunnittelussa?
9. Uskotteko, että jotkin taloudelliset tekijät kuten kannattavuus, velkaantuneisuus tai kasvu yleisesti motivoivat rahoituslaskelman vapaaehtoiseen julkistamiseen alallanne?
10. Onko jotain muuta merkityksellistä asiaa, joka liittyy laskelman julkistamiseen, josta emme ole vielä puhuneet?

***Tutkimuskysymykset niille edustajille, joiden yritykset eivät julkistaneet rahoituslaskelmaa:***

1. Miksi yrityksenne ei ole julkistanut rahoituslaskelmaa osana tilinpäätöstään?
2. Oletteko harkinneet rahoituslaskelman sisällyttämistä tilinpäätökseenne?
3. Välitättekö kassavirtatietojanne yrityksenne sidosryhmille? Jos välitätte, niin mille tahoille?
4. Arvioitteko, että rahoituslaskelman julkistaminen aiheuttaisi joitain haittoja yrityksellenne?
5. Onko jokin ulkoinen taho kuten omistajat, luotonantajat tai tilintarkastaja ohjanneet teitä rahoituslaskelman julkistamiseen?
6. Mikäli julkistaisitte rahoituslaskelman, uskotteko, että kilpailijanne hyödyntäisivät laskelmaanne omassa liiketoiminnan suunnittelussaan?
7. Mikäli julkistaisitte rahoituslaskelman, miten arvioisitte tilinpäätöstietojenne käyttäjien kuten tavarantoimittajien, luotonantajien, omistajien ja viranomaisten suhtautuvan tähän laskelmaan?
8. Voisiko laadittua rahoituslaskelmaa käyttää tarvittaessa myös yrityksenne sisäisessä liiketoiminnan suunnittelussa?
9. Uskotteko, että jotkin taloudelliset tekijät kuten kannattavuus, velkaantuneisuus tai kasvu yleisesti motivoivat rahoituslaskelman vapaaehtoiseen julkistamiseen alallanne?
10. Onko jotain muuta merkityksellistä asiaa, joka liittyy laskelman julkistamiseen, josta emme ole vielä puhuneet?

## **LIITE 2**

### **Sidosryhmien edustajille laaditut kysymykset:**

1. Mistä syistä arvioisitte yritysten julkistavan rahoituslaskelman vapaaehtoisesti?
2. Minkä syiden vuoksi arvioisitte yritysten käyttävän kassavirtainformaation välittämiseen nimenomaan julkista, lakisääteistä tiedotuskanavaa eli tilinpäätöstä eikä epämuodollisempia kanavia suoraan sidosryhmille?
3. Arvioitteko, että yrityksille voisi koitua jotakin haittaa rahoituslaskelman julkistamisesta?

4. Onko jokin ulkoinen taho, kuten rahoittajat, tilintarkastaja tai vastaava, joka erityisesti ohjaisi yrityksiä rahoituslaskelman julkistamiseen? Vai jopa tilitoimisto/tilintarkastaja/pankki/rahoitusyhtiö? (*Viimeisin valittiin sen pohjalta, mitä tahoa haastateltava edusti.*)

5. Arvioitteko, että kilpailijayritykset samalla toimialalla käyttävät hyväkseen rahoituslaskelmaa omassa liiketoiminnan suunnittelussaan kuten hinnoittelussa?

6. Miten arvioisitte rahoituslaskelman vapaaehtoisen julkistamisen vaikutusta yritysten tilinpäätöstietojen käyttäjiin, kuten tavarantoimittajiin, luotonantajiin ja omistajiin?

7. Uskotteko, että jotkin taloudelliset tekijät kuten kannattavuus, velkaantuneisuus tai kasvu yleisesti motivoivat rahoituslaskelman vapaaehtoiseen julkistamiseen?

8. Voisiko laadittua rahoituslaskelmaa käyttää tarvittaessa myös sisäisessä liiketoiminnan suunnittelussa yrityksissä?

9. Arvioisitteko yritysten tarkkaan harkitsevan rahoituslaskelman julkistamisen vaikutuksia ja punnitsevan julkistamisen hyötyjä ja haittoja?

10. Onko jotain muuta merkityksellistä asiaa, joka liittyy laskelman julkistamiseen, josta emme ole vielä puhuneet?

***Erityiskysymyksiä osalle sidosryhmien edustajista:***

*Tilintarkastaja Pertti Laine*

Kiinnitättekö tilintarkastajana erityistä huomiota vapaaehtoisesti julkistettuun rahoituslaskelmaan?

*Pankin edustaja Jari Rimpilä*

Kiinnitättekö pankissa erityistä huomiota vapaaehtoiseen rahoituslaskelmaan?

Onko yrityksen rahoituslaskelmasta hyötyä pankille?

*Luottotietoyhtiön edustaja Ari Toivio*

Kiinnitättekö Suomen Asiakastiedossa huomiota vapaaehtoisesti julkaistuun rahoituslaskelmaan analysoidessanne yrityksiä?

Kun annatte laatusertifikaatteja yrityksille (esim. Suomen Vahvimmat -sertifikaatti), onko vapaaehtoisesti julkaistulla rahoituslaskelmalla merkitystä arvioinnissa?



*Rahoitusyhtiön edustaja Martta Rajalahti*

Kiinnitättekö Finnverassa huomiota vapaaehtoisesti julkaistuun rahoituslaskelmaan sijoitus- ja rahoituspäätöksiä tehdessänne?