

Eetu Juntunen

KESTÄVIEN KILPAILUETUJEN MITTAAMINEN JA ARVIOIMINEN

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Pro gradu -tutkielma
Tammikuu 2024

TIIVISTELMÄ

Eetu Juntunen: Kestävien kilpailuetujen mittaaminen ja arvioiminen

Pro gradu -tutkielma

Tampereen yliopisto

Kauppätieteiden tutkinto-ohjelma; yrityksen laskentatoimi

Ohjaaja: Kihn, Lili-Anne

Tammikuu 2024

Kestävät kilpailuedut ovat olleet tiedeyhteisön ja yritysmaailman kiinnostuksen kohteena jo vuosikymmenien ajan, mutta ilmiö on niin monimutkainen ja laaja, ettei siitä ole vielä saavutettu selkeää käsitystä. Kestävillä kilpailueduilla tarkoitetaan sellaisia tekijöitä, joiden avulla yritykset saavat pitkäkestoisen etulyöntiaseman kilpailijoihin nähden. Kestävien kilpailuetujen katsotaan johtavan ylivertaiseen taloudelliseen suorituskykyyn.

Tämän tutkielman tarkoituksena on lisätä ymmärrystä kestävästä kilpailueduista. Tutkielma toteutettiin mittaamalla ja arvioimalla suuren yritysjoukon taloudellista suorituskykyä ja sen taustalla vaikuttavia tekijöitä. Tutkimusmenetelmänä käytetään monimenetelmätutkimusta, jossa yhdistetään kvalitatiivisia ja kvantitatiivisia lähestymistapoja. Ensimmäisenä tavoitteena on määrittää millä tarkastelujoukon yrityksillä on kestäviä kilpailuetuja. Toisena tavoitteena on määrittää näiden kestävien kilpailuetujen lähteet.

Tutkielman teoreettisessa osassa tarkastellaan kestävien kilpailuetujen mittaamista ja arvioimista laskentatoimen, rahoituksen, taloustieteen ja strategisen johtamisen teorioiden kautta. Tutkimusaineistona käytettiin 84 suomalaisen pörssiyrityksen tilinpäätöksiä vuosilta 2013–2022. Kestäviä kilpailuetuja mitattiin sijoitetun pääoman tuottoasteella (ROIC), liikevoittoprosentilla (EBIT-%) ja taloudellisen lisäarvon mittarilla (EVA). Kestävien kilpailuetujen lähteitä arvioitiin taloustieteen ja strategisen johtamisen mallien avulla. Tutkimustulosten analysoimisessa käytettiin teoriaohjaavaa sisällönanalyysia sekä tilinpäätösanalyysia.

Mittaustulosten perusteella KONEella, Revenio Groupilla ja Orionilla on tarkastelujaksolla ollut kestäviä kilpailuetuja. Revenio Groupilla ja Orionilla näytti olleen vahvaa hinnoitteluvoimaa, kun taas KONE erottui kyvyssään käyttää pääomaa poikkeuksellisen tehokkaasti. Tutkimustulosten perusteella kestäviä kilpailuetuja esiintyi vakaissa ja hitaasti muuttuvissa ympäristöissä. Tutkielmassa ei kyetty tarkasti määrittämään kestävien kilpailuetujen lähteitä. Tämä saattaa johtua siitä, että niitä ei voida selvittää pelkästään julkisesti saatavilla olevan informaation perusteella tai siitä, että kestävät kilpailuedut olivat syntyneet ainutlaatuisissa historiallisissa olosuhteissa joko polkuriippuvaisen tai stokastisen prosessin seurauksena.

