

ETLA

ELINKEINOELÄMÄN TUTKIMUSLAITOS

THE RESEARCH INSTITUTE OF THE FINNISH ECONOMY
Lönnrotinkatu 4 B 00120 Helsinki Finland Tel. 358-9-609 900
Telefax 358-9-601 753 World Wide Web: <http://www.etla.fi/>

Keskusteluaiheita - Discussion papers

No. 647

Olli Rämä

**YRITYSTEN KANNATTAVUUS
OSAKKEENOMISTAJIEN NÄKÖKULMASTA
- VERTAILU SUOMALAIS- JA ULKOMAALAIS-
OMISTEISTEN YRITYSTEN VÄLILLÄ**

RÄMÄ, Olli, YRITYSTEN KANNATTAVUUS OSAKKEENOMISTAJIEN NÄKÖKULMASTA - VERTAILU SUOMALAIS- JA ULKOMAALAISOMISTEISTEN YRITYSTEN VÄLILLÄ, ETLA, The Research Institute of The Finnish Economy, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, 1998, 64 p. (Discussion Papers, Keskusteluaiheita, ISSN 0781-6847; No 647)

TIIVISTELMÄ: Tutkielman empiirisessä osuudessa verrataan suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten kannattavuutta osakkeenomistajien näkökulmasta käyttäen aineistona Talouselämä-lehden ja Etlatieto Oy:n tilinpäätöstietokantaa. Kannattavuutta verrataan Economic Value Added (EVA)-mallin avulla, joka ottaa huomioon myös oman pääoman kustannuksen. Economic Value Added on suomennettu taloudelliseksi lisäarvoksi.

Suomalaisomisteisilla yrityksillä taloudellinen lisäarvo suhteessa sijoitetun pääoman määrään oli 1986-1997 keskimäärin 1,8 % yritystä kohti, kun vastaava luku ulkomaalaisomisteisilla yrityksillä oli 8,8 % yritystä kohti. Kannattavuusero osakkeenomistajien näkökulmasta selittyy sijoitetun pääoman määrällä. Vuosina 1986-1997 suomalaisomisteisissa yrityksissä sijoitetun pääoman määrä oli keskimäärin 1200 miljoonaa markkaa, kun vastaava luku ulkomaalaisomisteisissa yrityksissä oli vain 227 miljoonaa markkaa. Suomalaisomisteisten teollisuusyritysten sijoitetun pääoman määrä yritystä kohti oli 1986-1997 keskimäärin 1890 miljoonaa markkaa ja taloudellinen lisäarvo suhteessa sijoitettuun pääomaan yritystä kohti oli keskimäärin 1,7 %. Ulkomaalaisomisteisilla teollisuusyrityksillä sijoitetun pääoman määrä vastaavana ajanjaksona yritystä kohti oli keskimäärin 325 miljoonaa markkaa ja taloudellinen lisäarvo suhteessa sijoitetun pääoman määrään oli yritystä kohti keskimäärin 10,2 %. Lisäksi havainnot yritysten kannattavuudesta yrityskaupan jälkeen osoittavat, että ulkomaalaiset omistajat ovat pystyneet parantamaan ostettujen yritysten kannattavuutta. Kannattavimmat toimialat osakkeenomistajien näkökulmasta vuosina 1986-1997 ovat olleet sähkö ja elektroniikka sekä tietotekniikka.

AVAINSANAT: Ulkomaalaisomistus, kannattavuus, osakkeenomistajien varallisuus, EVA, taloudellinen lisäarvo.

ABSTRACT: In the empirical part of the thesis the profitability of a sample of foreign-owned firms is compared with the profitability of a sample of Finnish-owned firms. The comparison is based on the data on the 300-500 largest firms in Finland during 1986-1997. The profitability is measured using the Economic Value Added model, which also takes into account the cost of equity capital.

The ratio of the economic value added to the invested capital in the sample of domestic-owned firms during 1986-1997 was 1,8 % on average. In the sample of foreign-owned firms the same ratio was 8,8 %. From the shareholders point of view the difference in profitability can be explained by the higher amount of invested capital in domestic-owned firms. The average amount of invested capital in the Finnish-owned firms during 1986-1997 was FIM1200 million, whereas the average amount of invested capital in the foreign-owned firms was only FIM227 million. If only industrial firms are examined, the difference in profitability is even higher. In case of foreign-owned industrial firms the ratio of the economic value added to the invested capital was on average 10,2 % during 1986-1997. The amount of invested capital in foreign-owned industrial firms during that period was FIM325 million on average, compared with FIM1890 million in Finnish-owned industrial firms. The ratio of the economic value added to the invested capital in domestic-owned was 1,7 % on average. Moreover, one can conclude from the data that the profitability of Finnish firms generally increased after they were acquired by foreign owners. During 1986-1997 the most profitable industries from the shareholders point of view were electronic and information technology industries.

KEYWORDS: Foreign ownership, profitability, shareholders wealth, EVA.

SISÄLLYS

1 JOHDANTO

1.1 Taloudellisen ympäristön muutos	
1.2 Tutkimusongelma ja tutkimustavoitteet	2
1.3 Tutkielman rakenne	5

2 TEOREETTINEN KIRJALLISUUSKATSAUS YRITYKSEN OMISTAJUUSRAKENTEeseen

2.1 Ulkopuolisen osakerahoituksen ongelmista	6
2.2 Velkarahoituksen ongelmista	9
2.3 Omistajuusrakenteen teoria	10
2.3.1 Optimaalinen ulkopuolisen oman pääoman suhde velkapääomaan	11
2.3.2 Ulkopuolisen rahoituksen määrän vaikutukset	12
2.3.3 Riskit ja ulkopuolisen rahoituksen kysyntä	13
2.3.4 Ulkopuolisen rahoituksen optimaalinen määrä	13
2.3.5 Yrityksen optimaalinen koko	15
2.4 Miten omistajuus on keskittynyt suomalaisissa pörssiyrityksissä ja miten yrityksen suurimman omistajan sijoitussalkun hajauttaminen vaikuttaa yrityksen pääomarakenteeseen ja investointeihin?	15

3 YRITYKSEN JOHDON VALVONTAONGELMA

3.1 Päämies - agenttiteoria	17
3.2 Päätöksentekoprosessi	17
3.3 Hallitustyöskentelyn ongelmat	19
3.4 Yrityksen johdon kannustinpalkkaus	20
3.5 Yrityksen rahoituspolitiikka	23
3.6 Vaikutusvallan markkinat	25

4 YRITYKSEN TALOUDELLISEN LISÄARVON MITTAAMINEN

4.1 Taloudellisen lisäarvoajattelun teoreettiset lähtökohdat	28
4.2 Käsitteiden NPV, EVA ja MVA määritelmät ja yhteys	32
4.3 Taloudellinen lisäarvo -malli	34
4.4 Miten lisätä yrityksen tuottamaa taloudellista lisäarvoa?	37
4.5 Kansantaloudellinen näkökulma taloudelliseen lisäarvoajatteluun	38
4.6 Taloudelliseen lisäarvoajatteluun liittyviä ongelmia	39

5 EMPIIRINEN AINEISTO JA TUTKIMUSTULOKSET

5.1 Suomalaisomisteisten ja ulkomaalaisomisteisten yritysten kannattavuuden kehitys 1986-1997	39
5.2 Miten omistajuusvaihdos on vaikuttanut yrityksen kannattavuuteen osakkeenomistajien näkökulmasta?	51
5.3 Kannattavuus toimialoittain ja valtionyrityksien kannattavuuden arviointi 1986-1997	52
5.4 Miten julkisesti noteerattujen yritysten osakekurssi korreloi yrityksen taloudellisen lisäarvon (EVA) kanssa?	56
5.5 Miten sijoitetun pääoman kiertonopeus eroaa suomalais- ja ulkomaalaisomisteisissa yrityksissä?	61

6 YHTEENVETO JA LOPPUPÄÄTELMÄT

62

Lähteet ja liitteet

TAULUKOT

Taulukko 5.1: Suomalaisomisteisten ja ulkomaalaisomisteisten yritysten sijoitetun pääoman tuoton kehitys 1986-1997.

Taulukko 5.2: Yritysten keskimääräisen pääomakustannuksen (WACC) kehitys 1986-1997.

Taulukko 5.3: Miten ulkomaalaisomisteisten sijoitetun pääoman määrä on kehittynyt suhteessa kaikkien yritysten sijoitetun pääoman kokonaismäärään 1986-1997 ja miten paljon prosentuaalisesti kaikkien yritysten taloudellisen lisäarvon kokonaismäärästä on mennyt ulkomaalaisille omistajille 1986-1997.

Taulukko 5.4: Taloudellisen lisäarvon (EVA) kehitys 1986-1997 keskimäärin yritystä kohti.

Taulukko 5.5: Yritysten taloudellinen lisäarvo (EVA) suhteessa sijoitetun pääoman määrään yritystä kohti keskimäärin 1986-1997.

Taulukko 5.6: Suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten teollisuusyritysten kannattavuuden kehitys osakkeenomistajien näkökulmasta 1986-1997.

Taulukko 5.7: Yritysten omavaraisuusasteen kehitys keskimäärin 1986-1997.

Taulukko 5.8: Taloudellinen lisäarvo (EVA) toimialoittain 1986-1997.

Taulukko 5.9: Sijoitetun pääoman määrä toimialoittain, sijoitettu pääoma per yritys toimialalla keskimäärin, sijoitetun pääoman tuotto toimialalla keskimäärin ja keskimääräinen pääomakustannus toimialalla keskimäärin 1986-1997.

Taulukko 5.10: Toimialan taloudellinen lisäarvo (EVA) suhteessa toimialalle sijoitetun pääoman määrään 1986-1997.

Taulukko 5.11: Valtionyhtiöiden taloudellinen lisäarvo (EVA) 1986-1997.

Taulukko 5.12: Julkisesti noteerattujen yritysten markkinalisäarvo (MVA) 30.12.1997.

Taulukko 5.13: Sijoitetun pääoman kiertonopeus suomalais- ja ulkomaalaisomisteisissa yrityksissä vuosina 1986-1997.

KUVIOT

Kuvio 2.1: Optimaalinen ulkopuolisen oman pääoman suhde velkapääomaan.

Kuvio 2.2: Ulkopuolisen rahoituksen kysyntä.

1 JOHDANTO

1.1 Taloudellisen ympäristön muutos

Suomen teollisen infrastruktuurin kehitys on kansallisen vaurastumisstrategian mukaisesti 1950-luvulta lähtien perustunut säästämiselle ja investoinneille. Suomessa investointien osuus bruttokansantuotteesta vuosina 1960-1990 on keskimäärin ollut 34 %.¹ Kansallinen vaurastumisstrategia perustui suljetun talouden pelisäännöille, joista merkittävimmät olivat inflaatio- ja devalvaatiopolitiikka. Suomesta tehtiin siis tietoisella pelisääntöjen valinnalla teollisuusmaa. Pohjolan (1996) tutkimusten mukaan suljetun talouden aikana tehtyjen investointien huono kannattavuus on paljastunut avoimen talouden oloissa ylikapasiteettina ja työttömyytenä.²

Pääomamarkkinoiden vapauttamisen jälkeen ja Suomen liittyttyä Euroopan Unioniin suljetun talouden pelisäännöt ovat jääneet historiaan. Nykyään Suomi on osa maailmanlaajuisesta talousjärjestelmästä, jossa menestyminen edellyttää uusien pelisääntöjen tuntemusta. Yritysten investoinnit mahdollisimman uuteen ja tehokkaaseen tuotantoteknologiaan ei enää avoimen talouden oloissa saa olla itseisarvo sinänsä, vaan modernin rahoitusteorian perusoletuksen mukaan yritysten investointien tavoitteena tulisi olla *osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi*.³ Kyse ei ole pelkästään omistajien vaurastumisesta, vaan pitkällä aikavälillä koko kansantalouden edusta. Talouspolitiikan tavoitteena on avoimen talouden pelisääntöjen vallitessa oltava sellaisten markkinarakenteiden ja kannustinjärjestelmien luominen, jotka saavat sekä yritysten että kotitalouksien oman edun tavoittelun palvelemaan myös kansantalouden yhteistä etua.⁴

Suomalaisten yritysten ulkomaalaisomistuksen lisääntyminen 1990-luvulla sekä yritysos-
tojen muodossa että pörssin osakesijoitusten kautta on aiheuttanut merkittäviä muutoksia
yritysten toiminnassa.⁵ Helsingin pörssin markkina-arvosta oli syyskuussa 1998 50,2 %

¹ Pohjola (1996) 60.

² Veranen (1996) 22 ja Pohjola (1996) 13.

³ Tällöin on oletettu, että osakkeenomistajille suuri varallisuus on parempi kuin pieni varallisuus.

⁴ Veranen (1996) 22-23 ja Pohjola (1996) 147-149.

⁵ Pajarinen – Ylä-Anttila (1998) Pentti Vartian kirjoittamasta esipuheesta.

ulkomaalaisten sijoittajien hallussa ja vuonna 1997 Suomen 500 suurimmasta yrityksestä oli 34 % ulkomaalaisomistuksessa.¹ Lisäksi yritysten ulkomaalaisomistuksen lisääntyminen on herättänyt ristiriitaista keskustelua omistuksen pitkän aikavälin vaikutuksista kansantaloudessa, johon ovat ottaneet osaa niin Suomen suurimpien yritysten johtajat kuin julkisen vallan edustajat aina presidentti Martti Ahtisaarta myöten.

Ulkomaalaisomistuksen lisääntyminen selittyy osana maailmantaloudessa vallitsevaa kehitystä – globalisaatiota, jonka mukaan maailmanlaajuisten suorien sijoitusten kasvuun on vaikuttanut kolme tekijää. Informaatioteknologian kehittyminen on mahdollistanut laajalle levittäytyneen yritysverkon päivittäisten rutiinien hallinnan. Toiseksi useimmat maailman-kaupassa mukana olevat valtiot ovat 1990-luvulla purkaneet ulkomaista omistusta rajoittavaa lainsäädäntöä. Kolmanneksi kansainvälisestä tuotannosta on tullut kiinteä osa maailmantaloutta. Kaiken kaikkiaan ulkomaalaisomisteiset yritykset Suomessa ovat osoittautuneet kannattavammiksi ja tehokkaammiksi kuin suomalaisomisteiset yritykset keskimäärin, joten ne omalta osaltaan ovat vaikuttaneet talouden tehokkuuteen positiivisesti. On tärkeää koko kansantalouden hyvinvoinnin kannalta ymmärtää taloudellisen ympäristön muutoksen merkitys niin yrityksen sisällä kuin poliittisessa päätöksenteossa.² Taloudellisen ympäristön muutos on tämän tutkielman keskeinen motiivi, miksi arvioin yritysten kannattavuutta nimenomaan osakkeenomistajien näkökulmasta.

1.2 Tutkimusongelma ja tutkimustavoitteet

Modernin yrityksen rahoitusteorian mukaan yrityksen johdon tärkein tehtävä on valita yrityksen investointiprojektit siten, että osakkeenomistajien varallisuus (shareholder wealth) maksimoituu. Kirjallisuudessa on kuitenkin esitetty lukuisia esimerkkejä ja tilanteita³, jolloin yrityksen johto ei välttämättä maksimoi osakkeenomistajien varallisuutta. Tässä tutkielmassa tarkastelen Talouselämä-lehden ja Etlatieto Oy:n suuryritystietokannassa olevien suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten kannattavuutta osakkeenomistajien näkökulmasta vuosina 1986-1997 taloudellisen lisäarvo –mallin avulla (engl. Economic Value Added; lyh. EVATM). Lyhenne EVATM on konsulttitoimisto Stern, Stewart & Co:n rekiste-

¹ www.apk.fi ja Talouselämä 20/1998.

² Pajarinen – Ylä-Anttila (1998) 1-4 ja Pohjola (1996) 153.

³ Copeland – Weston (1991) 20.

röimä tavaramerkki.¹ Selvyyden vuoksi käytän jatkossa pelkästään lyhennettä EVA. Yrityksen tuottama taloudellinen lisäarvo (EVA) on absoluuttinen markkamääräinen yrityksen kannattavuutta osakkeenomistajien näkökulmasta kuvaava tunnusluku, joka määrittelee yrityksen osakkeenomistajilleen tuottaman lisäarvon yli yrityksen verojen jälkeisen keskimääräisen pääomakustannustason. EVA-muuttujan etu suhteessa muihin yrityksen kannattavuutta kuvaaviin tunnuslukuihin on, että se yhdistää yrityksen tuloslaskelman ja taseen. Taloudellisessa lisäarvoajattelussa korostuu pääoman käytön tehokkuus, koska yrityksen johdon tehtävänä on saada jokainen yritykseen sijoitettu markka tuottamaan lisäarvoa osakkeenomistajille.² Tutkielmassa käytetyt termit ja käsitteet on tarkemmin määritelty luvussa neljä taloudellisen lisäarvon (EVA) mittaaminen.

Tutkimuksen aineistona on Talouselämä-lehden ja Etlatieto Oy:n tietokanta, jossa on 300-500 Suomen suurimman yrityksen oikaistut tilinpäätöstiedot vuosilta 1986-1997. Etlatieto Oy on täydentänyt ja ylläpitänyt tietokantaa yritysten omistus-tiedon osalta. Omistajamaa on aineistossa määritelty määräysvallan perusteella. Tällöin yritys on tulkittu suomalaisomisteiseksi, jos sen määräysvallasta yli 50 % on suomalaisten omistajien hallussa. Aineistossa ei ole mukana pankkeja eikä vakuutuslaitoksia niiden erilaisen tilinpäätöskäytännön vuoksi.³ Tunnuslukujen laskennassa on sovellettu yritystutkimusneuvottelukunnan (YTN) suosituksia. Analyysiprosessin tarkoituksena on puhdistaa tilinpäätökset harkinnanvaraisista tilinpäätösjärjestelyistä ja -ryhmittelyistä yhdenmukaisin periaattein. Oikaisujen vuoksi aineiston luvut voivat poiketa siitä, mitä yritykset omissa tilinpäätöksissään esittävät.

¹ Stewart (1991) *The Quest For Value*.

² Veranen (1996) 56.

³ Ali-Yrkkö – Sirviö – Ylä-Anttila (1997) 6.

Tutkielman tavoitteena on löytää vastaukset seuraaviin kysymyksiin:

- Miten suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten kannattavuus eroaa osakkeenomistajien näkökulmasta tarkasteltuna?
- Miten suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten *teollisuusyritysten kannattavuus* eroaa osakkeenomistajien näkökulmasta?
- Miten omistajuusvaihdos on vaikuttanut yrityksen kannattavuuteen? Verrataan havaintoja ennen ja jälkeen yrityskaupan.
- Mitkä ovat olleet kannattavimmat toimialat vuosien 1986-1997 aikana osakkeenomistajien näkökulmasta tarkasteltuna?
- Miten valtionyhtiöiden kannattavuus eroaa toimialan keskimääräisestä kannattavuudesta?
- Miten paljon sijoittajat luottavat yrityksen johdon kykyyn saada jokainen yritykseen sijoitettu markka tuottamaan arvoa osakkeenomistajille?
- Miten julkisesti noteerattujen yritysten osakekurssi korreloi niiden tuottaman taloudellisen lisäarvon (EVA) kanssa?
- Miten sijoitetun pääoman kiertonopeus eroaa suomalais- ja ulkomaalaisomisteisissa yrityksissä? Mikä yhteys sijoitetun pääoman kiertonopeudella on yrityksen kannattavuuteen?

1.3 Tutkielman rakenne

Tutkielman johdantoluvussa osoitan tutkimusongelman ja –tavoitteiden yhteyden taloudellisen ympäristön muutokseen. Johdantoluvussa perustelen, miksi taloudellisen ympäristön muutos on herättänyt keskustelua omistajuuden merkityksestä yrityksille. Lisäksi johdantoluvussa esittelen tutkielman rakenteen.

Toisessa luvussa luon teoreettisen kirjallisuuskatsauksen yrityksen omistajuusrakenteen teoriaan. Omistajuusrakenteen teoria eroaa yrityksen pääomarakenteen teoriasta siinä, että omistajuusrakenteen teoriassa yrityksen johdon osakkeenomistuksella on keskeinen merkitys yrityksen johdon ja omistajien välisen epäsymmetrisen informaation vähentämiseksi.

Kolmannessa luvussa tarkastelen yrityksen johdon valvontaongelmaa. Pohdin kirjallisuudessa esitettyjä tekijöitä yrityksen johdon ja omistajien välisen epäsymmetrisen informaation ongelman ratkaisuksi.

Neljännessä luvussa esittelen mallin taloudelliseen lisäarvoajatteluun liittyvien käsitteiden määrittämiseksi. Lisäksi esitän, miten olen tehnyt empiiriset laskelmat. Lopuksi luon katsauksen taloudellisen lisäarvoajattelun kansantaloudelliseen näkökulmaan ja toisaalta myös taloudelliseen lisäarvoajatteluun liittyviin ongelmiin.

Viidennessä luvussa esitän empiiristen laskelmien tulokset ja luon yhteyden aikaisemmin käsitellyn teorian ja kannattavuutta koskevien laskelmien tulosten välille.

Kuudes luku koostuu yhteenvedosta ja loppupäätelmistä. Luvussa vastaan tutkimustavoitteissa esittämiini kysymyksiin.

2 TEOREETTINEN KIRJALLISUUSKATSAUS YRITYKSEN OMISTAJUUSRAKENTEeseen

2.1 Ulkopuolisen osakerahoituksen ongelmista

Useimpien teoreettisten mallien oletusten mukaan jos yritystä johtaa sen omistaja, hän tekee operatiiviset päätökset siten, että hän maksimoi omaa hyötyään. Tällöin ei ole olemassa agentuurikustannuksia¹ yrityksen omistajan ja johdon välillä. Toisaalta yrityksen johto voi saada myös ei-rahallista hyötyä yrityksen johtamisesta. Tähän ei-rahalliseen hyötyyn voi kuulua esimerkiksi toimiston sijainnista ja varustuksesta saatava hyöty, edustusauto tai yrityksen oma lentokone. Yrityksen johdon omistusosuuden laskiessa esimerkiksi 95 prosenttiin syntyy agentuurikustannuksia, koska yrityksen johto osallistuu näiden ei-rahallisten etujen kustannuksiin vain sillä suhteellisella osuudella, jolla se omistaa yrityksen osakkeita. Tällöin vähemmistöosakkaiden kannattaa valvoa pääomistajan toimia, jotta he saisivat tietää enemmän yrityksen tilasta. Vähemmistöosakkaiden maksuvalmius yrityksen tuleviin tuottoihin heijastaa juuri valvontakustannuksia ja pääomistajan sekä vähemmistöomistajan etujen eroavaisuuksia. Jos ei ole olemassa tulokseen sidottua kannustinpalkkausjärjestelmää, niin mitä vähemmän yrityksen johto yrityksen osakkeita omistaa, sitä pienempi on sen vaade yrityksen tuleviin tuottoihin. Tällöin yrityksen johdolla voidaan katsoa olevan kannustin käyttää yrityksen varoja ylellisyshyödykkeisiin. Suurin ongelma kuitenkin syntyy, kun johdon panos kannattavien investointimahdollisuuksien etsimiseen voi laskea. Uusien investointimahdollisuuksien etsiminen voi vaatia johdolta uusien taitojen oppimista, tai uusien projektien hallinta voi olla hankalaa. Johdon panoksen puutteesta yrityksen arvo voi olla pienempi kuin se voisi olla parhaimmillaan.²

Hitaasti kasvavilla toimialoilla yrityksen johto ei välttämättä ole halukas jakamaan osinkoina osakkeenomistajille ns. vapaata kassavirtaa, koska osingonmaksut vähentävät yrityksen johdon päätäntävällässä olevia varoja. Vapaa kassavirta kuvaa teoriassa kaikkia niitä varoja, jotka yritykseltä jäävät yli, kun yritys on investoinut kaikkiin positiivisen net-

¹ Barnea – Haugen – Senbet (1985) määrittelevät agentuurikustannuksiksi kaikki ne yritysjohton toimet, jotka eivät ole osakkeenomistajien etujen mukaisia.

