

ANTTI MIIHKINEN

Tutkimuksia yritysten riski- ja siirtymätiedottamisesta IFRS-aikakaudella

KTT, DI Antti Miihkisen laskentatoimen alaan kuuluva väitöskirja *“Essays on Corporate Risk and Transition Disclosures in the IFRS Era”* tarkastettiin Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulussa 15.3.2013. Vastaväittäjänä toimi professori Petri Sahlström (Oulun yliopisto) ja kustoksena Juha Kinnunen (Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu). Seuraava kirjoitus perustuu väitöstilaisuudessa esittämäni lektioon.

Julkisessa keskustelussa riski ja riskisyys yhdistetään yleensä johonkin negatiiviseen. Ja niinhan se on. Monesti riskin toteutuminen on ikävää ja sattuu joko henkisesti, fyysisesti tai taloudellisesti. Totuus kuitenkin on, että tarvitsemme riskejä. Riskit ovat mahdollisuuksia ja sisältävät aina ajatuksellisesti kannanoton tulevaisuuteen. Jos otat jonkun riskin, niin tahdot edetä nykytilasta A uuteen parempaan tilaan B. Jos yrität välttää kaikkia riskejä, voit pysyä turvallisesti nykytilassa eli pisteessä A, mutta silloin harvoin pääset myöskään eteenpäin tavoittelemaan jo-

tain parempaa. Välttääkseni naiiveja yleistyksiä, on kuitenkin totuuden nimessä todettava, että asiahan ei tosi elämässä ole koskaan näin yksinkertainen. Järkevä riskienhallinta on tärkeätä, koska muuten pudotaan helposti tutusta ja turvallisesta pisteestä A, pisteeseen C, joka on pistettä A huonompi. Jokainen yksilö joutuukin elämässään miettimään mitkä ovat ne riskit, jotka pitäisi ottaa ja mitkä ne joiden toteutumista pitäisi viimeiseen asti välttää.

Riskiajattelua voidaan viedä huomattavasti pidemmälle aina yritysten toiminnan tasolle

ANTTI MIIHKINEN

Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu, Laskentatoimen laitos • e-mail: antti.miihkinen@aalto.fi

asti. Käytännössä sekä yksilö- että yritystasolla ollaan saman peruskysymyksen äärellä. Miten ennustaa tulevaisuutta? Talvivaarassa on varmasti tehty riskianalyysiä yrityksen liiketoimintaan liittyvistä ympäristöriskeistä. Silti kipsisakka-altaan vuoto pääsi yllättämään. Lektiossani puhuin myös Nokian strategisesta liittoumasta Microsoftin kanssa. Silloin se vaikutti suurelta strategiselta valinnalta ja riskiltä, jonka onnistumista oli vielä liian aikaista arvioida. Nyt tiedämme jo paremmin, miten siinä lopulta kävi.

Laajemmassa perspektiivissä väitöskirjani aihe liittyy yritysten laadukkaaseen sijoittajaviestintään, joka on tärkeää oman pääoman saamiseksi osakemarkkinoilta. Kasvua hakeva yritys tarvitsee yleensä ainakin jossain vaiheessa sijoittajien rahaa voidakseen toteuttaa strategiaansa liittyviä liikeideoita. Sijoittajat puolestaan miettivät miten saisivat varoilleen mahdollisimman hyvää tuottoa. Osakemarkkinoilla kauppa käydään kahden ihmisen mielipiteen välillä. Osakekaupassa on pohjimmiltaan kyse siitä, että toinen haluaa yrityksestä eroon, toinen haluaa puolestaan sijoittaa siihen vallitsevalla markkinahinnalla. Sijoittajaviestinnän tarkoitus on antaa sijoituspäätöstään tekeville ostajille ja myyjille oleellista ja luotettavaa, toisin sanoen hyödyllistä tietoa sijoituspäätösten tueksi. Yritysjohto tietää aina enemmän kuin sijoittajat yrityksen todellisesta tilasta sekä tulevaisuuden näkymistä siihen liittyvine riskeineen. Sisäpiirin tiedon takia sijoittaja kokee itsensä epävarmaksi sijoituspäätöksiä tehdessään. Johdon informaatioetu suhteessa sijoittajiin synnyttääkin markkinoilla informaation epäsymmetrian ongelman. Yksittäinen sijoittaja ei voi koskaan olla varma, tietääkö yritysjohto jotain tärkeätä, mikä pitäisi huomioida osakkeen hinnoittelussa. Lisääntyneellä epävarmuudella on käännteinen yhteys yrityksen markkinaarvoon. Se tekee myös osakkeen kaupankäynnin