Avainsanat: kestävä kilpailuetu, ylivertainen taloudellinen suorituskyky, sijoitetun pääoman tuottoaste

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla

SISÄLLYSLUETTELO

1 Johdanto	1
1.1 Tutkimuksen aiheen merkitys	1
1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset.....	3
1.3 Tutkimusmenetelmä	5
1.4 Tutkielman kulku	7
2 Tutkielman teoreettinen viitekehys.....	8
2.1 Kestävien kilpailuetujen mittaaminen	8
2.1.1 Tilinpäätökselliset kannattavuusmittarit.....	8
2.1.2 Taloudellinen lisäarvo	13
2.2 Kestävien kilpailuetujen arviointi	16
2.2.1 Markkinamuotojen mallit	16
2.2.2 Viiden markkinavoiman malli	19
2.2.3 Resurssiperusteinen teoria	22
2.2.4 Dynaamisten kyvykkyyksien näkökulma	28
2.3 Yhteenveto teoreettisesta viitekehuksesta	31
3 Tutkielman empiirinen osuus.....	35
3.1 Tutkimusaineisto ja aineiston keruu.....	35
3.2 Aineiston analysointi.....	36
3.2.1 Teoriaohjaava sisällönanalyysi	36
3.2.2 Tilinpäätösanalyysi	38
3.3 Tutkielman validiteetti ja reliabiliteetti	41
4 Tutkielman tulokset.....	45
4.1 Sijoitetun pääoman tuottoaste	45
4.2 Taloudellinen lisäarvo	55
4.3 Liikevoittoprosentti	62
4.4 Teoreettiset mallit.....	64
4.5 Yhteenveto tutkielman tuloksista	69
5 Yhteenveto ja johtopäätökset	71
Lähdeluettelo.....	75

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen aiheen merkitys

Kilpailuedut ovat olleet tiedeyhteisön ja yritysmaailman kiinnostuksen kohteena jo vuosikymmenien ajan, mutta ilmiö on niin monimutkainen ja laaja, ettei siitä ole vieläkään saavutettu selkeää käsitystä. Aikaisemmassa kirjallisuudessa kilpailueduilla tarkoitetaan sellaisia tekijöitä, joiden avulla yritykset saavat etulyöntiaseman kilpailijoihin nähden (ks. esim. Bain 1956; Porter 1980, 1985; Rumelt 1991; Barney 1991; Barney & Clark 2007; Teece, Pisano & Shuen 1997; Teece 2007). Strategisen johtamisen tutkimusten mukaan kilpailuedut johtavat ylivertaiseen taloudelliseen suorituskykyyn (Powell 2001, 875). *Kestävien* kilpailuetujen konsepti esiteltiin ensimmäisen kerran Michael Porterin kirjassa *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance* (1985). Kestävillä kilpailueduilla tarkoitetaan ajallisesti pitkäkestoista ylivertaista taloudellista suorituskykyä (Rumelt 1991, 167).

Tässä tutkielmassa kestäviä kilpailuetuja tarkastelevat strategisen johtamisen tutkimussuuntaukset jaetaan taloustieteen markkinamalleihin perustuvaan viiden markkinavoiman malliin (ks. esim. Porter 1980, 1985, 2008) ja yrityksen sisäisiä resursseja ja kyvykkyyksiä tarkastelemaan resurssiperusteiseen teoriaan (ks. esim. Wernerfelt 1984, Barney 1986, 1991). Tässä tutkielmassa tarkastellaan molempia tutkimussuuntauksia, sillä yksittäinen tutkimussuuntaus ei välttämättä riitä kestävien kilpailuetujen arvioimiseen. Resurssiperusteinen teoria ei sovellu tarkasteltaessa monopolitilannetta, kun taas markkinaperusteiset mallit eivät sovellu kilpailullisten markkinoiden tarkasteluun (Barney & Clark 2007, 4). Näin ollen näiden suuntausten tulisi toimia komplementteina toisilleen (Huang, Dyerson, Wu & Harindranath 2015, 6). Molempien tutkimussuuntausten mukaan yrityksen perustavanlaatuinen tavoite on voiton maksimointi (Connor 1991, 143–144). Molempia tutkimussuuntauksia yhdistää myös keskittyminen niihin tekijöihin, joiden avulla yritykset voi saavuttaa ylivertaista taloudellista suorituskykyä (Huang ym. 2015, 6).