² Jensen - Meckling (1976) 312-313.

tonykyarvon (NPV) omaaviin projekteihin. Toisaalta on mahdollista, että yrityksen johto ei laske investoinnin nettoykyarvoa ollenkaan tai käyttää jotain muuta menetelmää investoinnin kannattavuuden laskemiseksi. Jensenin (1989) mukaan yrityksen johdolla on suuri kiusaus tuhjata kassavirtaa joko toiminnan tehottomuuteen tai investointeihin, joissa pääoman tuotto ei ylitä pääoman hintaa. Jensenin mukaan syynä tähän on johdon palkkiojärjestelmät, jotka ovat liiaksi sidoksissa yrityksen kokoon, eikä yrityksen tuottamaan lisäarvoon osakkeenomistajille. Ratkaisuksi hitaasti kasvavien alojen agentuuriongelmiin Jensen ehdottaa niin sanottua ”leverage buy out” –järjestelyä, jolle on tyypillistä osakekannan keskittyminen, yrityksen johdon suuri osakeomistus, velan suuri määrä ja institutionaalisten sijoittajien toimiminen rahoittajina sekä oman että vieraan pääoman ehdoin. Tällöin saavutettaisiin seuraavat edut: aktiivinen ja osaava omistajuus, yritysjohton palkkiojärjestelmän sitominen tiukasti yrityksen arvon kehitykseen ja velan piiskaava vaikutus. Velan lyhennysten ja korkojen maksu estää kassavirran käyttämisen kannattamattomiin hankkeisiin. Velkapääoma voidaan tavallaan ymmärtää osinkojen substituutiksi.¹

Mikäli yrityksen kasvunäkymät ovat hyvät ja tulevat investointimahdollisuudet ylittävät yrityksen kassavirran, on ulkoisen rahoituksen hakeminen esimerkiksi listautumalla pörsssiin perusteltua. Tällöin osinkopolitiikka olisi järkevää suhteuttaa yrityksen tuleviin investointitarpeisiin ja selittää tämä osakkeenomistajille. Yrityksen hakiessa ulkoista rahoitusta, yrityksen johdon kannattaa toimia sijoittajien etujen mukaisesti, jotta ulkoisen rahoituksen kustannukset pysyisivät mahdollisimman alhaisena.²

Vähäisten kasvumahdollisuuksien toimialalla yritys voi ostaa muita yrityksiä, joilla on hyvät kasvun edellytykset. Tällöin yritys voi varmistaa itselleen pidemmän olemassaolon. Toisaalta johto voi suorittaa yritysostoja, jotka alentavat osakkeenomistajien varallisuutta. Tällöin johto saattaa yliarvioida oman kyvykkyytensä johtaa ostettua yritystä. Lisäksi on mahdollista, että yritysosto tarjoaa johtajille henkilökohtaisia etuja, jolloin yrityksen johto saattaa maksaa liikaa ostettavasta yrityksestä.³ Samalla toimialalla tapahtuviin yritysostoihin osakemarkkinat reagoivat useasti myönteisesti, koska ostavan yrityksen johdon katso-

¹ Jensen (1986) 323, Jensen (1989) 61-74, Veranen (1997) 34-35.

² Easterbrook (1984) 652-655 ja Stewart (1991) 55.

³ Morck – Schleifer – Vishny (1990) 31-32.

taan hallitsevan oma toimiala paremmin kuin ostettavan yrityksen johdon. Yritysvaltauksen uhka merkitsee toimivalle johdolle markkinoiden taholta tulevaa ulkoista kuria, joka palvelee osakkeenomistajien etua. Toisaalta jos yritys ostaa yrityksiä muilta toimialoilta eli laajentuu horisontaalisesti, ostavan yrityksen johdon ammattitaitoa voidaan epäillä uudella toimialalla. Johto voi siis hajauttamalla yrityksen kassavirtoja ehkäistä konkurssin tai työttömyyden mahdollisuutta. Tällöin yrityksen johdon katsotaan vakuuttavan oman asemansa osakkeenomistajien kustannuksella. Lisäksi yrityksen johto voi suojellakseen omaa asemansa hylätä liian riskipitoisen, mutta kannattavan investoinnin. Myersin ja Majlufin (1984) mukaan yrityksen johdon maksimoidessa vanhojen osakkeenomistajien varallisuutta se saattaa hylätä kannattavan investoinnin, jos investointi olisi rahoitettava osakeannilla. Yrityksen johto voi myös tehdä itsensä arvokkaaksi osakkeenomistajille investoimalla projekteihin, joiden hallinta edellyttää nimenomaan toimivan johdon näkemyksiä tai osaamista. Toisaalta yrityksen johdon asemaa parantavat myös omistajien antamat ns. kultaist kädenpuristukset. Tällöin yrityksen johdolle annetaan huomattavia erikoisetuja, jos se erotetaan kesken toimikauden. Yrityksen johdolla saattaa olla omat, omistajista riippumattomat, tavoitteensa kuten urakehitys, tulot, ja tulojen riittävä suojaaminen riskeiltä. Omistajien kannalta olisi tärkeää, että yrityksen johdolla olisi riittävät kannustimet sitoutua riittävästi työsuoritukseen, innovoida yrityksen kehittämiseksi ja ottaa harkitusti riskejä.¹

¹ Schleifer – Vishny (1989)123-124, 132 ja Kanninen (1996) Luentomuistiinpanoja.

2.2 Velkarahoituksen ongelmista

Rahoitusta hakeva yritys tietää aina enemmän omasta hankkeestaan samoin kuin suorituskyvystään ja motiiveistaan kuin yrityksen ulkopuoliset tahot. Jokaisella luotonhakijalla on tavallaan informaatiomonopoli siihen nähden, kuinka lupaava on se hanke, johon hän rahoitusta hakee, ja kuinka paljon hän on itse valmis panostamaan ideansa ja hankkeensa hyväksi. Luottomarkkinat ovat ns. sopimusmarkkinat. Luottosopimuksen oleellinen piirre on, että ne oikeuttavat velkojan saatavaan ainoastaan, jos rahoitetun projektin tuotto on "riittävä". Velkoja on kiinnostunut rahoitetun projektin tuoton todennäköisyysjakauman alapäästä, kun taas yrittäjä tai yrityksen osakkeenomistaja on kiinnostunut jakauman siitä osasta, joka todennäköisyysmassasta on velkojien saatavien yläpuolella. Vastaavasti kuin osake voidaan ymmärtää osto-optioksi yrityksen tuleviin tuottoihin, velkasopimus voidaan ymmärtää myyntioptioksi, joka kannattaa lunastaa suotuisassa maailmatilassa. Epäsuotuisassa maailmatilassa myyntioption kannattaa antaa raueta. Informaation epäsymmetrisyys on keskeistä luottomarkkinoiden toiminnassa. Hanke voidaan arvioida kultajyväksi, vaikka se itse asiassa onkin mätämuna. Toisaalta hanke voidaan arvioida mätämunaksi, vaikka se toteutuessaan olisikin todellinen herkkupala. Kyseessä on moral hazard-ongelma, jossa lainanantaja ei voi olla varma lainanottajan käyttäytymisestä.¹

Lainanantajat voivat hakea yrityksen konkurssiin, jos yritys ei pysty hoitamaan velvoitteitaan. Tällöin osakkeenomistajat menettävät vaateensa yrityksen tuleviin tuottoihin. Osakkeenomistajia suojaa kuitenkin ns. rajoitettu vastuu (limited liability). Yrityksen ajautuessa konkurssiin osakkeenomistajat menettävät vain sijoittamansa summan. Konkurssikustannukset voidaan pääsääntöisesti jakaa kahteen osaan. Suorat konkurssikustannukset vähentävät lainanantajan tuottoa, koska konkurssitilanteessa yrityksellä on oikeus jättää velat maksamatta. Tällöin yrityksen kiinteää omaisuutta saatetaan joutua myymään konkurssihuutokaupoissa liian halvalla puuttuvan kilpailun vuoksi. Epäsuorat konkurssikustannukset liittyvät yrityksen maineen menettämiseen ja uudelleenkäynnistämiseen.² Konkurssitodennäköisyyden kasvaessa myös yrityksen operatiiviset kustannukset voivat kasvaa. Tällöin

¹ Kannianen - Stenbacka (1996) 150-155.

² Brealey - Myers (1991) 444.

yrityksen johdolle on maksettava ex-ante korvaus mahdollisen työttömyyden varalta. Lisäksi velkojat voivat vaatia korkeampia korkoja korvaukseksi suuremmasta konkurssin uhasta. Konkurssin uhka vaikuttaa myös yrityksen tulopuoleen. Asiakkaat eivät halua ostaa konkurssiuhan alla olevan yrityksen tuotteita, jotka esimerkiksi vaativat huoltoa usein oston jälkeen. Jos myyvän yrityksen toiminnan jatkumista epäillään ja jos asiakkaan ostamisen hyödykkeiden arvo riippuu myynnin jälkeisestä huollosta, yritys saattaa menettää potentiaalisia asiakkaita.¹

2.3 Omistajuusrakenteen teoria

Oletetaan yrityksen johtajan ja omistajan olevan sama henkilö, joka on sijoittanut koko varallisuutensa omaan yritykseensä. Tarkoituksena on tarkastella syntyviä ongelmia, kun omistaja-johtaja haluaa luopua omistussuhteestaan. Toisaalta mikäli yrityksellä on kannattavia investointimahdollisuuksia, on ulkopuolisen rahoituksen hakeminen perusteltua. Rahoitusvaihtoehtoiksi oletetaan oma pääoma ja velka. Lisäksi pääomamarkkinoiden oletetaan olevan tehokkaat ja täydelliset. Omistajuusrakenteen teoriassa korostuu yrityksen johdon osakkeenomistus, kun taas pääomarakenne tarkoittaa vain yrityksen velan ja oman pääoman suhteellisia osuuksia. Omistajuusrakenteen teoria määrittelee kolme muuttujaa, kun yrityksen koko tiedetään:

S_i = yrityksen johdon omistamat osakkeet

S_o = ulkopuolisten sijoittajien omistamat osakkeet

B = ulkopuolisten sijoittajien yritykselle antama velan määrä.

Yrityksen oman pääoman markkina-arvo eli yrityksen pörssi-arvo on $S = S_i + S_o$ ja yrityksen tasearvo $V = S + B$. Tarkoituksena on lisäksi määrittellä yrityksen optimaalinen koko eli sen investointien taso.²

¹ Jensen - Meckling (1976) 339-342.

² Jensen - Meckling (1976) 343-344.

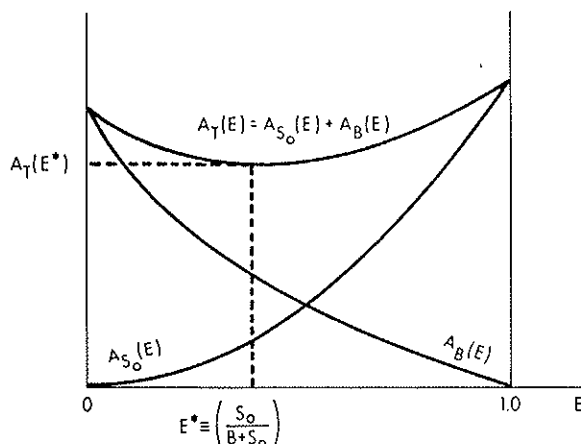
2.3.1 Optimaalinen ulkopuolisen oman pääoman suhde velkapääomaan

Pidetään yrityksen koko V vakiona ja kysytään, mikä on optimaalinen ulkopuolisen oman pääoman suhde velkapääomaan (S_o/B). Tällöin yrityksen todellinen arvo riippuu velan ja oman pääoman agentuurikustannuksista. Olkoon V^* yrityksen arvo annettuna yrityksen koko, kun ei ole agentuurikustannuksia. Pidetään lisäksi ulkopuolisen rahoituksen määrä ($B + S_o$) vakiona. Nyt ongelmana on määrittää optimaalinen $E^* = S_o^*/(B + S_o)$. Eli mikä osa ulkopuolisesta rahoituksesta tulisi olla omaa pääomaa?

Pääomamarkkinoiden ollessa tehokkaat (eli niitä luonnehtii rationaaliset odotukset) velan ja oman pääoman hintojen katsotaan heijastavan monitorointikustannusten harhattomia estimaatteja. Lisäksi agentuurikustannukset kantaa osakkeitaan myyvä omistaja-johtaja. Hänen näkökulmastaan ulkopuolisen osakeomistuksen suhde velkaan annettuna yrityksen johdon omistamien osakkeiden määrä on sellainen, jossa sekä velan että ulkopuolisen oman pääoman agentuurikustannusten summa minimoituu.

Kuviossa 1 agentuurikustannukset on jaettu kahteen osaan. Määritellään $A_{S_o}(E)$ oman pääoman kokonaisagentuurikustannuksiksi, kun omistaja-johtaja luopuu omistuksestaan. Lisäksi määritellään $A_B(E)$ velan kokonaisagentuurikustannuksiksi senhetkisessä omistajusrakenteessa. Tällöin kokonaisagentuurikustannusten funktio on $A_T(E) = A_{S_o}(E) + A_B(E)$.

Kuvio 1 Optimaalinen ulkopuolisen oman pääoman suhde velkapääomaan.



Oman pääoman agentuurikustannusten ollessa nolla, ei yrityksen omistaja-johtajalla ole kannustinta luopua omistuksestaan. Näin siksi, että tällöin oman pääoman arvon muutos kokonaisuudessaan olisi yhtä suuri kuin hänen varallisuutensa muutos. Ulkopuolisen osakeomistuksen kasvaessa omistaja-johtajan kannustin myydä osuutensa kokonaan pois kasvaa, koska hänen vaateensa yrityksen tuleviin tuottoihin laskee. Oman pääoman agentuurikustannukset ovat sitä suuremmat, mitä enemmän yrityksellä on ulkopuolista omaa pääomaa.

Velan agentuurikustannukset koostuvat pääasiassa yrityksen arvon alenemisesta mahdollisessa konkurssitilanteessa ja yrityksen johdon valvontakustannuksista. Yrityksen johdolla on kannustin oman pääoman arvon lisäämiseen velkapääomalla, jos se toimii osakkeenomistajien etujen mukaisesti ja investoinnin oletetaan olevan kannattava (ks. sivu 8). Mikäli yrityksellä ei ole velkaa, ei johtaja-omistajalla ole mahdollisuutta allokoida varallisuutta velkarahalla omalle pääomalle.¹

2.3.2 Ulkopuolisen rahoituksen määrän vaikutukset

Pidetään yrityksen koko V^* vakiona ja oletetaan omistaja-johtajan alentavan omaa omistusosuuttaan. Tällöin on selvää, että ulkopuolisen rahoituksen $(B + S_0)$ osuus kasvaa. Määritellään ulkopuolisen rahoituksen taso: $K = (B + S_0) / V^*$. Oletetaan ulkopuolisen rahoituksen tasoja olevan kaksi: K_0 ja K_1 . Olkoon K_1 suurempi kuin K_0 . Ulkopuolisen rahoituksen määrän kasvaessa omistaja-johtajan vaade yrityksen tuleviin tuottoihin laskee. Tällöin hänellä on kannustin ottaa itselleen yrityksestä ei-rahallisia etuja, koska hänen osuutensa niiden kustannuksista laskevat. Mitä suurempi on ulkopuolisen rahoituksen määrä, sitä suurempi on yrityksen johdon toimien valvonnan rajahyöty. Valvonnan optimaalinen taso nousee korkeammaksi ulkopuolisen rahoituksen määrän kasvaessa. Mitä suuremmasta yrityksestä on kysymys, sitä suuremmat ovat kokonaisagentuurikustannukset. Näin siksi, että yrityksen johdon toimien valvonta on kalliimpaa ja vaativampaa isoissa organisaatioissa kuin pienissä.²

¹ Jensen – Meckling (1976) 344-346.

² Jensen – Meckling (1976) 346-348.

2.3.3 Riskit ja ulkopuolisen rahoituksen kysyntä

Tähän asti on oletettu, että omistaja-johtajalla on koko omaisuus sijoitettuna yritykseensä. Jos näin ei olisi, hän voisi välttää ulkopuolisen rahoituksen agentuurikustannukset sijoittamalla itse lisää varoja yritykseensä. Omistaja-johtaja ei halua apua ulkopuolisilta rahoittajilta ennen kuin hänen koko omaisuutensa on kokonaisuudessaan sijoitettu omaan yritykseen. Kyseessä oleva seuraus ei ole johdonmukainen arkielämän havaintojen kanssa. Omistaja-johtajan omaisuus on useasti hajautettuna useisiin eri kohteisiin ja joillain on vain suhteellisen pieni osuus sijoitettuna johtamaansa yritykseen. Varallisuuden hajauttaminen voidaan selittää riskin kaihtamisella ja optimaalisella portfolio-valinnalla.

Jos tuotot eivät ole täydellisesti korreloituneet, voi sijoittaja alentaa salkkunsa kokonaisriskiään hajauttamalla varallisuuden useisiin eri kohteisiin. Tällöin riskiäkaihtava johtaja-omistaja aiheuttaa itselleen hyvinvointitappion, jos hän sijoittaa koko omaisuutensa omaan yritykseensä, koska hän kantaa itse enemmän riskiä kuin mikä olisi tarpeellista. Kuitenkin omistaja-johtajan halu alentaa omaa riskitasoaan saattaa tehdä hänestä vähemmistöosakkaan.¹

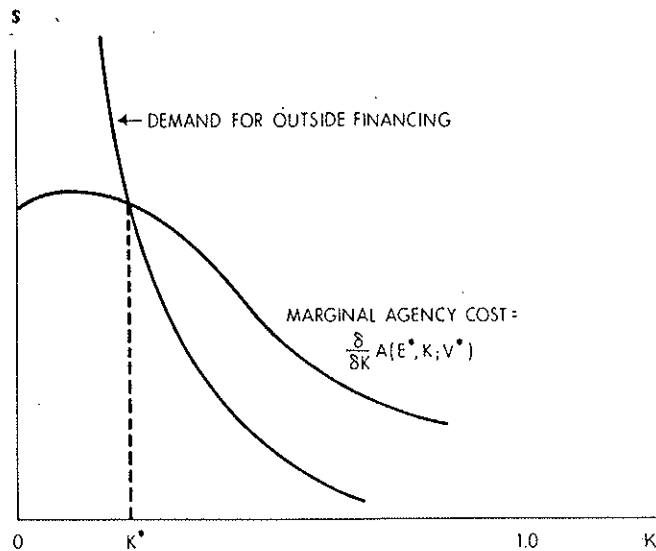
2.3.4 Ulkopuolisen rahoituksen optimaalinen määrä

Omistaja-johtajan ollessa riskiäkaihtava ja yrityksen tuottojen ollessa epävarmoja hän voi lisätä hyvinvointiaan myymällä osan yrityksestään ulkopuolisille sijoittajille ja sijoittaa itse saadut tulot muihin kohteisiin. Jos ulkopuolisen rahoituksen määrä on optimaalinen K^* omistaja-johtajan myydessä osan yrityksestään, hänen kokonaisvarallisuutensa lasku riippuu myynnissä syntyneistä agentuurikustannuksista. Agentuurikustannusten oletetaan kasvavan voimakkaasti alhaisen ulkopuolisen rahoituksen tasolla ja hitaasti korkean ulkopuolisen rahoituksen tasolla. Näin siksi, että yrityksen johdon valvonta asettaa yhä enemmän rajoitteita yrityksen johdon toimille.

¹ Koko 2.3.3 Jensen - Meckling (1976) 348-349.

Kuviossa kaksi esitetään raja-agentuurikustannukset K :n funktiona annettuna ulkopuolisen rahoituksen osuus ja yrityksen koko. Ulkopuolisen rahoituksen kysyntäkäyrä esittää kasvaneen hajautuksen rajahyödyn, jonka omistaja-johtaja voi saada alentamalla omistusosuuttaan ja konstruoimalla optimaalisen portfolion. Kysyntäkäyrä on laskettu kysymällä, miten paljon omistaja-johtaja olisi valmis maksamaan alentaakseen omistusosuuttaan yritykseen yhden dollarin verran lisätäkseen varallisuutensa hajauttamisesta saatavaa hyötyä. Ulkopuolisen rahoituksen optimaalinen määrä K^* on ulkopuolisen rahoituksen kysynnän ja raja-agentuurikustannusten leikkauspisteessä. Ratkaisu on pareto-optimaalinen: agentuurikustannuksia ei voi alentaa ilman jonkun osapuolen aseman heikkenemistä.¹

Kuvio 2 Ulkopuolisen rahoituksen kysyntä.



¹ Jensen - Meckling (1976) 349-350.

2.3.5 Yrityksen optimaalinen koko

Easterbrookin (1984) mukaan yrityksen strategia olisi suunniteltava siten, että se minimoisi käytössä olevan pääoman summan, agenttuuri- ja verokustannukset. Mitä enemmän yritykseen on sijoitettu pääomaa, sitä suuremmat ovat yrityksen agenttuurikustannukset. Yrityksen omistajuusrakenteen teorian mukaan yrityksen arvo maksimoituu, kun kokonaisagenttuurikustannusten summa minimoituu. Toisin sanoen yritystoiminnan tavoitteena tulisi olla pääoman käytön tehokkuus – yrityksen johdon olisi allokoitava jokainen yritykseen sijoitettu markka siten, että osakkeenomistajien varallisuus maksimoituisi. Lisäksi omistajuusrakenteen teoriassa oletetaan sekä oman että vieraan pääoman hintojen heijastavan niiden valvontakustannuksia. Velka on yritykselle halvempi rahoitusmuoto kuin oma pääoma, koska sijoittajat vaativat omalle pääomalle yrityskohtaisen riskipreemion.

2.4 Miten omistajuus on keskittynyt suomalaisissa pörssiyhtiöissä ja miten yrityksen suurimman omistajan sijoitussalkun hajauttaminen vaikuttaa yrityksen pääomarakenteeseen ja investointeihin?

Omistajuuden pirstaloituminen on omiaan lisäämään yrityksen johdon valtaa, koska yrityksen johdon tehokas valvonta vaikeutuu. Hakalan (1997) tutkimuksen mukaan omistajuus suomalaisissa pörssiyhtiöissä on varsin keskittynyttä. Tarkasteltaessa yritysten viiden ja kymmenen suurimman ääntenhaltijan yhteistä osuutta yksittäisten yritysten kokonaisäänivallasta ja osakkeiden kokonaislukumäärästä saatiin tulokseksi, että 23 yrityksessä viisi suurinta ääntenhaltijaa hallitsi äänistä yli 70:tä prosenttia ja 3 tapauksessa jopa yli 50 prosenttia. Kymmenen suurinta ääntenhaltijaa piti hallussaan yli 50 prosenttia äänimäärästä 44 yhtiössä ja yli 90 prosenttia 12 yhtiössä. Omistusrakenteen keskittymistä voidaan pitää teoriassa hyvänä asiana yrityksen kannattavuuden kannalta, koska suuromistajilla voidaan katsoa olevan käytettävissään riittävät taloudelliset toimintaedellytykset valvoa omistamiensa yritysten johtoa ja yleistä päätöksentekoa.¹

¹ Hakala (1997) 77-78.