vaikeammaksi, kun sijoittajien osto- ja myyntitarjoukset eivät kohtaa. Laadukkaalla tiedottamisella voidaan pienentää yrityksen osakkeen osto- ja myyntihinnan eroa, jos myyjän ja ostajan välinen informaation epäsymmetria vähenee.

Informaation epäsymmetriasta voi olla kauaskantoisia seurauksia, joita ei ensi istumalta välttämättä osaisi ajatella. Suuri epätietoisuudesta sijoittajien pääomia kohdistumasta pitkällä tähtäimellä tuottavimpiin kohteisiin. Tällöin parhaat ja eniten investointeihin rahaa tarvitsevat yritykset eivät välttämättä pääse toteuttamaan kasvustrategiaansa ja uusia työpaikkoja jää syntymättä. Vähentämällä informaation epäsymmetrian aiheuttamia ongelmia, voidaan välillisesti parantaa parhaiden yritysten kasvuedellytyksiä, lisätä työllisyyttä ja lopulta koko yhteiskunnan hyvinvointia.

Ensimmäiset yrityksen tiedottamista käsittelevät teoreettiset tutkimukset lähtivät liikkeelle siitä, että tiedottamista ei tarvitse säännellä lainsäätäjän toimesta. Näiden tutkimusten mukaan yritys tiedottaa aina kaiken mahdollisen käytettävissä olevan tiedon vapaaehtoisesti, koska muuten sijoittajat arvaisivat yrityksen salaavan jotain tärkeätä, ja olettaisivat salatun tiedon olevan kaikista negatiivisin tulevaisuuden skenaario. Kyseisten mallien ongelmana ovat kuitenkin ne lukuisat oletukset, jotka eivät toteudu käytännön elämässä. Malleissa muun muassa oletetaan, että tiedottaminen on yritykselle ilmaista. Käytännössähän tiedottamisella on kuitenkin aina kustannus. Itse tiedottaminen sinänsä aiheuttaa yritykselle välittömiä tiedotteen laatimiskustannuksia. Sen lisäksi tiedottamisella voi olla kilpailijakustannuksia ja prosessikustannuksia. Jos yritys tiedottaa liian avoimesti esimerkiksi hyvin voitollisesta liiketoiminnasta tietyssä liiketoimintasegmentissä, voi seurauksena olla kilpailijoiden rynnistys markkinoille,

ja omien tulevaisuuden kassavirtojen aleneminen. Yrityksellä ei myöskään välttämättä ole intressiä antaa tarkkoja tulevaisuuden ennusteita, jos riskinä on se, että toteutumattomien ennusteiden johdosta sitä saatetaan syyttää oikeudessa harhaanjohtavasta tiedottamisesta. Koska käytännössä yritysjohton tiedottamispäätökset ovat harkinnanvaraisia ja sillä on erilaisia motiiveja salata tietoa, tarvitaan lainsäätäjän vaatimuksia ja ohjeistuksia, jotta voitaisiin varmistaa riittävä yritysten tiedottamisen taso.