Kestävien kilpailuetujen tarkastelu on tärkeää myös johdon laskentatoimen näkökulmasta. Johdon laskentatoimen tehtävänä on mitata, analysoida ja raportoida sekä taloudellista että ei-taloudellista informaatiota. Sen keskeisenä tarkoituksena on auttaa johtajia saavuttamaan organisaation tavoitteet. (Bhimani, Horngren, Datar & Rajan 2019, 3.) Laskentatoimi auttaa päätöksenteossa näyttämällä missä ja miten yritykset käyttävät varojaan ja tekevät sitoumuksia, sekä tarjoamalla informaatiota taloudellisen suorituskyvyn arvioimiseksi (Horngren, Sunden, Elliott & Philbrick 2012, 21). Kestäviä kilpailuetuja on mitattu aikaisemmissa tutkimuksissa muun muassa sijoitetun pääoman tuottoasteella (ks. esim. Damodaran 2007; Lubis & Rokhim 2021) ja taloudellisen lisäarvon mittarilla (ks. esim. Grabowska 2014; Mohammad & Wasiuzzaman 2021). Sijoitetun pääoman tuottoastetta on esitetty parhaaksi mittariksi kestävien kilpailuetujen mittaamiseen (ks. esim. Hill, Schilling & Jones 2019; Maubossin & Callahan 2022).

Barneyn (1991, 102) mukaan yrityksellä on kilpailuetuja silloin, kun se toteuttaa arvoa luovaa strategiaa, jota kilpailijat eivät implementoi samaan aikaan. Yrityksen strategia on teoria siitä, miten se voi saavuttaa kilpailuetuja. Tämä teoria perustuu oletuksiin ja hypoteeseihin siitä, miten kilpailu yrityksen markkinalla tulee kehittymään. Mitä paremmin nämä teoriat ja hypoteesit vastaavat todellisuutta sitä todennäköisemmin yritys tulee saavuttamaan kilpailuetuja implementoimalla näitä strategioita. (Barney & Hesterly 2019, 26.) Laskentatoimen kirjallisuuden mukaan yrityksen strategia kertoo siitä, miten yritys käyttää kyvykkyyksiään mahdollisuuksien hyödyntämiseksi markkinoilla (Bhimani ym. 2019, 6). Tässä tutkielmassa kestäviä kilpailuetuja tutkitaan käyttäen laskentatoimen mittareita sekä strategisen johtamisen ja taloustieteen malleja. Suomalaisessa kontekstissa aiheesta ei ole tietävästi tehty aiemmin tieteellistä tarkastelua.

Monissa aikaisemmissa tutkimuksissa on pyritty määrittämään ne tekijät, jotka toimivat kestävien kilpailuetujen lähteinä. Kestävien kilpailuetujen lähteiksi on esitetty muun muassa tiedonjakamista ja innovatiivista kulttuuria (ks. Arsawan, Koval, Rustiarini, Supartha & Suryantini 2022), henkilöstöresursseja (ks. Collins 2021) ja tekoälyä (ks. Wamba-Taguimdje, Fosso Wamba, Kala Kamdjoug & Tchatchouang Wanko 2020; Black & van Esch 2020; Chatterjee, Rana, Tamilmani & Sharma 2021). Näitä tutkimuksia yhdistää se, että niissä määritetään teoreettisesti mikä tekijä toimii kestävien

kilpailuetujen lähteenä ja tämän jälkeen tarkastellaan sen vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Tässä tutkielmassa ilmiötä tarkastellaan päinvastaisesti. Ensin määritellään, millä yrityksillä on kestäviä kilpailuetuja, ja sen jälkeen tutkitaan mitkä tekijät toimivat näiden kestävien kilpailuetujen lähteinä. Tämä lähestymistapa saattaa tarjota uusia oivalluksia kestävästä kilpailueduista, koska siihen ei sisälly oletusta jonkin yksittäisen tekijän vaikutuksesta yrityksen suorituskyykyyn.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset

Kauppatieteellisen tutkimuksen tulisi ennen kaikkea lisätä ymmärrystä yhteiskunnasta ja talouselämästä (Koskinen, Alasuutari & Peltonen 2005, 229). Tämän tutkielman tavoitteena on lisätä ymmärrystä yritysten kestävästä kilpailueduista mittaamalla ja arvioimalla laajan yritysjoukon taloudellista suorituskyykyä ja sen taustalla olevia tekijöitä. Tutkielman tavoitteen pohjalta muodostui kaksi tutkimuskysymystä:

1. Millä tarkastelujoukon yrityksillä on ollut kestäviä kilpailuetuja?
2. Mitkä asiat ovat toimineet näiden kestävien kilpailuetujen lähteenä?

Ensimmäiseen tutkimuskysymykseen pyritään vastaamaan mittaamalla suuren yritysjoukon taloudellista suorituskyykyä pitkällä aikavälillä. Mittaamisen tarkoituksena on määrittää mahdollisesti poikkeuksellisen korkeaan taloudelliseen suorituskyykyyn kykeneviä yrityksiä. Pitkäkestoista yliveraista taloudellista suorituskyykyä voidaan pitää merkkinä kestävästä kilpailueduista. Tämä perustuu oletukseen, jonka mukaan pitkäkestoinen ylivertainen taloudellinen suorituskyyky johtuu kestävästä kilpailueduista eikä esimerkiksi poikkeuksellisen suotuisista markkinaolosuhteista.

Toiseen tutkimuskysymykseen pyritään vastaamaan selvittämällä mittarien taustalla olevia tekijöitä ja arvioimalla kestävien kilpailuetujen lähteitä erilaisten teoreettisten mallien avulla. Arvioimisen tarkoituksena on täydentää mittaamisen puutteita sekä lisätä ymmärrystä kestävien kilpailuetujen taustalla olevista tekijöistä. Taustalla on ajatus siitä, että mittaaminen tai laadullinen arviointi ei yksinään ole riittävää kestäviä kilpailuetuja arvioitaessa. Tässä tutkielmassa aineisto on rajattu pelkästään julkisesti saatavilla olevaan informaatioon.

Tutkimusaineiston ulkopuolelle on rajattu yritykset, joilta ei ollut saatavilla IFRS-standardein laadittuja raportteja koko tarkasteluajanjakson ajalta. Näin ollen aineiston ulkopuolelle jäävät kaikki Helsingin pörssiin listaamattomat yritykset. Tämä tarkoittaa sitä, että tarkastelun ulkopuolelle jää muun muassa pienet ja keskisuuret yritykset sekä julkisen sektorin yritykset. Aineisto on rajattu osakeyhtiömuotoisiin yrityksiin, jolloin tarkastelun ulkopuolelle jää muun muassa osuuskunnat ja henkilöyhtiöt. Aineiston ulkopuolella on myös Helsingin pörssiin listatut pankit, vakuutusyhtiöt ja varainhoitoyhtiöt. Tämä rajaus perustuu siihen, että liiketoiminnan luonteeltaan tämän tyyppisten yritysten kestäviä kilpailuetuja ei voida arvioida tässä tutkielmassa käytettävien menetelmin. Tutkimusaineisto kuvaa siis pääosin suuria yksityisomisteisia yrityksiä. Tutkimusaineisto on rajattu suomalaisiin yrityksiin. Tutkimusaineiston tarkasteluajanjakson pituus on rajattu kymmeneen vuoteen.