Ihamuotila (1995) tutki väitöskirjassaan omistajan / sijoittajan salkun hajauttamisen vaikutusta sijoituspäätöksiin tilanteessa, kun sijoittaja saa hyötyä yritysten kontrollista, ja kun kontrolli voi olla välttämätöntä, jotta sijoituskohteena oleva yritys saataisiin valitsemaan kannattavimmat ja riskillisemmät projektit. Tutkimuksen tulokset osoittivat, että omistajan salkun hajautuksen kasvaessa yrityksen riski ja velkaisuusaste kasvavat. Mitä paremmin hajautettu salkku omistajalla on, sitä suurempi on omistajan kannustin vaatia yritysjohtoa ottamaan riskejä. Lisäksi Ihamuotila havaitsi, että yrityksen velkarahoitus riippuu sitä enemmän vakuuksista, mitä paremmin suurin osakkeenomistaja on salkkunsa hajauttanut. Ihamuotila tulkitsi tämän niin, että velkojat eivät usko huonosti hajauttaneen omistajan riskinottohaluun, ja siksi saatavien turvaksi ei tarvita vakuuksiakaan. Kolmas Ihamuotilan havaitsema tulos oli, että hyvin salkkunsa hajauttaneet sijoittajat toimivat useasti toimialoilla, joilla pääomakannan arvo on helposti määriteltävissä. Esimerkiksi sellainen perheomistus, jossa kontrolloidaan useita yrityksiä, on useissa maissa menestynyt varsin hyvin. Eniten haittaa huonosti salkkunsa hajauttaneesta omistajasta on kuitenkin sellaisella toimialalla, jolla menestymiseen vaaditaan merkittävää riskinottoa.¹

¹ Ihamuotila (1995) ja Liljeblom (1995) KAK 89-95.

3 YRITYKSEN JOHDON VALVONTAONGELMA

3.1 Päämies - agenttiteoria

Yrityksen johto ei aina välttämättä toimi yritykseen sijoittaneiden rahoittajien etujen mukaisesti. Sijoittajien merkittävä ongelma on yritysjohdon valvonta ja yrityksen investointiprojektien arviointi. Tällöin puhutaan päämies - agentti-ongelmasta, jossa yrityksen omistajilla ja muilla rahoittajilla eli päämiehillä ei välttämättä ole takeita, että agentti eli yrityksen johto toimii aina päämiesten etujen mukaisesti.¹ Agenttuurisuhteelle on tyypillistä, että siinä esiintyy informaatio-ongelmia päämiehen näkökulmasta. Päämies tarvitsee agenttia, koska agentilla on liikkeenjohdollista erityisosaamista, mutta päämies ei pysty agentin toimenpiteitä valvomaan. Päämies havaitsee vain lopputuloksen - ei työsuoritusta. Lopputulokseen kuitenkin vaikuttavat sekä agentin oma toiminta että hänestä riippumattomat tekijät, eikä päämiehellä ole mahdollisuutta varmasti tietää, tekikö agentti parhaansa.² Tällöin päämiesten kannattaa valvoa yrityksen johtoa, mikä aiheuttaa heille lisäkustannuksia. Ilman lisäkustannuksia ei yleensä ole mahdollista saada yrityksen johtoa toimimaan päämiesten etujen mukaisesti. Näitä lisäkustannuksia, esimerkiksi tilintarkastajien ja nykyään myös konsulttien palkkioita, kutsutaan agenttuurikustannuksiksi.³

3.2 Päätöksentekoprosessi

Yrityksen johdon valvontaongelman ymmärtämisen kannalta on ensin keskeistä tarkastella yrityksen pitkän aikavälin päätöksentekoprosessia. Se käsittää neljä eri vaihetta:

1. Aloitevaihe (initiation): yrityksen johto valmistelee erilaiset ehdotukset ja sopimusluonnokset siten, että niiden perusteella voidaan mahdollisesti ryhtyä jatkotoimenpiteisiin.
2. Päätöksen vahvistaminen (ratification): yrityksen ylintä päätäntävaltaa käyttävä taho, yleensä omistajista koottu hallitus, valitsee toteutettavan ehdotuksen.
3. Päätöksen soveltamien käytäntöön (implementation): yrityksen johto toteuttaa valitun ehdotuksen käytännössä.

¹ Hukari (1996) johdanto.

² Kannianen (1996) yritysjohdon kannustinpalkkaus ja päämies - agenttiteoria. Luentomuistiinpanoja mikroalousteorian syventävältä kurssilta. Julkaistu kirjassa näkökulmia oikeustaloustieteeseen.

³ Jensen - Meckling (1976) 308.

4. Valvonta (monitoring): yrityksen omistajat arvioivat päätöksen käytännön toteutuksen ja luovat tarvittavat toimivan johdon kannustinjärjestelmät.

Päätöksentekoprosessin neljä toimintoa voidaan supistaa kahdeksi toimintokokonaisuutta kuvaavaksi käsitteeksi:

1. Aloite- ja soveltamisvaiheiden työt tekevät yleensä agentit eli yrityksen operatiivinen johto, joten nämä vaiheet voidaan yhdistää päätöksenteon johtamiseksi (decision management);
2. Päätösten vahvistamista ja lopputuloksen valvontaa voidaan kutsua päätöksenteon kontrolloinniksi (decision control), josta vastaavat omistajat.¹

Julkisesti noteeratussa yrityksessä korostuu päätöksenteon kontrollointi vahvemmin kuin ei-noteeratussa yrityksessä, koska osakekurssi on näkyvä signaali tämänpäiväisten päätösten vaikutuksista sekä nykyiseen nettokassavirtaan että tuleviin nettokassavirtoihin. Menestyäkseen on julkisesti noteeratuilla yrityksellä oltava selkeä liiketoimintastrategia. Noteeratun yrityksen on vähintään toteutettava tai mieluummin ylitettävä markkinoiden tuotto-odotukset. Lisäksi sen on jatkuvasti informoitava omista tekemisistään markkinoille. Mitä enemmän markkinoilla olevat sijoittajat luottavat yrityksen toimintaan ja sen johtoon kokonaisuudessaan, sitä korkeampi on yrityksen osakekurssi. Yrityksen johdon on kohdeltava sijoittajia kuin yrityksen asiakkaita ja yrityksen johdon kannattaa kuunnella sijoittajien neuvoja. Ne ovat todennäköisesti parhaita ilmaisia neuvoja, mitä yritysjohdolla on saatavilla.²

¹ Fama - Jensen (1983) 303-304.

² Lilja (1997) 466 ja Fama - Jensen (1983) 313.

3.3 Hallitustyöskentelyn ongelmat

Paras esimerkki yrityksen sisäisen kontrollin epäonnistumisesta on General Motors-yhtiö, joka investoi 1980-luvulla kiinteään pääomaan sekä tutkimus ja tuotekehitykseen summan, jolla olisi voinut hankkia sekä Toyotan että Hondan koko osakekannan. Investointistrategian dollarimääräinen vaihtoehtoiskustannus oli yli 100 MRD. Yrityksen hallitus irtisanoi pääjohtajan vasta vuonna 1992, kun pahin oli jo päässyt tapahtumaan.¹

Stiglitzin (1985) mukaan osakeyhtiön hallituksen valintaan ei välttämättä kiinnitetä riittävästi huomiota, jos osakeomistus on sirpaloitunut useiden pienomistajien kesken. Koska yksittäisellä osakkeenomistajalla voidaan olettaa olevan hyvin hajautettu sijoitussalkku, ei hänen kannata käyttää resurssejaan eri johtajien kykyjen vertailuun pystyäkseen äänestämään hallituksen jäseniä valittaessa rationaalisesti. Ongelmana omistajuuden sirpaloituessa on nimenomaan pätevien hallituksen jäsenien löytäminen ja heidän kannustaminen siten, että osakkeenomistajien varallisuus maksimoituu.²

Jensenin (1993) mukaan yrityksen sisäisen kontrollin epäonnistumisen syitä muun muassa ovat:³

1. *Hallituskulttuuri*: Yrityksen hallituksen työskentelyssä korostuvat kohteliaisuus ja "hyvä-veli" -suhteet totuuden ja mielipiteiden ilmaisun vapauden kustannuksella. Yritysten pääjohtajilla on samat puolustusmekanismit negatiivista palautetta vastaan kuin muillakin ihmisillä.
2. *Informaatio-ongelmat*: Yleensä pääjohtaja esittelee hallitukselle käsiteltävät asiat, jolloin jopa kyvykkään hallituksen jäsenen on vaikea objektiivisesti valvoa ja arvioida pääjohtajan toimia ja yrityksen strategiaa. Lisäksi hallituksen jäsenet eivät välttämättä ymmärrä osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin tavoitetta.

¹ Jensen (1993) 853.

² Stiglitz (1985) 136.

³ Jensen (1993) 862-865.

3. *Kannustinongelmat*: Hallitusten jäsenien juridinen vastuu rajoittuu vahingonkorvausvelvoitteeseen huolimattomuudesta tai tahallisuudesta aiheutuneesta vahingosta. Osaamattomuudesta johtuvista virheistä ei vahingonkorvausvelvoitetta tule. Juridinen vastuu ja negatiivisen julkisuuden uhka ovat kuitenkin riittämättömiä kannustimia sellaisille toimenpiteille, jotka lisäävät yrityksen kannattavuutta ja arvoa.

4. *Vähäinen osakkeenomistus*: Vuonna 1991 Yhdysvalloissa tuhannen markkina-arvoltaan suurimman yrityksen pääjohtaja omisti keskimäärin 2.7 % johtamansa yrityksen osakkeita. Mediaani oli vain 0.2 % osakkeista ja 75 prosenttia kaikista pääjohtajista omisti vähemmän kuin 1.2 % osakkeista. Teorian perusteella voidaan sanoa yrityksen johdon ja omistajien välisten agentuurikustannusten kärjistyvän Yhdysvalloissa.

3.4 Yrityksen johdon kannustinpalkkaus

Yrityksen omistajien ongelmana on, miten motivoida yrityksen johto toimimaan osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Yksi mahdollinen motivointikeino on yrityksen johdon kannustinpalkkausjärjestelmän konstruointi. Optimaalisen kannustinpalkkauksen suunnittelussa olisi omistajien otettava huomioon muun muassa seuraavat asiat:

- suunnitelman olisi oltava helposti valvottava ja suunniteltu siten, että yrityksen johdon mahdollisuudet suunnitelman manipulointiin minimoituisivat
- sen tulisi estää yritysjohdon ylellisyshyödykkeiden (ylisuuri) kulutus
- suunnitelman olisi oltava pitkäaikainen (yli toimialan suhdannekierron), jotta se vastaisi osakkeenomistajien näkökulmaa
- suunnitelman tulisi evätä yrityksen johdon mahdollisuus suojata oma asemansa osakkeenomistajien kustannuksella
- johdon kompensaaion määrän tulisi olla sidoksissa osakkeenomistajien varallisuuden kehitykseen. Mikäli on mahdollista, johdon kompensatio tulisi riippua nimenomaa sen toimien vaikutuksista osakkeen arvon kehitykseen. Esimerkiksi yritys ei menesty suhteessa kilpailijoihin, mutta sen osakekurssi silti nousee syystä, että markkinoilla kurssit nousevat yleisesti. Yrityksen johdon kannustinpalkkauksen suora sitominen osakekurssin kehitykseen ei välttämättä ole optimaalinen ratkaisu.

Empiiristen tutkimusten mukaan (Murphy 1985) 10 % muutos yrityksen osakkeen arvossa lisää yrityksen johdon kompensaatiota noin 2 %. Lisäksi Coughan ja Schmidt (1985) raportoivat positiivisesta korrelaatiosta yrityksen osakkeen arvon ja johdon kannustinpalkkauksen välillä. Ongelmana lähinnä on, ovatko kannustinjärjestelmät suunniteltu optimaaliseksi.¹ Leskinen (1998) tutki 27 Suomessa pörssilistatun yrityksen optiolainajärjestelyjen laskennalliset arvot liikkeellelaskuvaiheessa. Lisäksi Leskinen selvitti tutkimuksessaan, miten yritysten osakekurssi reagoi optiolainaehdotukseen sekä yhdysvaltalaisen kirjanpitoikäntännön vaikutusta suomalaisten yhtiöiden tuloksiin. Yhdysvaltalaisen kirjanpitoikäntännön mukaan optiolainojen laskennallinen arvo täytyy huomioida yhtiön tuloslaskelmassa. Optiolainojen keskimääräinen arvo ilman Nokia oyj:n vuosien 1995 ja 1997 optiolainoja on noin 20 miljoonaa markkaa yritystä kohti. Optiolainajärjestelyjen laskennallinen vaikutus yrityksen tulokseen toteutettiin siten, että optiolainan laskennallinen arvo jaettiin niiden vuosien lukumäärällä, jonka aikana optio-oikeuksia ei voi käyttää. Tämän jälkeen saatu luku vähennetään kunkin vuoden ilmoitetusta voitosta ennen veroja siihen asti kunnes optio-oikeuksia voidaan alkaa käyttämään. Näin laskettuna optiojärjestelyt laskivat keskimäärin 1,79 % yritysten ilmoitettuja voittoja ennen veroja vuonna 1997. Optiolainajärjestelyillä ei ollut yhteyttä osakkeen kurssikehitykseen, josta voidaan tehdä johtopäätöksiä lainaehdoista.²

Yrityksen johdon kannustinpalkkauksen idea on saada yrityksen johtajat omistamaan pitkällä aikavälillä mahdollisimman suuren määrän yrityksen osakkeita.³ Suomalaisen yritysjohtajan oma omistus yrityksissä on vielä varsin vähäistä. Omistajaintressin toteutumisen kannalta olisi suotavaa, että optiolainoja voitaisiin muuttaa osakkeiksi ilman välittömiä veroseuraamuksia. Nykykäytännön mukaan osakkeista on yleensä pakko luopua välittömästi, koska verotukselliset syyt (tuloveron alaista tuloa) pakottavat tähän. Tämä on valittavaa, koska tällöin estetään yrityksen johdon tuleminen merkittäväksi osakkeenomistajaksi. Lisäksi eräs syy suomalaisjohtajien vähäisen omistukseen johtamissaan yrityksissä on tuloverotuksen ankaruuden lisäksi se, että suomalaisten ammattijohtajien palkkataso on kansainvälisesti katsoen erittäin alhainen. Suomessa yritysjohtajien keskimääräinen netto-

¹ Copeland - Weston (1992) 665-666.

² Leskinen (1998): tutkimuksesta annettu lehdistötiedote.

³ Jensen (1989) 68-69.

ansio on noin 200 000 markkaa vuodessa, kun USA:ssa johtajien keskimääräinen nettoansio markkoiksi muutettuna on noin 500 000 vuodessa.¹

Pörssisäätiön hallituksen puheenjohtajan Mikael Von Frenckellin mukaan optiot ja niihin liittyvä osakkeiden omistusvelvollisuus helpottavat omistajaongelmaa. Yrityksen johdolle asetettu osakkeiden omistusvelvollisuus sitoo optioilla saatua varallisuutta juuri osakkeisiin. Yrityksen johdolle annetut optiot ovat vasta välivaihe. Vasta kun johdolla on yrityksen omia osakkeita omassa salkussaan riittävästi suhteessa omaan kokonaisvarallisuuteen, kääntyvät myös ajatukset samoille urille sijoittajien kanssa. Muutos näkyy esimerkiksi siinä, mitä asioita yrityksen johto tuo hallituksen päätettäväksi. Suomalaisista yrityksistä ainakin Tamfeltilla on yrityksen johdolle asetettu osakkeiden omistusvelvollisuus.²

¹ Veranen (1996) 68-69.

² Talouselämä-lehti 8/98 s. 60-61.

3.5 Yrityksen rahoituspolitiikka

Myersin ja Majlufin (1984) yrityksen rahoituksen “nokkimisjärjestys”-teorian (pecking order theory) mukaan yrityksen on mahdollista vähentää ulkopuolisen rahoituksen agentuurikustannuksia käyttämällä jakamattomia voittovaroja investointien rahoittamiseen. Jos yrityksellä on tiedossa kannattavia investointimahdollisuuksia ja sen omat rahoitusvarat eivät riitä investointien rahoittamiseen, ei yrityksen pitäisi jakaa osinkoja laisinkaan. Toisaalta mikäli yrityksellä ei ole tiedossa kannattavia investointimahdollisuuksia, olisi omistajien kannalta parasta jakaa kaikki vapaa kassavirta osinkoina omistajille. Yrityksen kannattaa ylläpitää rahoitusvaroja (financial slack), jotta sen ei tarvitsisi hakea ulkoista rahoitusta kannattavalle investoinnille. Informaation ollessa epäsymmetristä rationaalisten sijoittajien ja yrityksen johdon välillä, investoinnin osakerahoitus, ceteris paribus, laskee yrityksen osakkeiden hintaa. Ilmiötä kutsutaan osakkeiden arvon laimenemiseksi (dilution). Jos yrityksen jakamattomat voitot eivät yksin riitä investoinnin rahoittamiseksi, yritys preferoi ulkoista rahoitusta hakiessaan ensin velkaa, sitten mahdollisia vaihtovelkakirjalainoja ja vasta viimeisenä vaihtoehtona osakkeita.¹

Toisaalta yritys saattaa hylätä kannattavan investoinnin, vaikka se olisi rahoitettava velkapääomalla. Tällöin yrityksellä ei ole mahdollisuutta rahoittaa investointia riskittömällä velalla, vaan velan takuina on osaksi tai kokonaan investoinnin odotetut tuotot. Riskillisen velan liikkeelle laskeminen (esimerkiksi junk bonds) alentaa yrityksen nykyarvoa markkinoilla, koska uusi riskillinen velka on vaade yritysten tuleville tuotoille ennen osakkeenomistajille kuuluvaa osuutta. Mikäli veroja ei oteta huomioon, yrityksen optimaalinen strategia on vain riskittömän velan käyttö. Jos velkapääoman käytöstä saadaan verohyötyä, yrityksen optimaalinen strategia on valintatilanne velan verohyödyn ja velasta mahdollisesti koituvien haittojen välillä.²

¹ Myers - Majluf (1984) 219-220.

² Myers (1977) 149.

Velanantaja voi rajoittaa yrityksen johdon toimia ns. kovenanttisopimuksella.¹ Koska yrityksen investointi-, rahoitus- ja osinkopolitiikka ovat endogeenisiä, on olemassa neljä konfliktin lähdettä osakkeenomistajien ja velanomistajien välillä:

- Velan hinta on laskettu olettamalla yrityksen säilyttävän myös tulevaisuudessa sen tämännäpäiväisen osinkopolitiikan. Velan arvo laskee, jos yritys alentaa investointejaan rahoittaakseen osinkojen kasvun. Yrityksen myydessä kaikki sen varat ja jakamalla myynnistä saadut tulot osakkeenomistajille, velkojille ei jää mitään.
- Velan hinta on laskettu olettamalla, että yritys ei ota lisää velkaa. Aikaisempien velkasopimusten arvo alenee yrityksen ottaessa lisää velkaa, koska yrityksen konkurssitodennäköisyys kasvaa.
- Jos yrityksen johto hakee velkaa matalan varianssin omaavan projektin rahoittamiseksi, mutta toteuttaakin korkean varianssin projektin, velan arvo laskee ja yrityksen oman pääoman arvo nousee.
- Yrityksen arvosta suuri osa koostuu yrityksen tulevista kasvumahdollisuuksista. Velkaisella yrityksellä voi olla kannustin hylätä kannattava investointimahdollisuus, jos hyöty investoinnin toteuttamisesta menee velanantajalle.²

Hart ja Moore (1995) ehdottavat lyhytaikaisen velan käyttöä estämään yrityksen johdon kannattamattomia laajennusinvestointeja (empire building) ja toisaalta pitkäaikaisen velan käyttöä estämään yrityksen johtoa lainaamasta rahaa kannattamattomiin investointeihin tulevia tuottoja vastaan. Hartin ja Mooren mallin mukaan mitä suurempi on yrityksen uuden investoinnin kannattavuus, sitä pienempi on yrityksen pitkäaikaisen velan taso. Lisäksi mitä parempi on käytössä olevan pääoman keskimääräinen kannattavuus, sitä enemmän yrityksellä on pitkäaikaista velkaa. Tulos on johdonmukainen seuraavien yrityksen rahoituksen faktojen kanssa: yrityksen kannattavuus ja velkaisuusaste korreloivat negatiivisesti, koska kannattava yritys pystyy rahoittamaan investointinsa jakamattomilla voitoilla sekä

¹ Sopimus, joka määrittelee yrityksen velan koron esimerkiksi yrityksen pääomarakenteen ja/tai yrityksen riskitason funktiona.

² Smith – Warner (1977) 118-119.

velkaisuusasteen kasvu lisää yrityksen markkina-arvoa, koska velan korkomenot ja lainan lyhennykset estävät yritysjohtoa tuhlaamasta yrityksen tulevaa varallisuutta.¹

3.6 Vaikutusvallan markkinat

Vaikutusvallan markkinat on käänös sanoista "market for corporate control". Ne ovat eräänlaiset ylemmän liikkeenjohdon työmarkkinat, joilla ihmiset kilpailevat vallasta hallita yrityksen voimavaroja. Kyseessä on kilpailu paikoista yrityksen ylintä päätösvaltaa käyttävässä elimessä, jolla on valtaa palkata, palkita ja irtisanoa yrityksen operatiivinen johto. Vallan on vaihduttava yrityksessä silloin, kun se on osakkeenomistajien etujen mukaista. Muussa tapauksessa liikkeenjohdon omat intressit johtavat päätöksiin, jotka vain pönkittävät heidän asemaansa. Tämä konflikti kärjistyy toimialan supistuessa, jolloin toimintoja olisi ajettava alas kapasiteettia purkamalla. Omistajien ja koko kansantalouden etujen mukaista olisi, että alalta poistuisivat tehottomimmat yritykset. Vaikutusvallan markkinoiden merkitys korostuu yritysten sisäisten valvontajärjestelmien pettäessä.²

Useissa empiirisissä tutkimuksissa on havaittu yritysvaltauksien luovan positiivisia ylisuuria tuottoja ostettavan yrityksen osakkeenomistajille. Lisäksi näyttää siltä, että ostavan yrityksen osakkeenomistajatkaan eivät häviä yritysvaltaustilanteessa. Mahdollisia selittäviä tekijöitä ylisuurille tuotoille ovat esimerkiksi tuotanto- ja jakelukustannusten aleneminen, tehokkaampi tuotantoteknologian ja organisaatorakenteen hyödyntäminen, ostajayrityksen johdon ammattitaidon hyödyntäminen ja agentuurikustannusten aleneminen, koska organisaation mahdollinen erityisvarallisuus tulee yrityksen omistajien hallintaan.³

¹ Hart – Moore (1995) 568-569 ja 581.

² Pohjola (1996) 151-153.

³ Jensen – Ruback (1983) 23-24.

Lisäksi rahoituksellisia motiiveja yritysvaltauksille ovat mahdollisesti käyttämättömän velan (unused borrowing power) verohyödyn hyödyntäminen, konkurssikustannusten välttäminen yrityksen kassavirtoja hajauttamalla ja muuntyyppisten veroetujen hyväksikäyttö. Yritysvaltauksset saattavat lisätä yrityksen markkinavoimaa hyödykemarkkinoilla, mutta markkinavoiman lisäys, ceteris paribus, ei selitä yritysvaltauksiin liittyviä positiivisia tuottoja. Yritysvaltaus saattaa eliminoida ostettavan yrityksen johdon osakkeenomistajien varallisuutta tuhlaavat toimet.¹

Stiglitzin (1985) mukaan on olemassa ainakin neljä keskeistä syytä, miksi yritysvaltauksset eivät todennäköisesti ole tehokas yrityksen johdon kontrollimekanismi. Ensiksi oletetaan yrityksen omistajien tietävän, että yrityksen johto ei maksimoi osakkeenomistajien varallisuutta. Tällöin osakkeenomistajat olisivat halukkaita myymään osakkeensa pois ja sijoittamaan rahat sellaiseen yritykseen, jonka johto maksimoisi osakkeenomistajien varallisuutta. Tilanne osoittaa, että yritysvaltausta yrittänyt on mahdollisesti maksanut liikaa yrityksestä. Toisaalta omistajien kieltäytyessä myymästä yritysvaltausta yrittänyt on tarjonnut yrityksestä liian vähän. Yritysvaltaus onnistuu vain tilanteessa, jolloin ostava yritys on valmis maksamaan ostettavasta yrityksestä liian paljon.