Omassa väitöskirjassani olen syventynyt pörsissä listattujen yritysten riski- ja siirtymätiedottamiseen IFRS-aikakaudella. Työssä käsitellään kahta tiedottamissisältöä: yritysten riskejä ja IFRS-siirtymää. Väitöskirjani kaksi ensimmäistä tutkimusta pureutuvat yritysten riskitiedottamisen problematiikkaan. Yritysten riskit liittyvät keskeisesti yrityksen tulevaisuuden näkymiin ja arvostukseen. Riskitiedottaminen on haastavaa, koska se on usein tekstimuotoista ja yritys voi täyttää juridisen tiedottamisvelvollisuutensa tiedottamalla hyvin pintapuolisesti sanomatta loppupeleissä sijoittajalle mitään relevanttia.

Riskitiedottamisen analysoinnin pohjaksi on tärkeä ymmärtää yrityksen riskisyyden ja riskeistä tiedottamisen suhde. Asiaa voidaan havainnollistaa riskitiedottamisen nelikentän kautta, jossa vaaka-akselilla on yrityksen riskisyys ja pystyakselilla yrityksen riskitiedottamisen laatu. Yritys A:lla ja B:llä on paljon riskejä. Toinen niistä tiedottaa hyvin ja toinen huonosti. Vastavasti yritykset C ja D ovat molemmat vähäriskeisiä, mutta ainoastaan toinen tiedottaa laadukkaasti. Informaation epäsymmetriaan liittyvä informaatoriski ja yrityksen todellinen riskisyys ovat siis eri asioita. Hyvällä riskitiedottamisella yritys voi alentaa sijoittajien informaatoriskiä, mutta ei tietenkään voi vaikuttaa itse riskeihin. Talvivaaran ympäristöriski pääsi toteutumaan,

vaikka vuoden 2011 vuosikertomuksessa oli kerrottu ainakin määrällisesti paljon yrityksen riskeistä. Tämä tieto varmasti auttoi sijoittajia, mutta ei estänyt ympäristöriskin toteutumista. Mikä riskitiedottamisen nelikentässä näkyvistä yrityksistä on sitten sijoittajalle se paras sijoitus, jos yritysten tulevaisuuden kassavirtaodotukset oletetaan samoiksi? Tällöin kannattaa valita pienempi riskinen yritys eli joko yritys C tai D. Laadukkaasti riskeistään tiedottava yritys C on pienemmän informaation epäsymmetrian johdosta arvostettu lähemmäksi fundamenttiarvoaan. Yritys D:n voi puolestaan saada halvemmalla suuremman informaatoriskin johdosta. Tällöin ostaja joutuu kuitenkin ostamaan sian säkissä ja kokee suurta epävarmuutta sen suhteen onko kyseinen yritys huono sika (yritys B) vai hyvä sika (yritys D). Lopullinen valinta riippuu sijoittajan omista riskipreferensseistä ja sijoitusstrategioista. Esimerkki havainnollistaa tiedottamisen merkityksen informaation epäsymmetrian taustalla. Informaatoriskiä ei voi hajauttaa pois, koska sen vaikutus yrityksen arvoon on kaikilla yrityksillä samansuuntainen.

Kuvio 1. Riskitiedottamisen nelikenttä

		Yrityksen riskisyys	
		Suuri	Pieni
Riskitiedottamisen laatu	Hyvä	Yritys A	Yritys C
	Huono	Yritys B	Yritys D

Laadukkaan riskitiedottamisen problematiikkaan ovat heränneet myös standardien säätäjät. Kirjanpitolakiin lisättiin vuoden 2004 lopussa yleisluontoinen vaatimus, että yrityksen tulisi hallituksen toimintakertomuksessa kertoa yrityksen keskeisistä riskeistä ja tulevaisuuden epävarmuuksista. Kirjanpitolautakunta halusi kuitenkin täsmentää tuota vaatimusta vuonna 2006 antamassaan yleisohjeessa toimintakertomuksen laatimisesta. Siinä yrityksille annettiin oikeastaan ensimmäistä kertaa konkreettisia työkaluja laadukkaaseen riskiraportointiin, kun kyse on kokonaisriskikatsauksista, joissa käsitellään tasapuolisesti yritysten merkittävimpiä riskejä. Yleisohjeessa määriteltiin keskeiset riskiluokat ja niihin kuuluvat asiat. Lisäksi ohjeistus sisälsi tiedottamisesimerkkejä.