Tutkimusaineiston yritykset valittiin siten, että ne olivat koko tarkasteluajanjakson ajan listattuna Helsingin pörssiin ja niiltä löytyi jokaiselta vuodelta IFRS-standardien mukaisesti laadittu tilinpäätös. Tarkastelu kohdistuu julkisesti noteerattuihin yrityksiin, koska niiltä löytyy standardoidut raportit jokaiselta tarkasteluajanjakson vuodelta. Kestävien kilpailuetujen mittaaminen ja arvioiminen on vaivattomampaa ja luotettavampaa kun kaikki tarkastelujoukon yritykset noudattavat samoja tilinpäätösstandardeja.

Tutkimusaineiston suuri koko oli tarkoituksellinen valinta, jotta voitaisiin kasvattaa todennäköisyyttä sille, että edes muutamalla tarkastelujoukon yrityksellä on kestäviä kilpailuetuja. Aineiston suuri koko auttaa myös suhteuttamaan kestäviä kilpailuetuja omaavien yritysten taloudellisen suorituskyvyn keskimääräiseen taloudelliseen suorituskykyyn. Tämän lisäksi suuri tarkastelujoukko vähentää poikkeamien vaikutusta keskiarvoon, mikä helpottaa kestävien kilpailuetujen arvioimista. Lyhyen ajanjakson mittaukset eivät ole riittäviä kestävien kilpailuetujen arvioimiseen, minkä takia tässä tutkielmassa käytetään pitkää tarkasteluajanjaksoa. Vielä pidempi tarkasteluajanjakso pienentäisi todennäköisyyttä sille, että yritysten yliverainen taloudellinen suorituskyky johtuu jostain muusta kuin kestävästä kilpailueduista. Käytännön ongelmaksi tuli se, että tarkastelujoukon koko supistui merkittävästi ajanjaksoa pidennettäessä. Kymmenen vuoden tarkasteluajanjakso valittiin kompromissina tarkasteltavien yritysten määrän ja tarkasteluajanjakson pituuden välillä.

1.3 Tutkimusmenetelmä

Jotta aineistossa olevat havainnot voidaan erottaa tutkimuksen tuloksista, tarvitaan selkeä tutkimusmenetelmä. Menetelmä koostuu niistä käytännöistä ja operaatioista, joiden avulla tutkija tuottaa havaintoja, sekä niistä säännöistä, joiden mukaan näitä havaintoja voi edelleen muokata ja tulkita, niin että voidaan arvioida niiden merkitystä johtolankoina. (Alasuutari 1999, 82.) Tieteelliset tutkimukset jaetaan tyypillisesti kvantitatiiviseen eli määrälliseen ja kvalitatiiviseen eli laadulliseen tutkimukseen (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2007, 121). Kvantitatiivinen ja kvalitatiivinen menetelmä erotetaan usein siten, että toinen perustuu numeeriseen aineistoon ja toinen ei-numeeriseen aineistoon (Saunders, Lewis & Thornhill 2016, 176).

Jako kvantitatiiviseen ja kvalitatiiviseen menetelmään vastaa kuitenkin heikosti todellisuutta. Kaikessa ihmistieteellisessä tutkimuksessa on paljon samankaltaisuuksia, kuten pyrkimys loogiseen todisteluun sekä objektiivisuuteen siinä mielessä, että tutkijat perustavat johtopäätökset ja päätelmät havaintoihin eikä omiin subjektiivisiin mieltymyksiin tai arvolähtökohtiinsa (Alasuutari 1999, 32.) Oleellista on, että tutkimuksen antama kuva tuo esille tutkitun ilmiön olennaiset piirteet ja kuvaa periaatteet, jotka ohjaavat niiden suhteita (Koskinen ym. 2005, 252).