Toiseksi yrityksille on kallista ottaa selvää, mitkä taloudessa toimivista yrityksistä ovat huonosti johdettuja ja markkinoilla aliarvostettuja suhteessa omaan potentiaaliinsa. Esimerkiksi oletetaan yrityksen A tekevän tarjouksen huonosti johdetusta yrityksestä B. Tällöin yrityksen tekemä tarjous paljastuu myös muille markkinoilla oleville ostajahalukkaille, jotka arvioivat tarjouksen uudelleen. Jos tarjous on heidän mielestään aliarvioi yrityksen todellisen arvon, he tekevät alkuperäistä tarjousta paremman tarjouksen. Tasapainossa alkuperäistä tarjousta parempia tarjouksia tehneiden yritysten odotetut tuotot menevät nol- laan, mutta alkuperäisen tarjouksen tehneen yrityksen odotettu tuotto on negatiivinen. Ongelmaksi muodostuu tarjouksen pitämien salassa muilta mahdollisilta ostajahalukkailta.

¹ Jensen – Ruback (1983) 23-24.

Kolmanneksi oletetaan yritysvaltauksen onnistuneen. Kuitenkaan kaikki ostetun yrityksen osakkeenomistajista eivät ole myyneet osakkeitaan. Tällöin vapaamatkustajiksi voidaan tulkita omistajat, jotka eivät myyneet osakkeitaan uudelle omistajalle. Pienomistajat uskovat, että heidän päätöksillään ei ole vaikutusta lopputulokseen. Tällöin on kaikkien pienomistajien etujen mukaista olla myymättä omistamiaan osakkeita. Pienomistajan kannattaa myydä osakkeensa uudelle omistajalle vain, jos pienomistaja uskoo onnistuneen yritysvaltauksen laskevan hänen omistamiensa osakkeiden arvoa.

Neljänneksi ostettavan yrityksen johto voi yrittää suojautua strategisesti yritysvaltaukselta. Yrityksen omaisuuden myynti, omistajille kalliiksi tulevat kultaiset kädenpuristukset ja pitkän aikavälin sopimukset suurine sakkoineen yrityksen omistajien ja johdon välillä saattavat tehdä yritysvaltauksesta ei-niin-haluttavan.¹

Jensenin (1986) esittämän yritysostojen vapaan kassavirran teorian mukaan runsaasti vapaata kassavirtaa ja käyttämätöntä velkakapasiteettia omaavat yritykset mitä todennäköisemmin sijoittavat ylijäämävarat kannattamattomiin fuusioihin kuin jakavat ne osinkoina osakkeenomistajille. Vapaan kassavirran teorian mukaan yritysvaltauksset/yritysostot ovat yrityksen johdolle yksi tapa kuluttaa osakkeenomistajille kuuluvaa rahaa. Vapaan kassavirran teorian mukaan yritysvaltauksset todennäköisemmin tuhoavat kuin luovat arvoa. Taantuvilla toimialoilla toimialan sisäiset fuusiot todennäköisesti luovat arvoa, ja fuusiot toimialan ulkopuolisten yritysten kanssa ovat todennäköisesti kannattamattomia. Hitaasti kasvavia toimialoja, joilla korostuu myös ylikapasiteetin ongelma ovat esimerkiksi tupakka-, metsä- ja elintarviketeollisuus. Vapaan kassavirran teorian mukaan arvoa luovat yritysvaltauksset ovat vastaus yrityksen sisäisen kontrollin epäonnistumiseen ja resursseja tuhlaavaan organisatoriseen politiikkaan. Yritysvaltaus palvelee osakkeenomistajien etua, jos se lisää yrityksen tuotannollista ja organisatorista tehokkuutta.²

¹ Stiglitz (1985) 137-139.

² Jensen (1986) 328-329.

4 YRITYKSEN TALOUDELLISEN LISÄARVON MITTAAMINEN

Englanninkielinen käännös taloudellisesta lisäarvosta on Economic Value Added (EVATM), joka on konsulttitoimisto Stern Stewart & Companyn rekisteröimä tavaramerkki.¹ Tässä tutkielmassa käytän jatkossa selvyuden vuoksi pelkästään käsitettä EVA. Lisäksi julkisesti noteeratuille yrityksille voidaan määritellä MVA (Market Value Added), jonka suomenkielinen käännös on markkinalisäarvo. Käsitteiden määritelmät tarkemmin kappaleessa 4.2.

Luvun tarkoituksena on esitellä taloudellisen lisäarvo (EVA) –mallin teoreettiset lähtökohdat ja itse malli. Lisäksi esittelen EVA-malliin keskeisesti liittyvät käsitteet ja termit. Luvussa pohdin myös taloudellisen lisäarvoajattelun merkitystä niin yrityksen kuin kansantalouden näkökulmasta. Lopuksi esittelen taloudelliseen lisäarvoajatteluun liittyviä ongelmia

4.1 Taloudellisen lisäarvoajattelun teoreettiset lähtökohdat

Talouden suhdanteet ja yleinen markkinatilanne vaikuttavat yrityksen tuotto-odotuksiin. Olkoon yrityksen osakekurssi yrityksen tulevien tuottojen paras estimaatti. Markkinoilla saattaa kuitenkin vallita erimielisyyttä yrityksen tulevien tuottojen arvoista, joten on mahdollista, että jonkun satunnaisesti valitun yrityksen osake saattaa satunnaisesti olla joko ylitai alihinnoiteltu. Sijoittajan näkökulmasta voidaan kysyä, mitä osakemarkkinat todellisuudessa arvottavat. Teoreettisesti voidaan johtaa yrityksen arvon yhtälö, joka perustuu seuraaville rajoittaville oletuksille: pääomamarkkinat ovat täydelliset, sijoittajat ovat rationaalisia ja kaikkien yritysten investointien tuotot ovat varmoja. Tällöin kaikkien markkinoilla toimivien yritysten osakkeiden arvo voidaan määritellä siten, että jokaisen osakkeen tuotto (rate of return) on sama yli minkä tahansa ajanjakson.²

¹ TM tarkoittaa rekisteröityä tavaramerkkiä. Se on lyhenne englanninkielisistä sanoista trade mark.

² Modigliani ja Miller (1961) 412.

Sijoittajan näkökulmasta on keskeistä määritellä, kuinka paljon hänen kannattaa maksaa oikeudesta yrityksen tuleviin tuottoihin. Osingot eivät ole relevantti tekijä sijoituspäätöstä tehtäessä, sillä osinkojen määrä on yrityksen johdon päätäntävällässä. Lisäksi sijoittaja voi hajauttamalla varallisuutensa useiden eri kohteiden kesken saada itselleen juuri sellaisen osinkovirran kuin haluaa. Sen sijaan sijoituspäätökseen keskeisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Markkinoiden tuottoaste (p), jonka sijoittaja voi olettaa saavansa esimerkiksi sijoittamalla rahansa markkinaindeksirahastoon.
- Yrityksen käytössä olevan pääoman (X) kannattavuus.
- Yrityksen mahdollisten tulevien investointien tuottoaste (p^*) yli markkinoiden tuottoasteen.¹

Oletetaan yrityksen investoivan periodilla t määrän $j(t)$ markkaa reaali-pääomaan, joka alkaa tuottaa vakioista tuottoa $p^*(t)$ suhteessa investoinnin $j(t)$ määrään periodin t jälkeen. Tällöin voidaan määritellä yrityksen kaikkien tulevien investointien $j(t)$ nykyarvo:

$$\sum_{t=0}^{\infty} j(t) \frac{p^*(t) - p}{p} (1 + p)^{-(t+1)}. \quad (1)$$

Lisäämällä yhtälöön (1) yrityksen käytössä olevan pääoman $X(0)$ nykyarvo saadaan Modiglianin ja Millerin (1961) esittämä yrityksen arvon teoreettinen yhtälö $V(0)$, joka voidaan tulkita myös yrityksen osinkojen nykyarvona:

$$V(0) = \frac{X(0)}{p} + \sum_{t=0}^{\infty} j(t) \times \frac{p^*(t) - p}{p} (1 + p)^{-(t+1)} = \sum_{t=0}^{\infty} D_t \left(\frac{1}{1 + p} \right)^t, \quad (2)$$

jossa $X(0)$ on käytössä olevan pääoman arvo hetkellä $t=0$, $j(t)$ on yrityksen tulevien investointien summa, $p^*(t)$ on yrityksen investointien oletettu vakioinen tuottoaste ja p on

¹ Modigliani ja Miller (1961) 416.

markkinoiden tuottoaste. Yhtälön oikea puoli on yrityksen osinkojen (D_t) nykyarvon summa. Koska Modigliani ja Miller (1961) olettivat investoinnin tuoton olevan täysin varma, heidän ei ollut tarpeen erotella velkaa ja omaa pääomaa yrityksen investointien rahoitustapoina. Heidän analyysissään oli vain yksi rahan lähde investoinnin rahoittamiseksi.¹

Yhtälöstä kaksi paljastuu mielenkiintoisia asioita yrityksen arvon kannalta. Yrityksen arvon kasvamiseksi annetuilla oletuksilla on tarpeellista, että yrityksen investoinnit tuottavat enemmän kuin markkinoiden keskimääräinen tuottoaste: kasvuyrityksellä $p^*(t)$ on suurempi kuin $p(t)$. Jos $p^*(t) = p(t)$ riippumatta yrityksen varojen kasvusta, yhtälön toinen termi menee nolllaksi. Tällöin yrityksen osakkeen hintaa suhteessa yrityksen nykyisen voiton tasoon kuvaava P/E -tunnusluku ei voi olla suurempi kuin $1/p$. Keskeistä yrityksen arvon kasvattamiseksi ei ole maksimoida investointien määrää j , vaan saada toteutetut investoinnit ja tulevat toteutettavat investoinnit tuottamaan yli markkinoiden tuottoasteen p . Markkinoiden tuottoaste p voidaan tässä tapauksessa ymmärtää yrityksen investointien j vaihtoehtoiskustannukseksi.²

Mikäli yritys on rahoittanut investointinsa osaksi velalla ja osaksi omalla pääomalla, markkinoiden tuottoaste yliestimoii yrityksen pääomakustannuksen. Tämä johtuu siitä, että velka ja oma pääoma ovat yritykselle eri hintaisia rahoitustapoja. Tällöin investointikriteeri, joka maksimoii yhtälön (2) löydetään maksimoimalla ns. Hamiltonin funktio³:

$$H = f(k) - j + bj - rbk + \lambda j, \quad (3)$$

jossa $f(k)$ on tuotantofunktio, $b = bk$ eli velkaisuusaste, j on investoinnit ja on yhtä suuri kuin k , rbk on velan koromenot ja lyhennykset ja lisäksi pääoman varjohinta (λ) on määritelty seuraavasti:

$$\lambda \equiv \frac{\partial V}{\partial k}.$$

¹ Modigliani - Miller (1961) 416-417.

² Modigliani - Miller (1961) 417.

³ Kannianen - Hernesniemi (1990) 229-231.

Hamiltonin funktion ensimmäisen kertaluvun ehdot:

$$\frac{\partial H}{\partial j} = -1 + b + \lambda = 0 \quad \Rightarrow \lambda = 1 - b. \quad (4)$$

$$-\frac{\partial H}{\partial k} = -[f'(k) - rb] = \lambda - p\lambda, \quad (5)$$

jossa $\dot{\lambda} = 0$.

Hamiltonin funktion ensimmäisen kertaluvun ehtojen (yhtälöt 4 ja 5) perusteella voidaan johtaa investointikriteeri, joka maksimoi yhtälön (2):

$$f'(k) = p(1 - b) + rb = WACC, \quad (6)$$

Jossa p on oman pääoman tuottovaatimus, $(1-b)$ on omavaraisuusaste, r on yrityksen velan korkomenot ja lyhennykset ja b on yrityksen velkaisuusaste. Minimituottovaatimus yrityksen investoinneille on yrityksen keskimääräinen pääomakustannus WACC (weighted average cost of capital), jos investoinnit on rahoitettu osaksi velalla ja osaksi omalla pääomalla.

Vieraan pääoman korkomenojen ollessa verovähennyskelpoisia WACC voidaan kirjoittaa muotoon:

$$WACC = (1 - t_c)rb + (1 - b)p, \quad (7)$$

jossa t_c on yritysveroaste. Käytännössä verottajan kuluosuus tarkoittaa sitä, että valtio maksaa jokaisen vuoden yritysveroprosentin verran yrityksen velan korkomenoista, jos yritys tuottaa voittoa.¹

¹ Copeland – Weston (1992) 450.

Jos oletetaan taloudessa vallitsevan vakioiset skaalatuotot pitkällä aikavälillä, investoinnin marginaalituotto on sen keskimääräinen tuotto. Tällöin yritys on pystynyt tuottamaan rahoittajilleen niiden vaatiman tuoton. Taloudellinen lisäarvon voidaan ajatella vastaavan ajatuksellisesti Jensenin vapaata kassavirtaa¹, ja se on kaikki osakkeenomistajien rahaa. Jos yrityksen EVA on negatiivinen riippumatta talouden suhdanteista, yrityksen johdon voidaan katsoa tuhlaavan osakkeenomistajien varallisuutta. Tällainen yritys ei ole hyvä sijoituskohde pitkällä aikavälillä. Teorian perusteella voi olettaa ulkomaalaisten sijoittajien olevan kiinnostuneita siitä, että yrityksen johto maksimoi yrityksen taloudellista lisäarvoa eli osakkeenomistajien varallisuutta.

4.2 Käsitteiden NPV, EVA ja MVA määritelmät ja käsitteiden välinen yhteys

Seuraava esimerkki osoittaa, miten käsitteet NPV (net present value), EVA (economic value added) ja MVA (market value added) liittyvät yhteen.² Oletetaan kahden periodin malli, jossa yrityksellä on mahdollisuus investoida j markkaa reaali pääomaan ensimmäisen periodin (0) alussa. Yrityksen arvo riippuu ainoastaan investoinnin j kannattavuudesta eli $j = k$. Yrityksen johto odottaa investoinnin tuottavan nettokassavirran $f(k)$ periodin (1) lopussa. Yritys on velaton, jonka oman pääoman tuottovaatimus p . Nyt voidaan määritellä investoinnin nettonykyarvo:

$$NPV(0) = \frac{f(k)}{1+p} - j. \quad (8)$$

Kertomalla yhtälön (8) molemmat puolet $(1 + p)$:llä saadaan määritelmä taloudelliselle lisäarvolle:

$$(1 + p)NPV(0) = f(k) - j(1 + p), \quad (9)$$

¹ Vapaa kassavirta kuvaa teoriassa kaikkia niitä varoja, jotka yritykseltä jäävät yli, kun yritys on investoinut kaikkiin positiivisen NPV:n omaaviin projekteihin.

² Grant (1997) 1-11 esittämän perusteella.

Jossa yhtälön vasen puoli on investoinnin odotettu nettonykyarvo ja yhtälön oikea puoli on investoinnin nettokassavirran ja investoinnin pääomakustannuksen välinen erotus. Näin ollen investoinnin taloudellinen lisäarvo periodilla (1) voidaan kirjoittaa seuraavasti:

$$EVA(1) = (1 + p)NPV(0) = f(k) - j(1 + p). \quad (10)$$

Intuitiivisesti investoinnin taloudellinen lisäarvo (EVA) periodilla (1) voidaan tässä kahden periodin mallissa tulkita investoinnin nettonykyarvon odotetuksi arvoksi. Lisäksi yhtälöstä (10) havaitaan, että mikäli yrityksen investoinnin nettokassavirta $f(k)$ alittaa investoinnin pääomakustannuksen, yritys ei tuota taloudellista lisäarvoa osakkeenomistajilleen. Määritellään lopuksi yrityksen arvo (V) tässä kahden periodin mallissa:

$$V = j + NPV. \quad (11)$$

Julkisesti noteeratuille yrityksille voidaan lisäksi määritellä markkinalisäarvo MVA (market value added), joka tässä kahden periodin mallissa on sama kuin ensimmäisellä periodilla tehdyn investoinnin ($j = k$) nettonykyarvo:

$$MVA = V - j \quad (12)$$

Todellisuudessa noteeratun yrityksen markkina-arvo (V) heijastelee sekä yrityksen käytössä olevan pääoman kannattavuutta että yrityksen kaikkien (useiden päällekkäisten ja/tai limittäisten) investointien odotettuja nettonykyarvoja yli ajan. Markkinalisäarvon (MVA) voidaan ajatella kuvaavan yrityksen kaikkien tulevien investointiprojektien nettonykyarvojen summaa, joista yrityksen osakekurssi on paras estimaatti. On kuitenkin muistettava, että osakekurssi heijastaa myös yrityksen jo käytössä olevan pääoman kannattavuutta. Markkinat voidaan ymmärtää äänestyspaikkana, jonne sijoittajat kokoontuvat äänestämään noteerattujen yritysten investointipolitiikan kannattavuudesta yli ajan. Markkinalisäarvosta lisää kappaleessa 5.4.

4.3 Taloudellinen lisäarvo (EVA) -malli

Taloudellisen lisäarvoajattelun keskeisenä periaatteena on, että yrityksen kaikkien päätösten ja toimenpiteiden tavoitteena on oltava osakkeenomistajien varallisuuden kasvattaminen. Lisäksi lisäarvoajattelu asettaa liikevoiton aikaansaamisesta aiheutuneet kustannukset esimerkiksi poistot, verot, muuttuvat ja kiinteät kustannukset ja oman pääoman vaihtoehtoiskustannuksen samanarvoiseen asemaan.¹ Taloudellisessa lisäarvoajattelussa otetaan huomioon yrityksen oman pääoman vaihtoehtoiskustannus, sillä osakkeenomistajien näkökulmasta ei ole yhdentekevää tuottaako yritys 40 miljoonan nettotuloksen 150 vai 500 miljoonan markan sijoitetulla pääomalla. Positiivinen tulos kirjanpidollisen tuloslaskelman viimeisellä rivillä ei siis välttämättä merkitse sitä, että yritys on tuottanut taloudellista lisäarvoa osakkeenomistajilleen. Tuloslaskelman heikkouksia ovat:

- tuloslaskelma ei mittaa, millaisella pääoman määrällä tulos on syntynyt
- tuloslaskelma ei erota varsinaisen liiketoiminnan eriä muista tuloslaskelmaeristä
- tuloslaskelma ei ota huomioon oman pääoman vaihtoehtoiskustannusta
- tuloslaskelma ei kannusta optimaaliseen pääomarakenteeseen

Yrityksen tuottamaa lisäarvoa laskettaessa ei edellä mainittuja ongelmia synny, koska EVA-ajattelussa yhdistyvät yrityksen tuloslaskelma ja tase.² Taloudellisessa lisäarvoajattelussa toteutuu Easterbrookin (1984) esittämä ajatus yrityksen sijoitetun pääoman summan, agenttuuri- ja verokustannusten minimoimisesta yrityksen strategiaa suunniteltaessa.

Olkoon tuotantofunktio $f(k) = (1+r)k$ ja tuotannossa oletetaan vallitsevan vakioiset skaala-tuotot. Tällöin taloudellinen lisäarvo (EVA) voidaan kirjoittaa seuraavasti:

$$\begin{aligned}
 EVA &= f(k) - (1+p)k \\
 &= (1+r)k - (1+p)k \\
 &= (r - p)k,
 \end{aligned}
 \tag{13}$$

¹ Veranen (1996) 62.

² Paavola – Torppa – Lumijärvi (1997) 21.

jossa r on sijoitetun pääoman tuotto prosentti, p on sijoitetun pääoman keskimääräinen kustannus WACC ja k on sijoitetun pääoman määrä.¹ Empiirisen aineiston laskelmat on tehty yhtälön (13) mukaan.

Sijoitetun pääoman tuotto on laskettu seuraavasti:

$$r = (\text{nettotulos} + \text{korkokulut} + \text{verot}) / \text{sijoitettu pääoma}, \quad (14)$$

jossa nettotulos on operatiivinen liikevoitto verojen jälkeen ja sijoitettu pääoma on laskettu tilikauden alku- ja loppuhetken keskiarvona, ja se on aina vähintään korollisten velkojen suuruinen. Sijoitettu pääoma saadaan vähentämällä taseen loppusummasta korottomat velat eli ostovelat, ennakkomaksut ja muut korottomat velat.²

Yrityksen sijoitetun pääoman kustannuksena annetulla riskitasolla käytetään keskimääristä pääomakustannusta WACC, koska yritykset ovat oletettavasti rahoittaneet investointinsa sekä velalla että omalla pääomalla.

$$WACC = (1 - t_c) r^* b + (1 - b) p, \quad (15)$$

jossa b on yrityksen velkaisuusaste eli korollisten velkojen suhde sijoitettuun pääomaan ja r^* on yrityksen velan korko. $(1 - t_c)$ on velan korkomenoista se osuus, joka jää yrityksen maksettavaksi verottajan kuluosuuden jälkeen. $(1 - b)$ on yrityksen omavaraisuusaste eli oman pääoman suhde sijoitettuun pääomaan ja p on osakkeenomistajien tuottovaatimus. Se on laskettu kansainvälisen valuuttarahaston tilastoista talletuskoron (deposit rate) aritmeettisena keskiarvona (5,5%) vuosien 1986-1997 välisenä aikana, johon lisätään amerikkalaisella aineistolla estimoitu osakemarkkinoiden pitkän aikavälin riskipremio 6%. Tällöin saadaan oman pääoman reaalisesti tuottovaatimukseksi kyseisellä ajanjaksolla 11,5 %. Oman pääoman kustannus on helppo ymmärtää omistajien vaihtoehtoiskustannukseksi annetulla riskitasolla, joka voidaan tarkemmin estimoida CAP-mallin (Capital Asset Pri-

¹ Stewart (1991) 136-137.

² Aalto (1993) 6-13.

cing Model) avulla.¹ EVA-analyysissä on olennaisempaa valita yksi arvo oman pääoman kustannukseksi kuin pohtia markkinariskipreemion tai yrityskohtaisen riskikertoimen (Beta) oikeellisuutta.² Sitä paitsi suomalaisten yritysten riskikertoimien estimointiin liittyy kuitenkin monia tilastollisia ongelmia. Osakkeilla ei käydä riittävästi kauppaa, jotta yrityksen tuoton ja markkinoiden tuoton suhde voitaisiin laskea. Lisäksi suomalaiset osakemarkkinat eivät ole toimineet tehokkaasti riittävän pitkään.³

Kappaleessa 4.2 esiintyi jo käsite markkinalisäarvo MVA, joka määriteltiin julkisesti noteerattujen yrityksen kaikkien investointiprojektien nettonykyarvojen summaksi.

MVA = yrityksen markkina-arvo - sijoitettu pääoma

MVA = kaikkien tulevien odotettujen taloudellisten lisäarvojen (EVA) nykyarvo (16)

Markkinalisäarvo (MVA) on kumulatiivinen mittari yrityksen kannattavuudesta, kun taas sijoitetun pääoman tuottoprosentti heijastaa tulosta vain tarkasteltavalta tilikaudelta. Markkinalisäarvo heijastaa yrityksen investointipolitiikan kannattavuutta yli ajan - se ottaa huomioon, miten kannattavasti yritys on sijoittanut pääomiaan historiallisesti, ja miten todennäköisesti yritys pystyy pääomiaan tulevaisuudessa kannattavasti sijoittamaan. MVA heijastaa markkinoilla toimivien sijoittajien luottamusta yrityksen johdon kykyyn allokoida pääomia kannattavasti sekä tänään että tulevaisuudessa. Yrityksen johdon on pystyttävä uskottavasti sitoutumaan yrityksen arvoa maksimoivaan strategiaan voittaakseen sijoittajien luottamuksen. Sijoittajat analysoivat nykyään tarkasti, paljonko osakekurssiin on jo pe-
dattu tulevaisuuden tuotto-odotuksia.⁴

¹ Ks. Sharpe – Alexander (1990) luku 8.