Väitöskirjani ensimmäisen esseen tutkimusongelmana oli selvittää, mitkä tekijät selittivät suomalaisten listayritysten riskitiedottamisen laatua vuosien 2005 ja 2006 vuosikertomuksissa eli juuri ennen ja heti sen jälkeen, kun Kirjanpitolautakunta antoi tuon tarkennetun riskitiedottamisohjeistuksen. Tutkimustulokset puhuivat sen puolesta, että tarkennettu ohjeistus paransi yritysten riskitiedottamisen laatua useassa eri laatudimensiossa. Yleisohjeen jälkeen riskitietoa annettiin enemmän ja se jakautui tasaisemmin eri riskiluokkien välille. Lisäksi riskien vaikutuksista annettiin aikaisempaa yksityiskohtaisempaa tietoa ja toimenpiteistä riskien hallitsemiseksi kerrottiin paremmin. Kirjanpitolautakunnan uuden ohjeistuksen lisäksi tiedottamisen laatua voitiin selittää useilla muilla tekijöillä, joista keskeisimmät olivat yrityskoko, kannattavuus ja listaus ulkomaisessa pörssissä. Ensimmäisen tutkimuksen tulokset antavat arvokasta tietoa kansainvälisille ja kansallisille lainsäätäjille IFRS-aikakaudella. IFRS-standardeja ja

niitä tulkitsevaa IFRIC:ä on kritisoitu siitä, että yritysjohdon ja tilintarkastajien omalle arviolle jätetään paljon vastuuta eikä IFRIC ole kovinkaan usein ollut halukas täsmentämään periaatepohjaisten standardien tulkintoja. Kirjanpitolautakunta sen sijaan pystyi toimillaan kansallisena normittajana vaikuttamaan positiivisesti IFRS-standardeja noudattavien yritysten riskitiedottamisen laatuun. Ensimmäinen esseeni julkaistiin *The International Journal of Accounting* -nimisessä lehdessä vuoden 2012 joulukuussa.

Väitöskirjani toisessa esseessä siirryttiin riskitiedottamisen laatuun vaikuttavien tekijöiden analysoinnista laadukkaan riskitiedottamisen taloudellisten vaikutusten tutkimiseen. Tarkasteluperiodi oli nyt neljä vuotta sisältäen vuodet 2006, 2007, 2008 ja 2009. Tällöin pystyin analysoimaan kaksi nousevien osakemarkkinoiden vuotta, yhden laskevien osakemarkkinoiden vuoden, ja yhden suuresta markkinaromahduksesta toipuvan vuoden. On itse asiassa aikamoinen ponnistus kerätä käsin riskitiedottamisaineisto neljältä vuodelta ja koodata se mitattavaan muotoon. Tiedottamisen tutkiminen vaati usein paljon käsityötä. Eikä siinä vielä kaikki. Kun kaikki tiedotteet on saatu kerättyä ja koodattua, pitää vielä pystyä osoittamaan keräyksen luotettavuus. Tämä tehtiin tutkimuksessa koodaamalla ristiin yrityksen tiedotteita erään toisen tutkijan kanssa, jonka jälkeen pystyimme osoittamaan, että analyysimme oli riittävän luotettava. Seuraavaksi riskitiedottamisen laatua kuvaava aineisto yhdistettiin osakemarkkinoiden informaation epäsymmetrian mittareihin. Tutkimustulokset antoivat vahvistusta sille hypoteesille, että riskitiedottaminen on hyödyllistä sijoittajille. Niillä yrityksillä, joilla oli laadukkaampi riskitiedottaminen, oli myös vähemmän informaation epäsymmetriaa osakkeen hinnan

muodostuksessa. Yritys hyötyi laadukkaasta riskitiedottamisesta vieläkin enemmän, jos se oli pieni tai toimi high-tech toimialalla, tai jos se ei ollut suuren analyttikojoukon seurannan kohteena. Lisäksi markkinatilanne vaikutti. Vaikka riskitiedottaminen tarjosi sijoittajille hyödyllistä informaatiota kaikissa markkinatilanteissa, niin laskevilla markkinoilla ja heti markkinaromahduksen jälkeen se oli vieläkin arvokkaampaa heille.

Toisen tutkimukseni tuloksilla on monia käytännön implikaatioita lainsäätäjille, yritysjohdolle, sijoittajille ja analyttikoille. Standardien säätäjien tulee edelleen jatkaa kunnianhimoista työtä yritysten riskitiedottamisen laadun parantamiseksi. Yritysjohto voi vaikuttaa laadukkaalla riskitiedottamisella pääoman kustannukseen alentuneen informaatoriskin kautta. Sijoittajan kannalta tulosten hyödyntämismahdollisuudet ovat laajat. Jos et halua kantaa suurta informaatoriskiä, on turvallisempi sijoittaa hyviin tiedottajiin. Toisaalta, jos haet riskiä, voit harkita sijoittavasi korkeamman informaatoriskin yritykseen. Parhaassa tapauksessa se on aliarvostettu suuren informaatoriskin johdosta ja pääset hyötymään sen hyvästä tuloksetekokyvystä tulevana vuosina. Huono tiedotus ei aina ole pelkkää taktikointia. Joidenkin yritysten tiedotuskulttuurissa näkyy edelleen esimerkiksi se, että suomalainen yritysrahoitus oli pitkään hyvin pankkivetoista, jolloin yritykset kommunikoivat mieluummin suoraan pankkien kanssa ja osakesijoittajille tiedotettiin huonommin. Toinen esseeni julkaistiin *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* -nimisessä lehdessä vuoden 2013 joulukuussa.

Väitöskirjakokonaisuuteni kolmannessa esseessä analysoin niitä tekijöitä, jotka selittivät

yritysten siirtymätiedottamista IFRS-standardien käyttöönotosta. IFRS viittaa kansainvälisiin tilinpäätösstandardeihin, jotka otettiin Euroopassa käyttöön listattujen yritysten konsernitilinpäätöksissä vuoden 2005 alusta lähtien. IFRS-standardien käyttöönotolla pyritään siihen, että eri maiden yritysten tilinpäätökset tulisivat vertailukelpoisiksi, jolloin yhdenmukainen tilinpäätöskieli palvelisi myös globaalien pääomamarkkinoiden tarpeita. Suomalaiset listayritykset olivat raportoineet vuosikymmeniä kansallisen kirjanpitolain vaatimusten mukaisesti. Jotta tilinpäätösinformaation päätöksentekoa auttava ja ohjaava vaikutus ei olisi vaarantunut, oli tärkeää varmistaa, että siirtymän vaikutuksista tiedotetaan mahdollisimman laadukkaasti sijoittajille. IFRS-standardit saattoivat esimerkiksi parantaa yrityksen tulosta, koska liikearvon poistoista luovuttiin ja siirryttiin liikearvon arvonalentumistestaukseen.