² Vaikka talletuskorko on nimellinen, se ei vaikuta analyysin tuloksiin merkittävästi.

³ Paavola – Torppa – Lumijärvi (1997) 55.

⁴ Stewart (1991) 153.

4.4 Miten lisätä yrityksen taloudellista lisäarvoa?

Verasen (1996) mukaan yritysten koon kasvun merkitys on usein ylikorostunut yritysten asettaessa tavoitteitaan omistajien edun kustannuksella. Yrityksen koon kasvu on omistajien edun mukaista vain, jos sen myötä yrityksen tuottama taloudellinen lisäarvo kasvaa. Kasvuhakuiset tuloslaskelmapohjaiset tavoitteet, johtamiskulttuurit ja palkkiojärjestelmät ovat johtaneet siihen, että pääoman kiertonopeuden merkitys on unohtunut. Mitä enemmän yritykseen on sijoitettu pääomaa, sitä hitaammin sijoitettu pääoma yleensä kiertää (ks. kappale 5.5). Pääoman tehoton käyttö on oire siitä, että pelisäännöt olivat ennen erilaiset ja omistajien kontrolli ei ole toiminut. Yrityksen johdon intressit ovat olleet liiaksi keskittyneet uusimman tuotantoteknologian käyttöönottoon sekä yrityksen koon ja kirjanpidollisen tuloksen kasvattamiseen. Mikäli ongelmia on syntynyt, on saneerattu kustannuksia karsimalla ja tätä kautta saatu katteet ja tilinpäätöksessä esitettävä tulos kuntoon.

On olemassa pääsääntöisesti neljä tapaa, miten yrityksen taloudellista lisäarvoa voidaan parantaa:

- Investoidaan vain sellaisiin projekteihin, joiden kannattavuus on parempi kuin pääoman hinta.
- Parannetaan kustannustehokkuutta karsimalla turhia kustannuksia.
- Tehostetaan pääoman kiertoa joko liikevaihtoa kasvattamalla tai sijoitetun pääoman määrää pienentämällä.
- Korvataan kallista omaa pääomaa halvemmalla vieraalla pääomalla siten, että yrityksen riskinsietokyky pidetään kohtuullisena ottaen huomioon toimialan luonne.¹

¹ Veranen (1996) 58-59.

4.5 Kansantaloudellinen näkökulma taloudelliseen lisäarvoajatteluun

Vaikka vastuu taloudellisen lisäarvon luomisesta on viimekädessä yritysten johtajilla, yleinen taloudellinen ympäristö voi joko helpottaa tai vaikeuttaa operatiivisen liikkeenjohdon jo sinällään vaikeaa tehtävää maksimoida osakkeenomistajien varallisuutta. Pääsääntöisesti mitä enemmän voittoa yritys pystyy tuottamaan, sitä enemmän se maksaa veroja, ja sitä paremmin yritys pystyy mahdollisesti luomaan uusia kestäviä työpaikkoja. Finanssipoliittiset toimet, jotka pysyvästi alentavat niin välillistä kuin välitöntä verotusta, vähentävät yritystoiminnan sääntelyä ja kannustavat yrityksiä investointeihin luovat yrityksille hyvät mahdollisuudet osakkeenomistajien varallisuuden maksimoimiseksi. Lisäksi vakaa inflaatiövauhti ja suhteellisen matala korkotaso ovat yritystoimintaa suosivia rahapoliittisia tavoitteita. Toisin sanoen julkinen sektori voi joko toimillaan lisätä tai vähentää ns. maaris-kiä, jonka sijoittajat ottavat huomioon riskipreemiota määrittäessään.¹ Näin ollen kansantalouden kilpailukyky riippuu niistä taloudelliselle toiminnalle luoduista olosuhteista, jotka syntyvät poliittisen päätöksenteon tuloksena. Poliitiikan tehtävänä on vaikuttaa edellytyksiin - ei lopputulokseen. Julkisen sektorin toiminta on perusteltua siellä, missä markkinat eivät toimi.²

Yhteiskunnan elintason ja hyvinvoinnin kannalta on tärkeää käyttää pääomaa mahdollisimman tehokkaasti, sillä tällöin myös tulot ja kulutus ovat tulevaisuudessa suuremmat. Pohjolan (1996) mukaan pääoman käytön tehottomuus on paljastunut muuttuneessa kansainvälisessä taloudellisessa ympäristössä, jossa reaalikorko on korkea ja pääomanliikkeet ovat vapaat. On ensiarvoisen tärkeää koko kansantalouden hyvinvoinnin kannalta ymmärtää taloudellisen ympäristön muutoksen merkitys niin yrityksen sisällä kuin poliittisessa päätöksenteossakin.³

¹ Grant (1997) 109.

² Ylä-Anttila (1998) 98-99, 101.

³ Pohjola (1996) 13, 153.

4.6 Taloudelliseen lisäarvoajatteluun liittyviä ongelmia

Taloudellisen lisäarvoajattelun mukaan yritysjohto joutuu kantamaan vastuun kaikista tekemistään hankinnoista ja investoinneista, koska ne näkyvät taseessa.¹ Taloudellinen lisäarvoajattelu yhdistää yrityksen tuloslaskelman ja taseen, jolloin voidaan analysoida yrityksen tulosta suhteessa yritykseen sijoitetun pääoman määrään.. Ylisuuret investoinnit saattavat kannustaa yritysjohtoa käyttämään niin sanottua luovaa laskentaa (creative accounting) parantaakseen sijoitetun pääoman tuottoa. Lisäksi sijoitetusta pääomasta voidaan tehdä ylisuuria poistoja tai esimerkiksi poistojen toteuttamista voidaan nopeuttaa. Jos yrityksen investoinnit on rahoitettu velalla ja talouden inflaatiövauhti on korkea, on velasta saadun verohyödyn todellista tasoa vaikea määrittää. Yrityksen varojen katsotaan tällaisessa tilanteessa olevan aliarvostettuja.² Taloudellisen lisäarvoajattelun soveltamista käytäntöön rajoittaa omalta osaltaan kehittymätön taloudellinen ympäristö, jolloin talouden “pelisäännöt” eivät välttämättä kannusta yrityksen johtoa osakkeenomistajien varallisuutta maksimoiviin toimenpiteisiin.

Jensen (1989) korostaa yrityksen johdon käyttäytymistä taloudellisen lisäarvoajattelun käytännön toteuttamisen pullonkaulana. Jensenin mukaan harva yritysjohtaja haluaa tulla muistetuksi saneeraajana, jonka aikana yritys supisti tuotantoaan – vaikka yrityksen kannattavuus paranisi ja tuotannon supistaminen lisäisi osakkeenomistajien varallisuutta sadoilla miljoonilla dollareilla.³

¹ Stewart (1991) 70.

² Kanniainen – Hernesniemi (1986) 278-288.

³ Jensen (1989) 61-74.

5 EMPIIRINEN AINEISTO JA TUTKIMUSTULOKSET

Ulkomaalaisomistuksesta Suomessa ovat aikaisemmin kirjoittaneet Ali-Yrkkö, Sirviö ja Ylä-Anttila (1997) ja laajemmin ulkomaalaisomistusta ovat käsitelleet Pajarinen ja Ylä-Anttila (1998). Lisäksi keskustelua ulkomaalaisomistuksesta on käyty muun muassa eri sanoma- ja aikakauslehdissä. Keskusteluun ovat ottaneet osaa niin Suomen suurimpien yritysten johtajat kuin julkisen vallan edustajatkin aina Presidentti Martti Ahtisaarta myöten. Tämä tutkielma omalta osaltaan täydentää Suomessa yritysten ulkomaalaisomistuksesta ja omistajuuden merkityksestä käytävää keskustelua.

Tutkimuksen aineistona on Talouselämä-lehden ja Etlatieto Oy:n tietokanta, jossa on 300-500 Suomen suurimman yrityksen oikaistut tilinpäätöstiedot vuosilta 1986-1997. Etlatieto Oy on täydentänyt ja ylläpitänyt tietokantaa yritysten omistus-tiedon osalta. Omistajamaa on aineistossa määritelty määräysvallan perusteella. Tällöin yritys tulkitaan suomalaisomisteiseksi, jos sen määräysvallasta yli 50 % on suomalaisten omistajien hallussa. Aineistossa ei ole mukana pankkeja eikä vakuutuslaitoksia niiden erilaisen tilinpäätöskäytännön vuoksi. Tunnuslukujen laskennassa sovelletaan yritystutkimusneuvottelukunnan (YTN) suosituksia. Analyysiprosessi puhdistaa tilinpäätökset harkinnanvaraisista tilinpäätösjärjestelyistä ja -ryhmittelyistä yhdenmukaisin periaattein. Oikaisujen vuoksi aineiston luvut voivat poiketa siitä, mitä yritykset tilinpäätöksissään esittävät.

Kappaleen 5.1 tarkoituksena on pääsääntöisesti verrata suomalaisomisteisten ja ulkomaalaisomisteisten yritysten kannattavuutta osakkeenomistajan näkökulmasta. Ensin luon katsauksen yritysten kannattavuuden kehitykseen vuosina 1986-1997. Katsaus koostuu keskimääräisistä vuosihavainnoista sijoitetun pääoman tuotosta, keskimääräisestä pääomakustannuksesta (WACC), sijoitetun pääoman kokonaismäärästä, taloudellisesta lisäarvosta (EVA), taloudellisen lisäarvon suhteesta sijoitetun pääoman määrään ja omavaraisuusasteesta.

Kappaleessa 5.2 Tarkastelen, miten omistajuusvaihdos on vaikuttanut yrityksen kannattavuuteen nimenomaan osakkeenomistajan näkökulmasta. Aineistosta löytyi 23 havaintoa, joissa ulkomainen yritys osti suomalaisomisteisen yrityksen.

Kappaleessa 5.3 tarkastelen aineistoa toimialoittain. Luvussa esitän vastaukset seuraaviin kysymyksiin:

- Mitkä ovat olleet kannattavimmat toimialat osakkeenomistajien näkökulmasta?
- Miten sijoitetun pääoman summa vaihtelee toimialoittain?
- Mikä on toimialan keskimääräinen pääomakustannus ja sijoitetun pääoman tuotto keskimäärin?
- Mikä on toimialan keskimääräinen omavaraisuusaste? Kannattavuuden ja omavaraisuusasteen tulisi teorian perusteella korreloida positiivisesti.

Olen laskenut toimialakohtaiset tunnusluvut siksi, että voidaan verrata valtionyhtiöiden tuottamaa taloudellista lisäarvoa suhteessa kyseessä olevan toimialan keskiarvoon. Kappaleessa 5.3 arvioin seuraavien valtionyhtiöiden kannattavuutta: Neste, Imatran Voima, Enso, Valmet, Kemira, Outokumpu, Finnair ja Rautaruukki. Arviointikriteerinä on yrityksen EVA/vuosihavainto eli yrityksen vuosina 1986-1997 tuottama taloudellinen lisäarvo (EVA) keskimäärin per vuosi.

Kappaleessa 5.4 tutkin, miten julkisesti noteerattujen yritysten osakekurssi korreloi yritysten tuottaman taloudellisen lisäarvon (EVA) kanssa. Julkisesti noteeratuista yrityksistä valitsin kaksi otosta, joista toinen otos kattoi havainnot vuosilta 1989-1997 ja toinen otos kattoi havainnot vuosilta 1992-1997. Ensimmäisessä otoksessa oli mukana 51 yritystä, joista oli 343 havaintoa. Toisessa otoksessa oli mukana 31 yritystä, joista oli yhteensä 186 havaintoa.

Kappaleessa 5.5 olen laskenut pääoman kiertonopeutta kuvaavia tunnuslukuja suomalais- ja ulkomaalaisomisteisille yrityksille. Tarkoituksena on pohtia sijoitetun pääoman määrän merkitystä yrityksen kannattavuudelle osakkeenomistajien näkökulmasta.

5.1 Suomalaisomisteisten ja ulkomaalaisomisteisten yritysten kannattavuuden kehitys 1986-1997

Suomen 500 suurimmasta yrityksestä oli vuonna 1997 34 % ulkomaalaisomistuksessa. Vastaava luku vuonna 1990 on ollut 19 % ja vuonna 1995 27 %. Lisäksi ulkomaisten yritysten osuus kaikkien 500 suurimman yrityksen yhteenlasketusta liikevaihdosta on vuonna 1997 ollut vain 17 % ja niissä on työskennellyt vain 13 % kaikista Suomen 500 suurimman yrityksen työntekijöistä. Tarkasteltaessa yritysten kannattavuutta osakkeenomistajien näkökulmasta yritysten toimialoittaisella jakautumisella ei ole keskeistä merkitystä – absoluuttinen markkamääräinen tulos ratkaisee. Kappaleen tarkoituksena on luoda mahdollisimman hyvä kokonaiskuva sekä suomalais- että ulkomaalaisomisteisten yritysten kannattavuutta kuvaavien tunnuslukujen kehityksestä vuosina 1986-1997. On mielenkiintoista tietää, miten kannattavuus osakkeenomistajien näkökulmasta eroaa suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten välillä.

Olen verrannut suomalaisomisteisten ja ulkomaalaisomisteisten yritysten kannattavuutta laskemalla yritystä kohti sijoitetun pääoman tuoton keskimäärin per vuosi, keskimääräisen pääomakustannuksen keskimäärin per vuosi ja taloudellisen lisäarvon keskimäärin per vuosi. Olen myös laskenut, miten taloudellisen lisäarvon summa vuosittain ja sijoitettu pääoman määrä jakaantuu prosentuaalisesti suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten kesken. Lisäksi olen laskenut taloudellisen lisäarvon (EVA) keskiarvon vuosittain yritystä kohti niin ulkomaalais- kuin suomalaisomisteisille yrityksillekin. Pääoman käytön tehokkuutta olen verrannut suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten kesken laskemalla, kuinka paljon taloudellista lisäarvoa yritykset ovat tuottaneet keskimäärin suhteessa sijoitetun pääoman määrään. Lopuksi vertailen omavaraisuusasteen kehitystä keskimäärin vuosina 1986-1997.

Taulukko 5.1 Suomalaisomisteisten ja ulkomaalaisomisteisten yritysten sijoitetun pääoman tuoton kehitys 1986-1997.

SUOMALAISOMISTEISET		ULKOMAALAISOMISTEISET	
Vuosi	Sipon tuotto, %	Vuosi	Sipon tuotto, %
1986	9,47	1986	13,91
1987	11,51	1987	21,83
1988	12,18	1988	22,91
1989	11,9	1989	22,99
1990	10,66	1990	16,13
1991	7,94	1991	10,16
1992	9,59	1992	9,45
1993	11,69	1993	13,51
1994	14,04	1994	22,72
1995	16,07	1995	24,96
1996	17,3	1996	22,84
1997	17,83	1997	20,77
Keskiarvo	12,52	Keskiarvo	18,52

Sijoitetun pääoman tuottoprosentti on laskettu yhtälön (14) mukaan.

Verrattaessa yritysten kannattavuutta sijoitetun pääoman tuottoprosentilla havaitaan ulkomaalaisomisteisten yritysten olevan keskimäärin kannattavampia kuin suomalaisomisteiset yritykset. Suomalaisen yritysten sijoitetun pääoman tuotto vuosina 1986-1997 on ollut keskimäärin 12,52 %, mutta ulkomaalaisomisteisillä yrityksillä vastaava luku on ollut keskimäärin 18,52 %. Sijoitetun pääoman tuottoprosentti antaa osakkeenomistajan näkökulmasta yritysten kannattavuudesta liian positiivisen kuvan varsinkin vuosina 1991, 1992 ja 1993, koska luodakseen taloudellista lisäarvoa on yrityksen sijoitetun pääoman tuoton ylitettävä yrityksen keskimääräinen pääomakustannus. Tarkastelen seuraavaksi yrityksen keskimääräisen pääomakustannuksen kehitystä vuosina 1986-1997.

Taulukko 5.2 Yritysten keskimääräisen pääomakustannuksen (WACC) kehitys 1986-1997.

SUOMALAISOMISTEISET		ULKOMAALAISOMISTEISET	
Vuosi	WACC, %	Vuosi	WACC, %
1986	5,82	1986	6,81
1987	6,75	1987	7,82
1988	6,85	1988	7,95
1989	7,17	1989	7,68
1990	7,74	1990	7,88
1991	8,35	1991	8,73
1992	9,38	1992	9,03
1993	9,81	1993	10,37
1994	8,56	1994	8,93
1995	8,17	1995	8,5
1996	7,79	1996	7,8
1997	7,55	1997	6,92
Keskiarvo	7,83	Keskiarvo	8,20

Keskimääräinen pääomakustannus on laskettu yhtälön (15) mukaan.

Taulukosta 5.2 havaitaan, että ulkomaalaisomisteisilla yrityksillä keskimääräinen pääomakustannus on keskimäärin 0,37 % korkeampi kuin suomalaisomisteisilla yrityksillä. Lisäksi havaitaan, että ennen 1990-luvun lamaa suomalaisomisteisten yritysten pääomakustannus on ollut keskimäärin lähes yhden prosenttiyksikön pienempi kuin ulkomaalaisomisteisillä yrityksillä. Yksi mahdollinen selitys tähän on, että suomalaisomisteiset yritykset olivat keskimäärin enemmän velkaantuneita ennen lamaa kuin ulkomaalaisomisteiset yritykset. Tämä selviää omavaraisuusastetta koskevasta vertailusta, jonka esitän kappaleen lopuksi. Rungas velkaantuminen taas voidaan selittää yritysverojärjestelmästä (Ks. liite 2) johtuvasta kannustimesta käyttää velkaa investointien rahoittamiseksi ja toisaalta myös Suomen pankkikeskeisestä rahoitusjärjestelmästä. Velan korkomenojen ollessa verovähennyskelpoisia, velka on yritykselle sitä halvempi rahoitusmuoto, mitä korkeampi on yritysveroaste. Suomessa yritysveroaste oli vuosina 1986-1989 50 %.¹ Laman jälkeen ei yritysten keskimääräisessä pääomakustannustasossa ole havaittavissa merkittävää eroa.

¹ Verolait 1986-1989.

Taulukko 5.3 Miten ulkomaalaisomisteisten yritysten sijoitettuun pääoman määrä on kehittynyt suhteessa kaikkien yritysten sijoitetun pääoman kokonaismäärään 1986-1997 ja miten paljon prosentuaalisesti kaikkien yritysten taloudellisen lisäarvon kokonaismäärästä on mennyt ulkomaalaisille omistajille 1986-1997.

ULKOMAALAISSOMISTEISET		
Vuosi	Sij.Po/kokonaismäärä, %	EVA/EVA:n kokonaismäärä
1986	4,08	19,5
1987	4,45	15
1988	4,52	12,6
1989	4,41	15,2
1990	4,71	27,3
1991	4,13	-
1992	4,04	-
1993	4,27	-
1994	5,27	17,3
1995	6,42	13,8
1996	6,09	18
1997	7,96	13,5
Keskiarvo	5,03	16,9

EVA on laskettu yhtälön (13) mukaan.

Taulukosta 5.3 havaitaan, että ulkomaalaisomisteisten yritysten sijoitetun pääoman kokonaismäärä on keskimäärin ollut 1986-1997 vain 5,03 % kaikkien aineistossa mukana olevien yritysten vuotuisesta sijoitetun pääoman määrästä. Vuonna 1997 ulkomaisen pääoman määrä 500 suurimman yrityksen pääoman kokonaismäärästä oli jo lähes 8 %. Tämä pääomamäärä sai kuitenkin aikaiseksi 17 % suuryritysten liikevaihdosta ja työllisti 13 % suuryritysten työntekijöistä. Lisäksi taulukosta 5.3 havaitaan, että ulkomaalaisomisteiset yritykset ovat tuottaneet itselleen taloudellisen lisäarvon kokonaismäärästä vuosien 1986-1997 välisenä aikana keskimäärin 16,9 %. Vuosien 1991-1993 väliltä ei ole havaintoja, koska taloudellisen lisäarvon kokonaismäärä oli näinä vuosina negatiivinen. Yhteenvetona voidaan todeta, että ulkomaalaisomisteiset yritykset ovat pystyneet luomaan taloudellista lisäarvoa osakkeenomistajilleen suhteellisen pienellä pääomapanostuksella. Havainnot kannattavuudesta yritystä kohti keskimäärin näyttävät selkeästi eron suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten välillä. Tarkastelen seuraavaksi, miten taloudellinen lisäarvo on kehittynyt keskimäärin yritystä kohti. Lisäksi tarkastelen, miten taloudellinen lisäarvo on kehittynyt suhteessa sijoitetun pääoman määrään yritystä kohti.

Taulukko 5.4 Taloudellisen lisäarvon (EVA) kehitys 1986-1997 keskimäärin yritystä kohti. EVA on miljoonaa markkaa.

SUOMALAISOMISTEISET			ULKOMAALAISOMISTEISET		
Vuosi	EVA	Otos	Vuosi	EVA	Otos
1986	13	204	1986	15	40
1987	32	256	1987	26	54
1988	42	304	1988	31	59
1989	40	328	1989	31	76
1990	10	375	1990	14	95
1991	-37	413	1991	8	98
1992	-40	360	1992	6	88
1993	-20	368	1993	8	99
1994	33	316	1994	22	101
1995	66	314	1995	27	122
1996	44	351	1996	26	125
1997	68	356	1997	26	155
Keskiarvo	21		Keskiarvo	20	
Keskihajonta	37		Keskihajonta	9	

Taulukosta 5.4 nähdään, että ulkomaalaisomisteiset yritykset ovat pystyneet luomaan positiivista taloudellista lisäarvoa myös laman aikana. Vuosina 1991-1993 suomalaisomisteiset yritykset tuhosivat arvoa keskimäärin 32,33 miljoonaa markkaa yritystä kohti, kun taas vastaavana ajanjaksona ulkomaalaisomisteiset yritykset loivat arvoa keskimäärin 7,33 miljoonaa markkaa yritystä kohti. Jotta voitaisiin vertailla pääoman käytön tehokkuutta nimenomaan osakkeenomistajan näkökulmasta, on tutkittava, miten yritysten tuottama taloudellinen lisäarvo (EVA) on suhteessa yrityksen sijoitetun pääoman määrään keskimäärin. EVA/sijoitettu pääoma kertoo, kuinka paljon jokainen yritykseen sijoitettu markka on tuottanut prosentuaalisesti osakkeenomistajille yli yrityksen keskimääräisen pääomakustannuksen. EVA/sijoitettu pääoma kuvaa hyvin nimenomaan pääoman käytön tehokkuutta, koska yritysjohton tehtävänähän on saada jokainen yritykseen sijoitettu markka ja penni tuottamaan arvoa osakkeenomistajille.

Taulukko 5.5 Yritysten taloudellisen lisäarvo (EVA) suhteessa sijoitetun pääoman määrään yritystä kohti keskimäärin 1986-1997.

SUOMALAISOMISTEISET				ULKOMAALAISOMISTEISET			
Vuosi	EVA/yritys	Sij.Po/yritys	EVA/Sij.PO	Vuosi	EVA/yritys	Sij. PO/yritys	EVA/Sij.PO
1986	13	1033	1 %	1986	15	222	7 %
1987	32	957	3 %	1987	26	209	12 %
1988	42	938	4 %	1988	31	229	14 %
1989	40	1103	4 %	1989	31	219	14 %
1990	10	1115	1 %	1990	14	216	6 %
1991	-37	1178	-3 %	1991	8	214	4 %
1992	-40	1319	-3 %	1992	6	230	3 %
1993	-20	1381	-1 %	1993	8	229	3 %
1994	33	1471	2 %	1994	22	254	9 %
1995	66	1310	5 %	1995	27	217	12 %
1996	44	1360	3 %	1996	26	231	11 %
1997	68	1336	5 %	1997	26	251	10 %
Keskiarvo		1208	1,80 %	Keskiarvo		227	8,83 %

Merkittävin ero suomalaisomisteisten ja ulkomaalaisomisteisten yritysten välillä on pääoman käytön tehokkuudessa. Suomalaisomisteisten yritysten sijoitetun pääoman määrä yritystä kohti keskimäärin on 1208 miljoonaa markkaa, kun ulkomaalaisomisteisillä yrityksillä vastaava luku on vain 227 miljoonaa markkaa. Näyttää siltä, että suomalaisomisteiset yritykset ovat keskimäärin hyvin pääomavaltaisia, mutta pääoman käytön tehokkuudessa olisi osakkeenomistajien näkökulmasta parantamisen varaa. Rahoitusteorian oletuksen mukaan rationaalinen osakkeenomistaja on kiinnostunut vain yrityksen tulevasta tuotoista ja niiden todennäköisyyksistä. On kuitenkin syytä muistaa, että viiden sadan suurimman lähinnä suomalaisomisteisen yrityksen joukossa on iso joukko yrityksiä, joiden osakkeenomistajien tavoitteena voi olla joku muu asia. Esimerkiksi osuusliikkeet ja perheyrietykset. Taloudellinen lisäarvo suhteessa sijoitetun pääoman määrään keskimäärin yritystä kohti on suomalaisomisteisissä yrityksissä keskimäärin ollut 1,8 % ja vastaava luku on ulkomaalaisomisteisissä yrityksissä ollut 8,83 %. Ero on merkittävä, sillä ovathan ulkomaalaisten ja suomalaisten omistamat yritykset toimineet saman kansantalouden ja talouspolitiikan toimintaympäristössä. Erot johtuvat yritysکوhtaisista tekijöistä.¹ EVA/sijoitettu pääoma kertoo nimenomaan sen, kuinka tehokkaasti yritysjohto on pystynyt allokoimaan jokaisen yritykseen sijoitetun markan siten, että jokainen sijoitettu markka tuottaisi arvoa osakkeen-

¹ Ali-Yrkkö – Sirviö – Ylä-Anttila (1997): 18.

omistajille. Kansainvälisessä taloudellisessa ympäristössä yrityksen johdon tehtävänä korostuu yrityksen sijoitetun pääoman allokointi siten, että osakkeenomistajien varallisuus maksimoituu. Mikäli näin ei tapahdu pitkällä aikavälillä, vaikeuksiin joutuneet yritykset on saneerattu ja todennäköisesti saneerataan myös tulevaisuudessa pääsääntöisesti joko viranomaisten aloitteesta tai tuote- ja panosmarkkinoiden välityksellä. Pohjolan (1996) mukaan tämä on yhteiskunnalle kallis tapa hoitaa tehottomuutta. Nokia on hyvä esimerkki yhtiöstä, joka viime vuosina on enemmän tai vähemmän omilla järjestelyillään onnistunut hyvin kannattavasti toimintojensa uudelleen organisoinnissa.¹

On syytä ottaa huomioon, että kaikista aineiston yrityksistä suomalaisomisteisia teollisuusyrityksistä on enemmän kuin ulkomaalaisomisteisia. Myös tästä syystä ulkomaalaisomisteisten yritysten sijoitetun pääoman määrä on pienempi kuin suomalaisomisteisten yritysten. Lisäksi on muistettava, että monet ulkomaalaisomisteiset yritykset ovat toimineet Suomessa vain vuodesta 1993 lähtien eli ne ovat eläneet pelkkää nousukautta. Tarkastelen seuraavaksi taulukossa 5.6 suomalaisomisteisten ja ulkomaalaisomisteisten *teollisuusyritysten* kannattavuutta kolmen tunnusluvun avulla. Tunnusluvut ovat EVA/yritys, sijoitettu pääoma per yritys ja EVA/sijoitettu pääoma. N tarkoittaa havaintojen lukumäärää yhteensä 1986-1997.

Taulukko 5.6 Suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten teollisuusyritysten kannattavuuden kehitys osakkeenomistajien näkökulmasta 1986-1997.

SUOMALAISSOMISTEISET N=2044				ULKOMAALAISSOMISTEISET N=4111			
Vuosi	EVA/yritys	Sij.po/yritys	EVA/Sij.PO	Vuosi	EVA/yritys	Sij.po/yritys	EVA/Sij.PO
1986	18	1711	1,10 %	1986	16	204	7,80 %
1987	47	1560	3,00 %	1987	19	198	9,60 %
1988	67	1528	4,40 %	1988	40	310	12,90 %
1989	63	1729	3,60 %	1989	34	268	12,70 %
1990	18	1765	1,00 %	1990	25	272	9,20 %
1991	-60	1805	-3,30 %	1991	31	291	10,70 %
1992	-63	2038	-3,10 %	1992	28	350	8,00 %
1993	-26	2092	-1,20 %	1993	23	377	6,10 %
1994	52	2196	2,40 %	1994	45	468	9,60 %
1995	108	2110	5,10 %	1995	53	427	12,40 %
1996	56	2047	2,70 %	1996	43	349	12,30 %
1997	102	2096	4,90 %	1997	40	380	10,50 %
Keskiarvo	32	1890	1,72 %		33	325	10,15 %

¹ Pohjola (1996) 153.

Teollisuusyrityksiksi on luokiteltu seuraavilla toimialoilla toimivat yritykset: elintarvike, energia, kemia ja muovi, lasiteollisuus, metalli, metsä, moniala, rakennus ja rakennusaine, sähkö ja elektroniikka sekä TeVaNaKe. Taulukosta 5.6 havaitaan, että ulkomaalaisomisteiset teollisuusyritykset ovat osakkeenomistajien näkökulmasta keskimäärin vielä kannattavampia kuin kaikki ulkomaalaisomisteiset yritykset keskimäärin. Sijoitetun pääoman määrä ulkomaalaisomisteisissa teollisuusyrityksissä on keskimäärin 325 miljoonaa markkaa, kun vastaava luku suomalaisomisteisissä teollisuusyrityksissä on 1890 miljoonaa markkaa. Teollisuudessa sijoitetun pääoman määrä on keskimäärin suurempi kuin koko aineiston sijoitetun pääoman määrän keskiarvo sekä suomalais- että ulkomaalaisomisteisillä yrityksissä.

Keskimääräinen EVA yritystä kohti 1986-1997 on ollut suomalaisomisteisillä teollisuusyrityksillä 32 miljoonaa markkaa, kun vastaava luku on ulkomaalaisomisteisillä teollisuusyrityksillä ollut 33 miljoonaa markkaa. Pääoman käytön tehokkuus (EVA/sijoitettu pääoma) suomalaisomisteisillä teollisuusyrityksillä on keskimäärin samaa tasoa kuin kaikilla suomalaisomisteisillä yrityksillä keskimäärin. Sen sijaan ulkomaalaisomisteisillä teollisuusyrityksillä EVA/sijoitettu pääoma on keskimäärin ollut vuosina 1986-1997 10,15 %, kun vastaava luku kaikilla ulkomaalaisomisteisillä yrityksillä on ollut 8,83 %. Edelleen teollisuusyrityksiä koskevat laskelmat osoittavat pääoman käytön tehostamisen tarpeen suomalaisomisteisissä yrityksissä.

Taulukko 5.7 Yritysten omavaraisuusasteen kehitys keskimäärin 1986-1997.

SUOMALAISOMISTEISET		ULKOMAALAIOMISTEISET	
Vuosi	Omavaraisuusaste, %	Vuosi	Omavaraisuusaste, %
1986	28 %	1986	42
1987	32 %	1987	41
1988	35 %	1988	44
1989	34 %	1989	40
1990	32 %	1990	34
1991	29 %	1991	33
1992	31 %	1992	31
1993	33 %	1993	33
1994	36 %	1994	36
1995	38 %	1995	38
1996	41 %	1996	37
1997	43 %	1997	38
Keskiarvo	34,33 %	Keskiarvo	37,25 %

Ennen lamaa (1986-1989) suomalaisomisteisten yritysten omavaraisuusaste oli keskimäärin 32,25 %, kun vastaava luku laman jälkeen (1994-1997) oli keskimäärin 39,5 %. Kyseisenä ajanjaksona yritysveroaste on pudonnut vuoden 1986 50 prosentista vuoden 1997 28 %.¹ Valtio ei enää maksa yrityksen velan korkomenoista yhtä paljon kuin ennen. Ulkomaalaisomisteisten yritysten omavaraisuusaste ennen lamaa (1986-1989) oli keskimäärin 41,5 %, kun vastaava luku laman jälkeen (1994-1997) oli keskimäärin 37,25 %.

Havainnot suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten kannattavuudesta ja omavaraisuusasteesta keskimäärin tukevat yrityksen rahoitusteorian hypoteesia, jonka mukaan yrityksen velkaisuusaste ja kannattavuus korreloivat negatiivisesti. Suomalaisomisteiset yritykset ovat keskimäärin enemmän velkaantuneita ja heikommin kannattavia kuin ulkomaalaisomisteiset yritykset.

Teorian ja Suomen talouden erityispiirteiden perusteella voidaan esittää mahdollisia selittäviä tekijöitä suomalaisomisteisten yritysten heikolle kannattavuudelle nimenomaan osakkeenomistajien näkökulmasta:

- Jensen ja Meckling (1976) omistajuusrakenteen teorian mukaan on mahdollista, että yrityksen johto ei ole toiminut osakkeenomistajien etujen mukaisesti.
- Fama ja Jensen (1983) yrityksen päätöksentekoprosessin mukaan omistajat eivät ole pystyneet tehokkaasti valvomaan yrityksen johdon toimia.
- Jensenin (1986) vapaan kassavirran teorian yritysostoista mukaan yritysjohto laajentaa mieluummin tuotantoa kuin jakaisi ylijäämävarat osinkoina osakkeenomistajille.
- Jensenin (1993) mukaan ylisuuret investoinnit johtavat ylikapasiteetin ongelmaan, joka ilmenee yrityksen heikkona kannattavuutena nimenomaan osakkeenomistajien näkökulmasta tarkasteltuna.
- Pohjolan (1996) mukaan Suomen pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä ja ristiinominus pankkien, vakuutus- ja teollisuusyhtiöiden kesken on johtanut vallan keskittymiseen finanssiryhmittymille. Jos pankki hallitsee yritystä ja yritys pankkia, voi liikkeenjohto päästä kokonaan omistajista riippumattomaksi.

¹ Verolait 1986-1997.

5.2 Miten omistajuusvaihdos on vaikuttanut yrityksen kannattavuuteen osakkeenomistajien näkökulmasta?

Luon ensin yhteenvedon kaikkiin havaintoihin, joissa omistajan kotimaa on vaihtunut tutkimusajanjakson aikana. Tällaisia yrityksiä löytyi 23 kappaletta, joista on 3 yritystä jätettävä pois puutteellisten tietojen vuoksi (Warner music, Speditor ja Polarkesti). Yksityiskohtaisemmat tiedot havainnoista ennen ja jälkeen yrityskaupan löytyvät liitteestä kolme. Taloudellinen lisäarvo (EVA) parani yrityskaupan jälkeen 13 yrityksessä (56,5 %). Kahden yrityksen kohdalla EVA oli yrityskaupan jälkeenkin negatiivinen (8,7 %). Viiden yrityksen kohdalla EVA heikkeni yrityskaupan jälkeen (21,8 %), mutta neljässä tapauksessa viidestä yritys tuotti kuitenkin positiivista EVA:aa myös yrityskaupan jälkeen. Vastaavanlaisia havaintoja ovat esittäneet Ali-Yrkkö, Sirviö ja Ylä-Anttila (1997). Heidän mukaansa ulkomaalaisomistukseen siirtyneiden yritysten pääoman tuottavuusero suhteessa suomalaisomisteisiin yrityksiin on omistusvaihdoksen jälkeen vain kasvanut.¹

Mikäli ostettu yritys on toiminut kasvavalla toimialalla, on yrityksen taloudellinen lisäarvo parantunut lähes poikkeuksetta uuden omistajan komennossa. Jos yritykseen on sidottu liikaa pääomia, uusi omistaja on myös lähes poikkeuksetta saneerannut liiketoimintaa. Esimerkiksi Puolimatkan ollessa viimeistä vuottaan 1994 suomalaisomisteinen sen sijoitetun pääoman määrä oli 1,966 MRD markkaa, kun vastaava luku vuonna 1995 ruotsalaisomistuksessa oli vain 145 miljoonaa markkaa. Puolimatkan tapauksessa taloudellinen lisäarvo parani vuoden 1994 -77 miljoonasta markasta vuoden 1995 21 miljoonaa markkaan. Mielestäni on aiheellista kysyä, miksi vasta ulkomaalaiset omistajat uskaltavat saneerata kannattamattomien yritysten liiketoimintaa. Jensenin (1989) mielestä yritysjohtajat saattavat olla haluttomia tekemään ”ikäviä päätöksiä”, vaikka ne lisäisivät yrityksen kannattavuutta osakkeenomistajien näkökulmasta.

¹ Ali-Yrkkö, Sirviö, Ylä-Anttila (1997) 15-18.

5.3 Kannattavuus toimialoittain ja valtionyhtiöiden kannattavuuden arviointi 1986-1997

Toimialatarkastelussa olen järjestänyt aineiston havainnot vuosilta 1986-1997 toimialoittain. Kun tiedetään toimialan keskimääräinen taloudellinen lisäarvo/vuosihavainto keskimäärin, voidaan tehdä johtopäätöksiä valtionyhtiöiden kannattavuudesta suhteessa toimialan keskiarvoon vuosina 1986-1997. Olen laskenut koko toimialan taloudellisen lisäarvon määrän, sijoitetun pääoman määrän, sijoitetun pääoman tuoton ja keskimääräisen pääomakustannuksen, omavaraisuusasteen ja taloudellisen lisäarvon per toimialalle sijoitettu markka.

Taulukko 5.8 Taloudellinen lisäarvo (EVA) toimialoittain 1986-1997.

Toimiala	EVA yht.	EVA/vuosihavainto	Havaintoja
Sähkö ja elektroniikka	20 123	130	155
Metalli	15 661	30	527
Moniala	13 223	37	361
Metsä	12 036	78	155
Elintarvike	6168	12	511
Palvelu	4232	14	313
Kuljetus	3799	16	238
Kemia ja muovi	3734	22	167
Vähittäiskauppa	3407	8	435
Graafinen	3019	13	234
Tietotekniikka	2833	14	197
Tukkukauppa	2626	4	624
Autokauppa	2163	10	209
Öljykauppa	1277	17	73
Päivittäistavarakauppa	772	4	198
TeVaNaKe	521	6	83
Mainostoimisto	189	4	45
Lasiteollisuus	88	18	5
Huonekalu	-33	-1	24
Energia	-360	-2,5	141
Rakennus	-1544	-5	316
Yhteensä	93 934		5011

Eniten markkamääräisesti taloudellista lisäarvoa luoneet toimialat ovat sähkö ja elektroniikka, Metallia, Moniala ja Metsä. Pääoman käytön tehokkuutta toimialalla ei kuitenkaan voi päätellä markkamääräisen EVA:n summasta tarkasteltavalla toimialalla. Pääoman käyttö on osakkeenomistajien näkökulmasta toimialalla ollut sitä tehokkaampaa ja kannat-

tavampaa, mitä enemmän taloudellista lisäarvoa toimialan yritykset ovat pystyneet luomaan jokaisesta toimialalle sijoitetusta markasta.

Taulukko 5.9 Sijoitetun pääoman määrä toimialoittain 1986-1997, sijoitettu pääoma per yritys toimialalla keskimäärin 1986-1997, sipon tuotto toimialalla keskimäärin 1986-1997 ja keskimääräinen pääomakustannus toimialalla keskimäärin 1986-1997.

Toimiala	Sijoitettu pääoma	Sij.PO/yritys	Sipon tuotto, %	WACC, %	Omv. %
Metsä	857 523	5532	12	8	28
Kemia ja muovi	499 787	2993	13	8	38
Moniala	998 927	2767	12	8	34
Energia	324 806	2304	6	8	47
Päivittäistavaratukku	257 446	1300	10	8	30
Metalli	653 714	1240	13	8	36
Rakennus	268 757	850	11	8	31
Sähkö ja elektroniikka	125 280	808	23	9	47
Kuljetus	175 371	737	11	7	27
Palvelu	135 140	570	-1	8	39
Elintarvike	272 219	534	12	9	38
Öljykauppa	34 172	468	21	9	41
Huonekalu	11 118	463	10	9	46
Graafinen	92 599	396	16	8	43
Lasiteollisuus	1626	325	15	7	45
Vähittäiskauppa	112 836	306	3	7	21
Autokauppa	58 482	280	16	10	28
TeVaNaKe	23 068	278	10	8	42
Tukkukauppa	101 392	205	1	10	31
Tietotekniikka	36 606	186	16	8	37
Mainostoimisto	3153	70	16	7	33
Yhteensä	5 044 022				

Taulukossa sijoitettu pääoma ja sijoitettu pääoma/yritys ovat miljoonaa markkaa.

EVA-mallin tasapainoratkaisu on nolla, jolloin yritys pystyy tiukasta kilpailusta johtuen tuottamaan sijoitetulle pääomalle vain yrityksen keskimääräistä pääomakustannusta vastaavan tuoton. Seuraavassa taulukossa tarkastelen toimialan pääoman käytön tehokkuutta jakamalla toimialan tuottaman arvonlisän toimialalle sijoitetun pääoman määrällä.

Taulukko 5.10 Toimialan taloudellinen lisäarvo (EVA) suhteessa toimialalle sijoitetun pääoman määrään 1986-1997.

Toimiala	EVA	Sijoitettu pääoma	EVA/Sij.Po, %	Omv.aste, %
Sähkö ja elektroniikka	20 123	125 280	16,06 %	47 %
Tietotekniikka	2833	36 606	7,74 %	37 %
Mainostoimisto	189	3153	5,99 %	33 %
Lasiteollisuus	88	1626	5,41 %	45 %
Öljykauppa	1277	34 172	3,74 %	41 %
Autokauppa	2163	58 482	3,70 %	28 %
Graafinen	3019	92 599	3,26 %	43 %
Palvelu	4232	135 140	3,13 %	39 %
Vähittäiskauppa	3407	112 836	3,02 %	21 %
Tukkukauppa	2626	101392	2,59 %	31 %
Metalli	15 661	653 714	2,40 %	36 %
Elintarvike	6168	272 219	2,27 %	38 %
TeVaNaKe	521	23 068	2,26 %	42 %
Kuljetus	3799	175 371	2,17 %	27 %
Metsä	12 036	857 523	1,40 %	28 %
Moniala	13 223	998 927	1,32 %	34 %
Kemia ja muovi	3734	499 787	0,75 %	38 %
Päivittäistavaratukku	772	257 446	0,30 %	30 %
Energia	-360	324 806	-0,11 %	47 %
Huonekalu	-33	11 118	-0,30 %	46 %
Rakennus	-1544	268 757	-0,57 %	31 %
Keskimäärin	4 473	240 192	3,17 %	

Toimialakohtaiset taulukosta näkyvät tunnusluvut on laskettu, jotta voidaan verrata valti-
onyhtiöiden kannattavuutta ja pääoman käytön tehokkuutta koko toimialan keskiarvoon.

Taulukko 5.11 Valtionyhtiöiden taloudellinen lisäarvo (EVA) 1986-1997.

Vuosi	Neste	IVO	Enso	Valmet	Kemira	Outokumpu	Finnair	Rautaruukki
1986	-908	-	260	191	378	-114	212	142
1987	586	219	436	252	386	177	399	406
1988	548	87	747	153	606	1203	346	597
1989	1361	74	646	29	390	926	125	594
1990	1566	66	31	-338	291	-186	-187	58
1991	-380	-156	-797	-575	-292	-652	-219	-801
1992	-2766	-489	-364	-170	-247	-329	-411	-591
1993	-2188	-282	42	72	-8	-14	68	14
1994	380	-248	738	0	172	558	389	409
1995	316	470	1592	395	494	891	253	638
1996	-467	1154	474	773	317	-307	30	506
1997	59	1024	986	798	401	480	-	495
Yhteensä	-1893	1919	4791	1580	2888	2633	1005	2467
Keskiarvo	-158	174,5	399	132	241	219	91	206
Keskihajonta	1298	523	630	403	283	585	268	473

Taulukossa 5.11 esiintyvät luvut ovat miljoonaa markkaa. Taulukosta havaitaan, että kaikkien muiden valtionyhtiöiden paitsi Nesteen kannattavuus on ollut varsin hyvä tarkasteluajanjaksolla 1986-1997. Tarkempi kuva valtionyhtiöiden kannattavuudesta saadaan, kun verrataan jokaisen valtionyhtiön tuottaman taloudellisen lisäarvon keskiarvoa koko toimialan EVA/vuosihavainto keskiarvoon. Esimerkiksi metalliteollisuudessa EVA/vuosihavainto on keskimäärin 30 miljoonaa markkaa, kun vastaava luku valtion omistamilla metallialan yrityksillä Valmetilla on 132, Outokummulla on 219 ja Rautaruukilla on 206 miljoonaa markkaa. Metsäteollisuudessa EVA/vuosihavainto on 78, kun se Ensolla on 399 miljoonaa markkaa. Kuljetustoimialalla EVA/vuosihavainto on 16, kun vastaava luku Finnairilla on 91 miljoonaa markkaa. Kemian toimialalla Kemiran EVA/vuosihavainto on 241 miljoonaa markkaa, kun toimialan keskiarvo on 22 miljoonaa markkaa. Energia-alalla EVA/vuosihavainto on -2,5 miljoonaa markkaa, kun IVO:n vastaava luku on 174. Hännänhuippuna on öljytoimialalla toimiva Neste, joka on vuosien 1986-1997 aikana tuhonnut arvoa keskimäärin 158 miljoonaa markkaa vuosittain. On ymmärrettävää, miksi valtio halusi yhdistää IVO:n ja Nesteen Fortumiksi ennen kuin se alkaa myymään Fortumin osakkeita sijoittajille. Neste ei sattuneesta syystä olisi välttämättä mennyt kaupaksi. Yhteenvetona valtionyhtiöiden kannattavuudesta voisi sanoa, että niillä on merkittävä kilpailuetu suhteessa muihin alalla toimiviin yrityksiin.

5.4 Miten julkisesti noteerattujen yritysten osakekurssi korreloi yrityksen taloudellisen lisäarvon (EVA) kanssa?

Julkisesti noteeratuille yrityksille voidaan myös laskea markkinalisäarvoa kuvaava tunnusluku, joka saadaan vähentämällä yritykseen sijoitettu pääoma yrityksen markkina-arvosta. Markkinalisäarvo MVA määriteltiin aikaisemmin yhtälössä (16). Taulukoon 5.12 on koottu Helsingin pörssissä 30.12.1997 noteerattujen yritysten markkinalisäarvo MVA.

Toisin sanoen yrityksen markkinalisäarvo (MVA) voidaan tulkita yrityksen tulevien odotettujen taloudellisten lisäarvojen (EVA) nykyarvoksi. Markkinat voidaan ajatella äänestyspaikkana, jonne sijoittajat kokoontuvat äänestääkseen yrityksen odotetuista tulevista tuotoista. Mikäli yrityksen MVA on negatiivinen, sijoittajat eivät kyseisenä hetkenä usko yrityksen johdon kykyyn saada aikaan taloudellista lisäarvoa jokaisesta yritykseen sijoitetusta markasta. Kyse on tällöin siitä, uskotaanko pitkällä aikavälillä markkinoita vaiko yrityksen johtoa. Taulukossa 5.12 tarkastelin kaikkia pörssilistan yrityksiä, joita oli yhteensä 67 kappaletta. Taulukon perusteella voidaan sanoa markkinoiden luottavan 30.12.1997 37 yritykseen, koska kyseisillä yrityksillä MVA on positiivinen. Negatiivinen MVA (30 yritystä) voidaan väljästi tulkita siten, että yritysjohto luottaa markkinoita enemmän kykyynsä allokoida pääomia tehokkaasti tulevaisuudessa. Toisaalta negatiivinen MVA voidaan myös tulkita siten, että yrityksen sijoitetun pääoman summa on liian suuri, jotta jokaisesta sijoitetusta markasta saataisiin arvoa osakkeenomistajille. Negatiivisen markkinalisarvon yrityksissä on sijoittajien mielestä ylikapasiteettia. Esimerkiksi Siljalla (nykyään Neptun Maritime) on sijoitetun pääoman summa yli 4,5 MRD markkaa, kun vastaava luku Viking Linellä on vain 1,1 MRD markkaa.