Euroopan Arvopaperimarkkinavalvojen komitea CESR (nykyinen ESMA) julkaisi vuonna 2003 siirtymätiedottamissuosituksen, jossa se täsmensi miten siirtymästä suositeltiin tiedotettavan. Vuonna 2004 annettaisiin laadullista tietoa siirtymän vaikutuksista ja vuonna 2005 ennen ensimmäisiä osavuositarkastuksia olisi kvantitatiivisen informaation vuoro erilaisten täsmäytyslaskelmien muodossa. CESR:n lisäksi silloinen Rahoitustarkastus otti Suomessa hyvin aktiivisen roolin laadukkaasti siirtymätiedottamisen varmistamiseksi. Se tiedotti suosituksesta yrityksille ja niiden tilintarkastajille ja kutsui heitä vierailulle asian tiimoilta. Siirtymätiedottamissuositusta voikin pitää hyvin auktoritaarisena, koska sen takana olivat vaikutusvaltaiset tahot.

Tutkimustulokseni osoittivat, että suositus oli tehokas tapa vaikuttaa yritysjohtoon siirtymä-

DISCUSSION

tiedottamiseen. Vertasin suositeltua ja täysin vapaaehtoista tiedottamista ja huomasin, että suositellussa tiedottamisessa oli enemmän piirteitä pakollisesta tiedottamisesta. Tulosten perusteella voi sanoa, että auktoritaariset tiedottamissuosituksukset voivat olla joustava ja nopea tapa vaikuttaa yritysten tiedottamiseen esimerkiksi silloin, kun tarvitaan nopeita muutoksia. Suosituksen lisäksi siirtymätiedottamisen laatua voitiin selittää myös useilla muilla tekijöillä. Suuret ja hyvät kasvunäkymät omaavat yritykset tiedottivat paremmin, kun taas velkaantuneet yritykset tiedottivat huonommin. Lisäksi ne yritykset, joilla oli enemmän riippumattomia jäseniä hallituksessa, noudattivat CESR:n suositusta säntillisemmin. Tämä tutkimus julkaistiin *Journal of Financial Regulation and Compliance* -nimisessä lehdessä vuonna 2008.

Väitöskirjani lisää tietämystämme riski- ja siirtymätiedottamiseen vaikuttavista tekijöistä sekä laadukkaan riskitiedottamisen taloudellisista vaikutuksista. Siinä mitataan tiedottamisen laatua aikaisempaa monipuolisemmin useasta eri laatudimensiosta. Yksi väitöskirjani keskeisistä kantavista teemoista on aktiivisen lainsäätäjän rooli. Myös standardien säätäjän puolella voi esiintyä moraalikadon ongelma. Kenellä on lopulta motiivi varmistaa lainsäädännön tehokas implementointivaihe? Mitä, jos standardi on periaatteessa hyvä, mutta sen myyminen yrityk-

sille ontuu? Väitöskirjani tarjoaa kaksi esimerkkiä tilanteista, joissa standardien säätäjä oli aktiivinen. Kirjanpitolautakunta täsmensi aikaisempaa hyvin yleisluonteista riskitiedottamisohjeistusta. Rahoitustarkastus puolestaan markkinoi CESR:n siirtymätiedottamissuosituksusta. Molemmissa tapauksissa pystyttiin vaikuttamaan merkittävästi yritysjohdon tiedottamiskäyttäytymiseen.

Lopetin lektioni Nobelin kirjallisuuspalkinnon vuonna 1948 saaneen T. S. Eliotin ajatukseen pohjautuen muokkaamalla siitä väitöskirjani tematiikkaan ja yritysten toimintaympäristöön sopivamman version. Se vetäköön yhteen väitöskirjani perimmäisen viestin.

Ainoastaan ne yritykset, jotka ottavat riskin mennä liian pitkälle ja tiedottavat siitä laadukkaasti, voivat ylipäättään saada sijoittajilta rahaa selvittääkseen kuinka pitkälle voi mennä. (A.Miihkinen, 2013).

Lisätietoja:

Antti Miihkinen

Aalto-yliopiston kaupparokkeakoulu

Laskentatoimen laitos

Sähköposti: antti.miihkinen@aalto.fi

Kotisivu: https://people.aalto.fi/index.html?profilepage=isfor#!antti_miihkinen