Taulukko 5.12 Julkisesti noteerattujen yritysten markkinalisäarvo (MVA) 30.12.1997. Luvut miljoonaa markkaa.

YRITYS	TOIMIALA	MARKKINA-ARVO	SIJOITETTU PÄÄOMA	MVA
Finnair	kuljetus	3 643	4 637	-994
Finnlines	kuljetus	4 231	2 819	1 412
Viking line	kuljetus	2 374	1 137	1 237
Silja	kuljetus	545	4 580	-4 035
Birka line	kuljetus	441	543	-102
Ford	kauppa	562	285	277
Kesko	kauppa	5 006	10 441	-5 435
Rautakirja	kauppa	2 495	1 115	1 380
Starkjohann	kauppa	1 040	951	89
Stockmann	kauppa	5 035	2 872	2 163
Tamro	kauppa	2 636	1 872	764
Jaakko Pöyry	muut palvelut	795	811	-16
Novo group	muut palvelut	812	305	507
TT tieto	muut palvelut	5 393	908	4 485
Fiskars	metalli	4 355	2 742	1 613
KCI konecranes	metalli	2 700	707	1 993
Kone	metalli	3 667	4 946	-1 279
Metra	metalli	6 913	8 882	-1 969
Nordic aluminium	metalli	198	122	76
Outokumpu	metalli	8 281	13 200	-4 919
Partek	metalli	4 122	5 379	-1 257
Rauma	metalli	4 505	3 817	688
Rocla	metalli	198	104	94
Rautaruukki	metalli	5 862	10 434	-4 572
Raute	metalli	136	268	-132
Santasalo-JOT	metalli	848	1 091	-243
Tamrock	metalli	2 459	2 579	-120
Valmet	metalli	5 873	5 423	450

YRITYS	TOIMIALA	MARKKINA-ARVO	SJOITETTU PÄÄOMA	MVA
Enso	metsä	13 163	34 271	-21 108
Metsä-Serla	metsä	5 852	1 637	4 215
Strömsdal	metsä	31	156	-125
UPM-Kymmene	metsä	29 472	54 812	-25 340
Aspoyhtymä	moniala	1 055	968	87
Finnvest	moniala	676	1 110	-434
Hackmann	moniala	645	1 345	-700
Instrumentarium	moniala	3 831	1 867	1 964
Kyro	moniala	1 249	770	479
Lassila-Tikanoja	moniala	1 995	915	1 080
Suunto	moniala	294	201	93
Espon sähkö	energia	1 881	1 407	474
Länsivoima	energia	1 689	1 935	-246
Atria	elintarvike	322	1 164	-842
Cultor	elintarvike	6 880	6 188	692
Hartwall	elintarvike	4 761	1 432	3 329
Huhtamäki	elintarvike	6 624	5 012	1 612
Lännen tehtaat	elintarvike	496	617	-121
Raisio (vaihto)	elintarvike	7 783	2 837	4 946
Lemminkäinen	rakennus	745	1 033	-288
Polar	rakennus	577	3 302	-2 725
Tulikivi	rakennus	123	116	7
YIT-yhtymä	rakennus	1 802	2 344	-542
Elcoteq	eletroniikka	873	643	230
Helsingin puhelin	eletroniikka	1 844	2 914	-1 070
Nokia	eletroniikka	116 265	23 808	92 457
PK-Cables	eletroniikka	474	85	389
Vaisala	eletroniikka	1 577	434	1 143
Asko	kemia	3 422	5 036	-1 614
Kemira	kemia	6 633	11 029	-4 396
Neste	kemia	13 005	23 794	-10 789
Orion	kemia	1 007	4 510	-3 503
Aamulehti	viest. kust.	1 782	1 372	410
WSOY	viest. kust.	2 552	1 310	1 242
Amer-yhtymä	moniala	2 542	3 372	-830
Leo-longlife	muu teol.	89	133	-44
Metsä-Tissue	muu teol.	1 575	1003	572
Nokian renkaat	muu teol.	1 771	780	991
Tamfelt	muu teol.	1 292	500	792

Yrityksen markkinalisäarvon voidaan ajatella heijastavan sijoittajien odotuksia yrityksen tulevasta taloudellisista lisäarvoista. Sijoittajien minimivaatimus on, että he saavat sijoitetulle pääomalleen sellaisen tuoton, joka vastaa yrityksen riskitasoa. EVA-mallin mukaan sijoittajien minimituottovaatimus täyttyy teoriassa, jos yrityksen EVA on nolla. Tällöin yritykseen sijoitettu pääoma tuottaa yhtä paljon kuin on yrityksen keskimääräinen pääomakustannus. EVA-muuttujan arvo nolla on myös mallin pitkän aikavälin tasapaino. Pitkällä aikavälillä yritysten lukumäärän kasvaessa voidaan olettaa taloudellisen lisäarvon per sijoitettu pääoma olevan nolla. Esimerkiksi toimialan sisäinen kilpailu, kilpailijoiden lukumäärä, alalle tulijoiden uhka, toimialan kapasiteetin käyttöaste ja taloudellisen ympäristön luomat puitteet yritystoiminnalle vaikuttavat yrityksen kykyyn tuottaa taloudellista lisäarvoa (EVA) osakkeenomistajille.

Lisäksi olen laskenut EVA:n ja yrityksen osakekurssin välisen korrelaation kahdelle eri pituiselle aikasarjalle. Ensimmäinen aikasarja koostuu pörssilistalla vuosien 1989-1997 välillä vähintään neljä vuotta olleista sellaisista yrityksistä (ei pankkeja eikä vakuutuslaitoksia), joista on viimeinen havainto vuonna 1997. Otokseen tuli yrityksiä yhteensä 51 kappaletta, joista oli havaintoja yhteensä 343 kappaletta. Korrelaatiokertoimen arvoksi sain 0,1217, jonka testasin korrelaatiokertoimen t-testillä¹:

$$t = r \sqrt{\frac{n-2}{1-r^2}}. \quad (17)$$

Jossa n on havaintojen lukumäärä ja r on 0,1217. Testauksessa olen käyttänyt yksisuuntaista testiä, koska haluan testata nimenomaan taloudellisen arvonlisän korrelaatiota osakekurssin kehitykseen. Nollahypoteesiksi asetin, että yrityksen osakekurssilla ja EVA:lla ei ole mitään lineaarista riippuvuutta. T-testisuureen arvoksi sain 2,264, kun vastaava taulukkoarvo 2,5 % merkitsevyystasolla on 1,960. Tällöin asetettu nollahypoteesi voidaan hylätä ainakin 2,5 % merkitsevyystasolla Näin ollen voidaan sanoa, että vuosien 1989-1997 välisenä aikana yritysten EVA:lla ja osakekurssikehityksellä on ollut lineaarista riippuvuutta.

¹ Ks. Dougherty (1992): 112-113.

Toinen tutkimani aikasarja koostui vain sellaisten yritysten havainnoista, jotka ovat olleet pörssilistalla ajanjakson 1992-1997 (ei pankkeja eikä vakuutuslaitoksia). Otokseen tuli mukaan 31 yritystä ja yhteenlaskettu havaintojen lukumäärä oli 186 kappaletta. Kyseisenä ajanjaksona EVA:n ja yrityksen osakekurssin väliseksi korrelaatiokertoimeksi sain 0,2094. T-testisuureen arvo yksisuuntaisessa testissä korrelaatiokertoimelle tässä otoksessa oli 2,905. Nollahypoteesina on edelleen, että EVA:lla ja yrityksen osakekurssilla ei ole mitään lineaarista riippuvuutta. 1 % merkitsevyystasolla t-tilukkoarvo on 2,326 ja 0,5 % merkitsevyystasolla t-tilukkoarvo on 2,576, joten nollahypoteesi voidaan hylätä jopa 0,5 % merkitsevyystasolla. Toisin sanoen vuosien 1992-1997 välisenä aikana on ollut vain 0,5 % todennäköisyys sille, että yrityksen osakekurssi ja EVA eivät korreloi. Voidaan sanoa, että vuosien 1992-1997 välisenä aikana yrityksen EVA:lla ja osakkeenhintakehityksellä on ollut selvä lineaarinen riippuvuus.

Tulkittaessa korrelaatiokertoimia on muistettava, että osakekurssi heijastaa kaikkia yrityksen tulevia odotettuja nettokassavirtoja. Osakekurssien muutos voidaan tulkita lähinnä odotettujen tulevien nettokassavirtojen odotusten muutoksena. Tästä syystä yrityksen kyseisen vuoden EVA ei selitä kyseisen vuoden osakekurssia kovin hyvin. Toisaalta EVA:n muutos kyseisenä vuonna saattaa heijastaa EVA:n muutosta tulevaisuudessa, joten kyseisen vuoden EVA:lla on joka tapauksessa merkitystä. Esimerkiksi Nokian EVA vuonna 1992 oli -555 miljoonaa markkaa, 1993 se oli 584 miljoonaa markkaa ja vuonna 1997 EVA oli jo 6198 miljoonaa markkaa. Jälkiviisaasti Nokia olisi ollut kannattava sijoitus vuonna 1992.

5.5 Miten pääoman kiertonopeus eroaa ulkomaalais- ja suomalaisomisteisissa yrityksissä?

Pääoman kiertonopeus lasketaan siten, että yrityksen liikevaihto jaetaan sijoitetun pääoman määrällä. Mitä nopeammin yritys pystyy sijoitettua pääomaansa kierrättämään, sitä parempi. Toisin sanoen mitä suurempi on sijoitetun pääoman kiertonopeutta kuvaavan tunnusluvun arvo, sitä nopeammin yritys pystyy sijoitettua pääomaansa kierrättämään. Olen laskenut sijoitetun pääoman kiertonopeutta kuvaavia keskilukuja sekä suomalais- että ulkomaalaisomisteisille yrityksille havaintojen ollessa vuosilta 1986-1997. Ulkomaalaisomisteisissa yrityksissä pääoman kierron mediaani on 2,5, kun vastaava luku on suomalaisomisteisissa yrityksissä 1,9. Tulos on yksi mahdollinen selittävä tekijä, miksi ulkomaalaiset yritykset ovat kannattavampia kuin suomalaisomisteiset. Ali-Yrkkö, Sirviö ja Ylä-Anttila (1997) kirjoittavat, että kannattavuuserot suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten välillä johtuvat suomalaisyritysten hitaammasta pääoman kiertonopeudesta.¹ Puhuttaessa pääoman kiertonopeudesta on kuitenkin muistettava se seikka, että mitä suurempi on sijoitetun pääoman määrä, sitä suurempi liikevaihto tarvitaan pääoman kierrättämiseen. Ulkomaalaisomisteisten yritysten sijoitetun pääoman kiertonopeus selittyy suomalaisomisteisiä yrityksiä alhaisemmalla sijoitetun pääoman määrällä (Ks. taulukko 5.5). Suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten välistä kannattavuuseroa ei siis voi selittää suomalaisomisteisten yritysten hitaammalla pääoman kiertonopeudella, vaan pikemmin suuremmalla sijoitetun pääoman määrällä.² Sijoitetun pääoman määrän ollessa liian suuri, ei sitä saada tehokkaasti kiertämään, jolloin siitä ei myöskään saada taloudellista lisäarvoa osakkeenomistajille.

Taulukko 5.13 Sijoitetun pääoman kiertonopeus suomalais- ja ulkomaalaisomisteisissä yrityksissä vuosina 1986-1997.

SUOMALAIOMISTEISET		ULKOMAALAIOMISTEISET	
Keskiarvo	3,82	Keskiarvo	4,99
Mediaani	1,9	Mediaani	2,5
Moodi	1	Moodi	2
Havaintoja	3059	Havaintoja	863

¹ Ali-Yrkkö, Sirviö ja Ylä-Anttila (1997) yhteenveto.

² Ali-Yrkkö ja Ylä-Anttila (1997) ovat todenneet saman jo aikaisemmin, Unitas 2/1997.

6 YHTEENVETO JA LOPPUPÄÄTELMÄT

Olen tutkielmassani soveltanut modernia yritysrahoituksen teoriaa käytäntöön tutkimalla suomalaisomisteisten ja ulkomaalaisomisteisten yritysten kannattavuutta osakkeenomistajan näkökulmasta taloudellisen lisäarvo (Economic Value Added) -mallin avulla. Aineistona olen käyttänyt Etlatiedon ja Talouselämälehdän suuryritystietokantaa, johon on koottu Suomen suurimpien yritysten tilinpäätöstiedot vuodesta 1986 vuoteen 1997. Tutkielman pääasiallisena tavoitteena on ollut verrata suomalaisomisteisten ja ulkomaalaisomisteisten yritysten kannattavuutta osakkeenomistajien näkökulmasta, mutta samalla myös löytää mahdollisia selittäviä tekijöitä ulkomaalaisomisteisten yritysten paremmalle kannattavuudelle.

Tässä tutkielmassa tehdyt yritysten kannattavuutta osakkeenomistajien näkökulmasta koskevat laskelmat osoittavat kiistatta sen, että suomalaisten yritysten olisi osakkeenomistajien näkökulmasta tehostettava nimenomaan pääoman käyttöä. Kannattavuutta osakkeenomistajien näkökulmasta yritykset voivat parantaa alentamalla sijoitetun pääoman määrää, jolloin *ceteris paribus* myös sijoitetun pääoman kiertonopeus kasvaa. Suomalaisomisteisten yritysten taloudellinen lisäarvo/sijoitettu pääoma keskimäärin yritystä kohti oli vuosien 1986-1997 välisenä aikana keskimäärin 1,8 %, kun vastaava luku ulkomaalaisomisteisissa yrityksillä oli 8,8 %. Lisäksi sijoitettu pääoma keskimäärin yritystä kohti vuosien 1986-1997 välisenä aikana oli suomalaisomisteisissa yrityksissä 1,2 MRD markkaa, kun vastaava luku oli ulkomaalaisomisteisissa yrityksissä vain 227 miljoonaa markkaa. Suuri pääomamassa on taakka varsinkin laskusuhdanteessa. Vuosien 1991-1993 aikana suomalaisomisteiset yritykset tuhosivat arvoa keskimäärin yritystä kohti 97 miljoonaa markkaa, kun taas ulkomaalaisomisteiset yritykset samana ajanjaksona loivat arvoa omistajilleen yritystä kohti keskimäärin 22 miljoonaa markkaa. Näin tarkasteltuna ulkomaalaiset yritykset ovat osakkeenomistajien kannalta huomattavasti tehokkaampia ja kannattavampia.

Vertailu aineiston teollisuusyritysten kesken osoittaa kannattavuuseron suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten välillä olevan vielä suurempi kuin koko aineiston vertailussa. Suomalaisomisteisissa teollisuusyrityksissä vuosina 1986-1997 sijoitetun pääoman määrä oli yritystä kohti keskimäärin 1890 miljoonaa markkaa, taloudellinen lisäarvo yri-

tystä kohti keskimäärin 32 miljoonaa markkaa ja taloudellinen lisäarvo suhteessa sijoitetun pääoman määrään oli 1,7 %. Ulkomaalaisomisteisissa teollisuusyrityksissä sijoitetun pääoman määrä oli keskimäärin vastaavana ajanjaksona 325 miljoonaa markkaa, taloudellinen lisäarvo keskimäärin yritystä kohti oli 33 miljoonaa markkaa ja taloudellinen lisäarvo suhteessa sijoitetun pääoman määrään oli keskimäärin 10,2 %. On kuitenkin muistettava, että useat ulkomaalaisomisteiset yritykset ovat toimineet Suomessa vasta vuodesta 1993 eli niitä koskevat havainnot ovat pelkästään noususuhdanteen ajalta.

Kannattavuusero suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten välillä on merkittävä, sillä yritykset ovat toimineet saman talouspolitiikan ja taloudellisen ympäristön oloissa. Kannattavuusero osakkeenomistajien näkökulmasta tarkasteltuna selittyy siis yrityskohtaisilla tekijöillä. Pääoman kiertonopeutta voidaan pitää keskeisenä yrityksen kannattavuuteen vaikuttavana tekijänä. Se lasketaan jakamalla yrityksen liikevaihto sijoitetun pääoman määrällä. Sijoitetun pääoman määrän ollessa liian suuri, ei sitä saada tehokkaasti kiertämään, jolloin siitä ei myöskään saada taloudellista lisäarvoa osakkeenomistajille. Mitä nopeammin yritys pystyy sijoitettua pääomaansa kierrättämään, sitä parempi. Sijoitetun pääoman kiertonopeus oli suomalaisomisteisilla yrityksillä keskimäärin vuosien 1986-1997 aikana 3,82. Vastaava luku ulkomaalaisomisteisillä yrityksillä oli 4,99. Pääoman kieronepeuden mediaani oli suomalaisomisteisilla yrityksissä 1,9 ja moodi oli 1. Ulkomaalaisomisteisillä yrityksillä pääoman kiertonopeuden mediaani oli 2,5 ja moodi oli 2. Suomalaisomisteiset yritykset voisivat parantaa kannattavuuttaan joko alentamalla sijoitetun pääoman määrää tai lisäämällä liikevaihtoaan (eli myymällä tuotteitaan tehokkaammin).

Lisäksi tarkastellessani yritysten kannattavuutta yrityskaupan jälkeen (ostajana ulkomaalainen yritys) osakkeenomistajan näkökulmasta havaitsin, että taloudellinen lisäarvo parani 13 tapauksessa 23:sta. Viiden yrityksen kohdalla 23:sta EVA aleni yrityskaupan jälkeen, mutta vain yhden yrityksen kohdalla EVA oli yrityskaupan jälkeen negatiivinen. Omistajuusvaihdosta koskevasta tarkastelusta voi tehdä sen johtopäätöksen, että mikäli ostettu yritys on toiminut taantuvalla toimialalla tai jos yrityksessä on ollut merkittävästi ylikapasiteettia, niin yrityskaupan jälkeen yrityksen sijoitetun pääoman määrä on alentunut merkittävästi (esimerkiksi Puolimatka, Labsystems, STV-yhtiöt, Idman, Lohja Rudus). Sijoitetun pääoman määrän alentaminen on useasti osakkeenomistajien kannalta suotavaa, kos-

ka mitä suurempi yritykseen sijoitetun pääoman määrä on, sitä vaikeampi on yrityksen johdon saada jokaisesta sijoitetusta markasta arvoa osakkeenomistajille. Herää kysymys, miksi vasta ulkomaalaiset omistajat uskaltavat saneerata kannattamattomien yritysten liiketoimintaa? Mikäli ostettu yritys on toiminut kasvavalla toimialalla (tietotekniikka, sähkö ja elektroniikka), yrityskaupan jälkeen yritykseen sijoitetun pääoman määrä on kasvanut (esimerkiksi Facidata, Rapala, Martis-Tellabs). Voidaan sanoa, että ulkomaalaiset omistajat ovat saaneet ostamistaan yrityksistä erittäin kannattavia.

Lopuksi vertasin kannattavuutta toimialoittain. Ei ole sattumaa, miksi ulkomaalaiset yritykset toimivat Suomessa tällä hetkellä juuri korkean teknologian ja korkean osaamistason toimialoilla. Esimerkiksi sähkö ja elektroniikkatoimialalla taloudellinen lisäarvo (EVA) per sijoitettu pääoma oli 16,06 %. Toiseksi kannattavin toimiala oli tietotekniikka, jossa vastaava luku oli 7,74 %. Suomalaisille perinteisesti tärkeillä toimialoilla kuten metsä ja metalli vastaavat luvut olivat vain 1,40 % ja 2,40 %. Toimialakohtaisessa vertailussa kaikki muut valtionyhtiöt paitsi Neste osoittautuivat osakkeenomistajien näkökulmasta huomattavasti kannattavammiksi kuin toimialan keskiarvo.

Rahoitusteorian mukaan keskeistä yrityksen menestymiselle pitkällä aikavälillä on saada sijoitetulle pääomalle sellainen tuotto, joka ylittää yrityksen keskimääräisen pääomakustannustason. Tällöin yritys luo arvoa osakkeenomistajilleen. Avoimen talouden oloissa yrityksen johdon ei sovi unohtaa oman pääoman hintaa – kyse on siitä vaihtoehtoisen sijoituskohteen tuotosta, jonka sijoittaja olisi saanut toisesta vastaavan riskitason yrityksestä samana ajanjaksona.

LÄHTEET

AALTO, A (1993): Talouselämä-lehden suuryritystietokanta Etlassa. ETLAn keskusteluaiheita no. 411.

ALI-YRKKÖ, J., SIRVIÖ, S. & YLÄ-ANTTILA, P. (1997): Ulkomaiset yritykset Suomessa – onnistuneita yritysostoja vai tehokkaampaa toimintaa? ETLA keskusteluaiheita no.579.

BARNEA, A - HAUGEN, R - SENBET, L.(1985): Agency problems and financial contracting. Prentice-Hall, USA.

BREALEY, R - MYERS, S. (1991): Principles of corporate finance. MacGraw-Hill, USA.

COPELAND, T. - WESTON, F. (1992): Financial theory and corporate policy. Addison Wesley, USA.

DOUGHERTY, C (1991): Introduction to Econometrics. Oxford university press, New York, USA.

EASTERBROOK, F. (1984): Two agency costs explanations of dividends. American Economic Review vol 74 no.2.

FAMA, E. - JENSEN, M. (1983): Separation of ownership and control. Journal of Law and Economics vol. 26, 301-322.

GRANT, J. (1997): Foundations of Economic Value Added. Frank J. Fabozzi Associates, New Hope, Pennsylvania, USA.

HART, O - MOORE, J. (1995): Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management. American Economic Review vol. 85 no.3, 567-583

HAKALA, J. (1997): Osakeomistuksen jakautuminen suomalaisissa pörssiyhtiöissä. Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen julkaisema keskustelualoite no.625.

HUKARI, J. (1996): Velkapääoman vaikutuksista yrityksen monitorointiin. Helsingin yliopiston kansantaloustieteen laitoksen pro gradu-tutkielma.

IHAMUOTILA, M. (1995): Yrityksen omistus, pääomarakenne ja investoinnit. Väitöskirjan tutkimustulosten esittely. Kansantaloudellinen aikakauskirja 1/95, s. 89-92.

JENSEN, M. (1989): Eclipse of the public corporation. Harvard Business Review, september-october, 61-74.

JENSEN, M. (1986): Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. American Economic Review vol. 76 no.2, 323-329.

JENSEN, M. (1993): The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* vol XLVIII, no. 3, 831-880.

JENSEN, M. - MECKLING, W. (1976): The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

JENSEN, M. - RUBACK, R. (1983): The market for corporate control. The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, s. 5-49.

KANNIAINEN, V. (1996): Yritysjohdon kannustinpalkkaus ja päämies - agenttiteoria. Luentomuistiinpanoja mikrotalousteorian syventävältä kurssilta. Julkaistu kirjassa näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Gaudeamus.

KANNIAINEN, V. - HERNESNIEMI, H. (1986): Asset structure, indebtedness and the rate of return on capital in a sample of Finnish manufacturing firms. *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 1986/3, 278-288.

KANNIAINEN, V. - HERNESNIEMI, H. (1990): The costs of holding inventories and the demand for labour and capital under corporate taxation. *ETLA:n tutkimussarja C 55*. Eripainos no. 138. Alkuperäisjulkaisu *Canadian Journal of Economics* vol XXIII No. 1 1990.

KANNIAINEN, V - STENBACKA, R. (1996): Pankkiteoria ja pankkikriisi - onko mitään opittavissa? *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 2/96 s. 148-161.

LESKINEN, M. (1998): Valuing Finnish employee stock options. *Liiketaloustieteellinen tutkimuslaitos*, Helsinki.

LILJA, R. (1997): International equity markets - the art of the deal. *Euromoney books*, USA.

LILJEBLOM, E. (1995): Miten omistajan diversifiointi vaikuttaa yrityksen pääomarakenteeseen ja investointeihin? Kommentti Ihamuotilan väitöskirjasta, *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 1/95 s. 93-95.

MODIGLIANI, F. - MILLER, M. (1961): Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business* vol. xxxiv, no.4, 411-433.

MORCK, R. - SHLEIFER, A. - VISHNY, R. (1990): Do managerial objectives drive bad acquisitions? *Journal of Finance* vol. XLV no.1, 31 -34.

MYERS, S. - MAJLUF, N. (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* vol.13, 187-221.

MYERS, S. (1977): Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.

PAAVOLA, U. - TORPPA, P. - LUMIJÄRVI, O-P. (1997): Miten lisätä yrityksen arvoa: menetelmiä omistajien tuotto-odotusten toteuttamiseksi. *Ekonomia-sarja*, WSOY, Suomi.

PAJARINEN, M. - YLÄ-ANTTILA, P. (1998): Ulkomaalaiset yritykset Suomessa - uhka vai mahdollisuus. *Elinkeinoelämän tutkimuslaitos*, Suomi.

POHJOLA, M. (1996): Tehoton pääoma. *WSOY*, Suomi.

SHLEIFER, A. - VISHNY, R. (1989): Management entrenchment: the case of manager specific investment. *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.

SMITH, C. - WARNER, J. (1977): On financial contracting; an analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics* 7, 117-161.

STEWART, G. (1991): *The EVA management guide: the quest for value*. Harper business, USA.

STIGLITZ, J. (1985): Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit, and Banking* vol. 17, no. 2, 133-152.

VERANEN, J. (1996): Tuottoa vaativat omistajat. *Ekonomia-sarja*, WSOY, Suomi.

YLÄ-ANTTILA, P. (1998): Teknologia, globalisaatio ja kansallinen kilpailukyky. *kansantaloudellinen aikakauskirja* 1/1998, 98-108.

Lisäksi seuraavat lähteet:

Suomen Kuvalehti 24/98 s. 74-75,

Talouselämä 8/98 s. 60-61,

Talouselämä 20/1998, s. 72-73,

Verolait 1986-1997,

International monetary fund statistical yearbook 1997

Pörssikurssit vuosilta 1989-1990 HEX oy.

LIITE 1

PÄÄOMATULOVEROJÄRJESTELMÄN MUUTOS

Pääomatulojen verotuksen kehittämisen syyt ovat peräisin sekä kotimaisesta että kansainvälisestä kehityksestä. 1980-luvulla tapahtunut raha- ja pääomamarkkinoiden vapautuminen merkitsi pääomien ohjautumista niihin kohteisiin, joista oli odotettavissa suurin mahdollinen taloudellinen tuotto. Uuden verojärjestelmän ja alhaisen verokannan tarkoituksena oli saattaa verojärjestelmämme vastaamaan muissa pohjoismaissa tehtyjä samankaltaisia uudistuksia sekä tehdä se kilpailukykyiseksi kansainvälisesti. Lisäksi uudistuksen yhtenä perustavoitteena oli myös yritysten rahoitusra-
kenteen parantaminen helpottamalla riskipääoman (osakkeet) hankintaa. Tältä kannalta merkittävää oli erityisesti korkotulojen ja osinkotulojen verotuksen yhdenmukaistaminen siten, että mahdollisuus verojärjestelmän epäsymmetriasta johtuvaan veroarbitraasiin poistui. Kokonaisuudessaan pääomatulojen ja yritystulojen verotus on Suomessa kilpailukykyinen rahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta.¹

Laskelmissa käytetyt yritysveroprosentit ovat:²

1986	50 %
1987	50 %
1988	50 %
1989	50 %
1990	42 %
1991	40 %
1992	36 %
1993	25 %
1994	25 %
1995	25 %
1996	28 %
1997	28 %

¹ Arvopaperimarkkinat 2000, Valtionvarainministeriön työryhmämuistio 1998.

² Verolait 1986-1997.

LIITE 2

HUOMIOITA EMPIIRISEN AINEISTON PUUTTEISTA

Sijoitetun pääoman tuotto oli aineistossa laskettu verot huomioiden vain vuosina 1996 ja 1997. Kyseisestä epäjohtonmukaisuudesta johtuen laskin kaikki sijoitetun pääoman tuotot uudestaan siten, että summasin korkokulut, välittömät verot ja nettotuloksen. Näin saadun yhteissumman jaoin sijoitetun pääoman määrällä. Puuttuvat tiedot sijoitetusta pääomasta korvattiin siten, että jos puuttuva tieto oli aikasarjan alusta, se korvattiin seuraavan vuoden tiedolla. *Sijoitettu pääoma puuttui* lähes kaikista vuoden 1986 tiedoista. Mielestäni kyseinen menettely kuvaa yrityksen sen hetkisen sijoitetun pääoman määrää paremmin kuin vuosilta 1987-1997 laskettu sijoitetun pääoman keskiarvo. Mikäli sijoitetun pääoman arvo puuttui esimerkiksi vuodelta 1990, se korvattiin vuosien 1989 ja 1991 keskiarvolla.

Lisäksi aineistosta *puuttuneet tiedot velan keskimääräisestä korosta* on korjattu laskemalla keskiarvo kaikista velan keskimääräisistä korkomenoista. Keskiarvoksi saatiin noin 7 %. Tämä on tärkeää siksi, että laskematta jäisi mahdollisimman vähän keskimääräisiä pääomakustannuksia (WACC).

Laskettaessa keskimääräistä EVA:a, omavaraisuusastetta, WACC:ia, sijoitettua pääomaa ja sijoitetun pääoman tuotto prosenttia suomalaisomisteisille ja ulkomaalaisomisteisille yrityksille kullekin vuodelle vuodesta 1986-1997 havaitsin seuraavia puutteita: (luvut noin)

- 1986-1989 väliseltä ajalta ei mainittavia puutteita
- 1991 suomalaisomisteisista yrityksistä puuttui 13 havaintoa 98 havainnosta (13 %) ja ulkomaalaisomisteisista yrityksistä 1 havainto
- 1992 suomalaisista yrityksistä puuttui 4 havaintoa 360 havainnosta (1 %)
- 1993 ei mainittavia puutteita
- 1994 suomalaisista yrityksistä puuttui 3 havaintoa 314 havainnosta (1 %)
- 1995 suomalaisista yrityksistä puuttui 23 havaintoa 314 havainnosta (7 %) ja ulkomaalaisista 19 havaintoa 140 havainnosta (13,5 %)
- 1996 ulkomaalaisista yrityksistä puuttui 26 havaintoa 151 havainnosta (17%) ja suomalaisista yrityksistä puuttui 23 havaintoa 351 havainnosta (6,5 %) paitsi suomalaisten yritysten sijoitetun pääoman tuotosta puuttui 48 havaintoa (13,7 %)
- 1997 ulkomaalaisista yrityksistä puuttui noin 22 havaintoa 177 havainnosta (12 %) ja suomalaisomisteisista yrityksistä puuttui 20 havaintoa 356 havainnosta (5,6 %) paitsi suomalaisten yritysten sijoitetun pääoman tuotosta puuttui 60 havaintoa (16,7 %).

- *Toimialatarkastelussa* yhteensä 5177 havainnosta puuttui 166 havaintoa.

LIITE 3

HAVAINNOT KANNATTAVUUDESTA ENNEN YRITYSKAUPPAA JA YRITYSKAUPAN JÄLKEEN

Aakkostusnimi	Omistus	Toimiala	Tilinpäätös	EVA, milj.	Sij.Pääoma	Omv.aste
FAZER MUSIIKKI*	Suomi	Tukkukauppa	9203	-12	147	41
FAZER MUSIIKKI*	Suomi	Tukkukauppa	9303	6	138	46
WARNER MUSIC F	USA	Tukkukauppa	9611	-10	100	15
WARNER MUSIC F	USA	Tukkukauppa	9712	-6	100	15
PUOLIMATKA*	Suomi	Rakennus, raker	9212	-215	2226	11
PUOLIMATKA*	Suomi	Rakennus, raker	9312	-368	2802	6
PUOLIMATKA*	Suomi	Rakennus, raker	9412	-77	1966	12
NCC-PUOLIMATKA	Ruotsi	Rakennus, raker	9512	21	145	35
NCC-PUOLIMATKA	Ruotsi	Rakennus, raker	9612	2	145	40
NCC-PUOLIMATKA	Ruotsi	Rakennus, raker	9712	10	173	30
STARCKJOHANN*	Suomi	Tukkukauppa	9612	50	877	29
STARCKJOHANN*	Ruotsi	Tukkukauppa	9712	68	951	31
FINOTRA *	Suomi	Tietotekniikka	8712	42	430	45
FINOTRA *	Suomi	Tietotekniikka	8812	34	391	49
FINOTRA *	Suomi	Tukkukauppa	9412	35	218	28
FINOTRA *	Ranska	Tukkukauppa	9512	28	218	34
FINOTRA *	Ranska	Tukkukauppa	9612	3	220	25
FINOTRA *	Ranska	Tukkukauppa	9712	18	204	31
FACIDATA*	Suomi	Tietotekniikka	9303	-4	18	1
FACIDATA*	Suomi	Tietotekniikka	9403	2	19	5
FACIDATA*	Suomi	Tietotekniikka	9503	15	25	17
FACIDATA*	Ruotsi	Tietotekniikka	9603	13	35	21
WM-DATA FACI	Ruotsi	Tietotekniikka	9612	12	40	25
WM-DATA FACI*	Ruotsi	Tietotekniikka	9712	26	37	20
TAMPELLA*	Suomi	Moniala	9412	-327	2683	26
TAMPELLA*	Suomi	Metalli	9512	-185	2460	14
TAMPELLA*	Suomi	Metalli	9612	132	2599	18
TAMROCK*	Ruotsi	Metalli	9712	140	2579	28
LABSYSTEMS	Suomi	Metalli	9012	7	375	14
LABSYSTEMS	Suomi	Metalli	9112	12	316	15
LABSYSTEMS	Suomi	Metalli	9212	17	331	16
LABSYSTEMS	Suomi	Metalli	9312	13	277	12
LABSYSTEMS	Iso-Britar	Metalli	9412	13	223	21
LABSYSTEMS	Iso-Britar	Metalli	9512	7	219	31
LABSYSTEMS*	USA	Metalli	9612	37	211	27

RAPALA-NORMAR	Suomi	Metalli	9107	-5	429	22
RAPALA-NORMAR	Suomi	Metalli	9307	-4	543	20
RAPALA-NORMAR	Suomi	moniala	9407	35	510	27
RAPALA-NORMAR	USA	Moniala	9507	-15	228	23
RAPALA GROUP*	USA	Moniala	9607	94	206	19
RAPALA GROUP*	USA	Moniala	9707	73	486	20
SPEDITOR*	Suomi	Kuljetus ja huol	8612	-		25
SCANSPED GROUP	Ruotsi	Kuljetus ja huol	9212	19	348	10
SCANSPED GROUP	Ruotsi	Kuljetus ja huol	9312	53	348	22
SCANSPED GROUP	Ruotsi	Kuljetus ja huol	9412	118	333	33
SCANSPED GROUP	Ruotsi	Kuljetus ja huol	9512	117	399	49
PANDA*	Suomi	Elintarvike	9212	5	146	5
PANDA*	Suomi	Elintarvike	9312	11	150	8
PANDA*	Suomi	Elintarvike	9412	-2	143	6
PANDA*	Norja	Elintarvike	9512	-4	69	9
PANDA*	Norja	Elintarvike	9612	6	129	11
PANDA*	Norja	Elintarvike	9712	12	149	17
STV-YHTIÖT*	Suomi	Palvelu	8812	1	95	18
STV-YHTIÖT*	Suomi	Palvelu	8912	6	101	19
STV-YHTIÖT*	Suomi	Palvelu	9012	5	109	19
STV-YHTIÖT*	Suomi	Palvelu	9112	7	111	23
STV-YHTIÖT*	Suomi	Palvelu	9212	2	125	28
STV-YHTIÖT*	Ruotsi	Palvelu	9312	-1	128	35
STV-YHTIÖT*	Ruotsi	Palvelu	9412	14	102	42
STV-YHTIÖT*	Ruotsi	Palvelu	9512	28	83	46
SECURITAS-YHTIÖT*	Ruotsi	Palvelu	9612	26	71	40
SECURITAS-YHTIÖT*	Ruotsi	Palvelu	9712	28	79	34
KESKUSAUTOHAL	Suomi	Autokauppa	8712	5	44	12
KESKUSAUTOHAL	Suomi	Autokauppa	8812	7	52	12
KESKUSAUTOHAL	Suomi	Autokauppa	8912	1	63	9
KESKUSAUTOHAL	Suomi	Autokauppa	9012	-9	57	2
KESKUSAUTOHAL	Ruotsi	Autokauppa	9112	-1	53	8
KESKUSAUTOHAL	Ruotsi	Autokauppa	9212	-27	49	39
KESKUSAUTOHAL	Ruotsi	Autokauppa	9312	-5	46	1
KESKUSAUTOHAL	Ruotsi	Autokauppa	9412	8	47	10
AURESKOSKI	Suomi	Metsä	8912	7	88	29
AURESKOSKI	Suomi	Metsä	9012	2	88	29
AURESKOSKI	Suomi	Metsä	9112	-15	89	24
AURESKOSKI	Suomi	Metsä	9212	-4	83	15
AURESKOSKI	Ruotsi	Metsä	9312	2	85	19
AURESKOSKI	Ruotsi	Metsä	9512	13	105	44
AURESKOSKI*	Ruotsi	Metsä	9612	0	117	38
AURESKOSKI*	Ruotsi	Metsä	9712	23	161	32

AVAIN-VAUNU	Suomi	Autokauppa	9304	3	27	1
AVAIN-VAUNU	Ruotsi	Autokauppa	9512	2	31	12
METALLIYHTYMA	Suomi	Tukkukauppa	9212	6	38	54
METALLIYHTYMA	Ruotsi	Tukkukauppa	9312	4	38	56
METALLIYHTYMA	Ruotsi	Tukkukauppa	9412	0	38	48
NIELSEN HENRY*	Suomi	Kuljetus ja huol	9309	-14	132	3
NIELSEN HENRY*	Suomi	Kuljetus ja huol	9409	-4	84	2
NIELSEN GLOBAL	USA	Kuljetus ja huol	9603	2	5	1
NIELSEN GLOBAL	USA	Kuljetus ja huol	9705	-5	8	6
IDMAN*	Suomi	Metalli	9212	2	134	48
IDMAN*	Hollanti	Metalli	9312	2	134	58
IDMAN*	Hollanti	Metalli	9412	6	119	55
IDMAN*	Hollanti	Metalli	9512	12	115	40
IDMAN*	Hollanti	Metalli	9612	-2	88	57
IDMAN	Hollanti	Metalli	9712	2	80	62
PARTEK SEMENTI	Suomi	Rakennus, raker	9212	-39	831	15
PARTEK SEMENTI	Ruotsi	Rakennus, raker	9312	-30	831	24
LOHJA RUDUS*	Suomi	Rakennus, raker	9212	-98	1224	23
LOHJA RUDUS*	Ruotsi	Rakennus, raker	9312	-142	1224	35
LOHJA RUDUS*	Ruotsi	Rakennus, raker	9412	-60	910	64
LOHJA RUDUS*	Ruotsi	Rakennus, raker	9512	-16	518	76
LOHJA RUDUS*	Ruotsi	Rakennus, raker	9612	-21	566	83
LOHJA RUDUS*	Ruotsi	Rakennus, raker	9712	3	657	81
POLARKESTI*	Suomi	Palvelu	9112	7	51	47
POLARKESTI*	Suomi	Palvelu	9212	6	51	44
POLARKESTI*	Ranska	Palvelu	9508	-4	52	42
POLARKESTI*	Ranska	Palvelu	9608	-4	52	42
POLARKESTI*	Ranska	Palvelu	9708	3	55	41
FAZER KEKSIT*	Suomi	Elintarvike	9312	20	157	43
FAZER KEKSIT*	Iso-Britan	Elintarvike	9412	12	157	50
FAZER KEKSIT*	Iso-Britan	Elintarvike	9512	21	145	65
FAZER KEKSIT*	Iso-Britan	Elintarvike	9612	4	118	54
FAZER KEKSIT*	Iso-Britan	Elintarvike	9712	-19	123	41

KCI-KONECRANES	Ruotsi	metalli	9412	80	536	34
KCI-KONECRANES	Ruotsi	Metalli	9512	91	536	40
KCI-KONECRANES	Suomi	Metalli	9612	176	606	42
KCI-KONECRANES	Suomi	Metalli	9712	129	707	44
REIMA-TUTTA	Suomi	TeVaNaKe	9412	16	50	31
REIMA-TUTTA	Suomi	TeVaNaKe	9512	19	61	45
REIMA-TUTTA*	Tanska	TeVaNaKe	9612	16	67	50
REIMA-TUTTA*	Tanska	TeVaNaKe	9712	10	89	38
MARTIS	Suomi	Sähkö ja elektro	9205	-4	104	34
MARTIS	Suomi	Sähkö ja elektro	9305	117	104	71
MARTIS	USA	Sähkö ja elektro	9405	138	129	60
MARTIS	USA	Sähkö ja elektro	9412	104	141	36
MARTIS*	USA	Sähkö ja elektro	9512	196	395	65

ELINKEINOELÄMÄN TUTKIMUSLAITOS (ETLA)
THE RESEARCH INSTITUTE OF THE FINNISH ECONOMY
LÖNNROTINKATU 4 B, FIN-00120 HELSINKI

Puh./Tel. (09) 609 900
Int. 358-9-609 900
<http://www.etla.fi>

Telefax (09) 601753
Int. 358-9-601 753

KESKUSTELUAIHEITA - DISCUSSION PAPERS ISSN 0781-6847

- No 618 ATRO MÄKILÄ, Vakuutusyhtiöiden osaamistarpeiden ennakointi - kyselytutkimus. 30.09.1997. 28 s.
- No 619 RITA ASPLUND, The Disappearing Wage Premium of Computer Skills. 03.10.1997. 22 p.
- No 620 ERKKI KOSKELA - MARKKU OLLIKAINEN, Optimal Public Harvesting in an Economy with Multiple-use Forestry. 13.10.1997. 26 p.
- No 621 WANG HUIJIONG - LI SHANTONG, Prospects and Problems of China's Economy. 06.10.1997. 38 p.
- No 622 BIRGITTA BERG-ANDERSSON, Comparative Evaluation of Science & Technology Policies in Lithuania, Latvia and Estonia. 08.12.1997. 76 p.
- No 623 MARKKU KOTILAINEN, Etelä-Suomen talousnäkymät vuosina 1997-2001. 12.12.1997. 10 s.
- No 624 JOHANNA POHJOLA, CO₂-päästöjen vähentämisen kansantaloudelliset vaikutukset: Tuloksia polttoainerakenteen muutokset huomioonottavasta CGE-mallista. 18.12.1997. 52 s.
- No 625 JANNE HAKALA, Osakeomistuksen jakautuminen suomalaisissa pörssiyrityksissä. 31.12.1997. 84 s.
- No 626 ANNE ERONEN, Yrityksen henkisen pääoman arviointi - malleja ja tunnuslukuja. 12.01.1998. 40 s.
- No 627 MARKKU KOTILAINEN, Economic Policy in EMU. 12.01.1998. 12 p.
- No 628 COLIN HAZLEY- INKERI HIRVENSALO, Barriers to Foreign Direct Investment in the Baltic Sea Region. 02.02.1998. 92 p.
- No 629 OLAVI RANTALA, Asuntokysyntään vaikuttavat tekijät ja sen kehitys talouden pitkän ajan kasvu-uralla. 29.01.1998. 60 s.
- No 630 PEKKA VALKONEN, Mitä suomalaisten yritysten patentointi kertoo kemian teknologian tasosta? 06.02.1998. 33 s.
- No 631 SOILI LEHTONEN - EERO LAESTERÄ, Kannattaako kotityö? Kotityön ja vapaa-ajan hinnoittelu ja tulonsiirtojärjestelmien yhteisvaikutus eri tulotasoilla. 26.02.1998. 33 s.

- No 632 DAINIUS BERNOTAS - ARVYDAS GUOGIS - ROMAS LAZUTKA, Social Security in Lithuania: A Review. 27.02.1998. 27 p.
- No 633 AUDRONE MORKUNIENE, The Lithuanian Pension System and Alternatives for the Future. 27.02.1998. 25 p.
- No 634 MIKA MALIRANTA, Factors of Productivity Performance by Plant Generation: Some findings from Finnish manufacturing. 05.03.1998. 25 p.
- No 635 RITA ASPLUND, Paikkaliikkuvuus Suomessa. 12.03.1998. 20 s.
- No 636 JUKKA LASSILA, Wage Formation by Majority Voting and The Incentive Effects of Pensions and Taxation. 19.03.1998. 26 p.
- No 637 KIMMO LAHTI-NUUTTILA, Yrityksen ympäristökilpailukyvyn teoreettinen tarkastelu. 27.04.1998. 35 s.
- No 638 OLAVI RANTALA, Kotitalouksien varallisuus 1980-1996. 04.05.1998. 22 s.
- No 639 MARKKU PULLI, Ulkomaalaisomistuksen lisääntyminen Suomessa. 12.05.1998. 15 s.
- No 640 JOHANNA ALATALO - KARI ALHO, Kaupan tuottavuuskehityksen kokonaistaloudelliset vaikutukset. 20.05.1998. 51 s.
- No 641 JUHA HONKATUKIA, Arvioita ilmastotavoitteen kokonaistaloudellisista vaikutuksista Suomessa. 26.05.1998. 17 s.
- No 642 MARIANNE PAASI, Exporting, Learning Investment and Competitiveness of Firms - Business Survey Results in Estonia. 06.07.1998. 28 p.
- No 643 MIKKO MÄKINEN, Suomen viennin rakennemuutos ja klustereiden vientimenestys 1990-luvulla. 10.08.1998. 57 s.
- No 644 RAITA KARNITE, Latvia on the Path to Transformation. 28.08.1998. 16 p.
- No 645 ANSSI PARTANEN, Trade Potential around The Baltic Rim: A Two-model Experiment. 21.09.1998. 24 p.
- No 646 KIMMO LAHTI-NUUTTILA, Suomalaisen paperi- ja selluteollisuuden ympäristöstrategiaan vaikuttavia tekijöitä. 08.10.1998. 67 s.
- No 647 OLLI RÄMÄ, Yritysten kannattavuus osakkeenomistajien näkökulmasta - vertailu suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten välillä. 19.10.1998. 64 s.

Elinkeinoelämän Tutkimuslaitoksen julkaisemat "Keskusteluaiheet" ovat raportteja alustavista tutkimustuloksista ja väliraportteja tekeillä olevista tutkimuksista. Tässä sarjassa julkaistuja monisteita on mahdollista ostaa Taloustieto Oy:stä kopiointi- ja toimituskuluja vastaan hintaan.

Papers in this series are reports on preliminary research results and on studies in progress. They are sold by Taloustieto Oy for a nominal fee covering copying and postage costs.

d:\ratapalo\DP-julk.sam/19.10.1998