Tämän tutkielman tutkimusprosessin jokaisessa vaiheessa hyödynnetään sekä kvantitatiivisia että kvalitatiivisia menetelmiä. Kvantitatiivisia ja kvalitatiivisia menetelmiä hyödyntävää tutkimusmenetelmää kutsutaan monimenetelmätutkimukseksi (ks. esim. Webb, Campbell, Schwartz & Sechrest 1966; Ryan, Theobald & Scapens 2002; Ihantola & Kihn 2012; Creswell & Clark 2018). Monimenetelmätutkimuksen vahvuutena on mahdollisuus saavuttaa täydellisempi ymmärrys ilmiöstä kuin mitä kapeammalla metodologisella lähestymistavalla olisi mahdollista (Webb ym. 1966). Tässä tutkielmassa käytetään monimenetelmätutkimusta, koska se mahdollistaa monimutkaisen ilmiön tarkastelemisen monipuolisemmin kuin mitä kvalitatiivinen tutkimus tai kvantitatiivinen tutkimus yksinään pystyisi. Monimenetelmätutkimus mahdollistaa myös useiden erilaisten teoreettisten viitekehysten yhdistämisen. Monimenetelmätutkimuksen

ymmärtäminen vaatii ymmärrystä sekä kvantitatiivisesta tutkimusmenetelmästä että kvalitatiivisesta tutkimusmenetelmästä.

Kvantitatiiviselle tutkimukselle ominaista on muun muassa hypoteesien esittäminen, käsitteiden määrittely, aineiston käsittely ja analysointi numeerisesti, tilastollinen analysointi sekä laaja tutkimusaineisto (Hirsjärvi ym. 2007, 140). Kvantitatiivisen menetelmän tyypillisiä piirteitä ovat deduktiivisuus, syy-seuraussuhteet ja käsitys siitä, että todellisuus rakentuu objektiivisista tosiasioista (Hirsjärvi ym. 2007, 135). Kvantitatiivisen tutkimuksen tutkimusyksiköille annetaan arvoja useilla eri muuttujilla, ja itse analyysi on näiden muuttujien välisten yhteyksien etsimistä. Klassisessa kontrolloidussa kokeessa lähdetään hypoteesista, jonka mukaan riippumaton muuttuja vaikuttaa riippuvaan muuttujaan. Koe suoritetaan siten, että riippuvan muuttujan arvo mitataan ennen ja jälkeen sitä, kun riippumattoman muuttujan annetaan vaikuttaa tutkittavaan asiaan. (Alasuutari 1999, 34–35.) Tässä tutkielmassa kestävät kilpailuedut ovat riippumaton muuttuja ja pitkäkestoinen ylivoimainen taloudellinen suorituskyky on riippuva muuttuja. Ongelmana on, että kestäviä kilpailuetuja ei voida mitata suoraan numeerisesti, vaan täytyy olettaa, että pitkäaikainen ylivoimainen taloudellinen suorituskyky on seurausta näistä kestävästä kilpailueduista.

Kvalitatiivisessa analyysissä aineistoa tarkastellaan kokonaisuutena ja sen ajatellaan valottavan jonkin sisäisesti loogisen kokonaisuuden rakennetta (Alasuutari 1999, 38). Kvalitatiiviselle menetelmälle tyypillistä on induktiivinen prosessi, yksittäiset tapaukset ja subjektiivisuus (Koskinen ym. 2005, 31). Kvalitatiivinen analyysi koostuu kahdesta vaiheesta, havaintojen pelkistämisestä ja arvoituksen ratkaisemisesta. Tällaisen erottelun voi tehdä vain analyttisesti ja käytännössä ne nivoutuvat toisiinsa. Ensimmäisessä analyysin vaiheessa eli havaintojen pelkistämisessä aineistosta karsitaan tutkimuksen teoreettisen viitekehyksen kannalta epäoleelliset asiat sekä yhdistellään jäljellä olevaa aineistoa harvemmaksi joukoksi. Tähän vaiheeseen päästään etsimällä havainnoista yhteinen piirre tai nimittäjä, joka pätee poikkeuksetta koko aineistoon. Havaintojen pelkistämisessä on usein lähtökohtana ajatus siitä, että aineistossa ajatellaan olevan esimerkkejä tai näytteitä samasta ilmiöstä. Arvoituksen ratkaisemisen vaihetta kutsutaan usein myös tulosten tulkinnaksi. Laadullisessa tutkimuksessa tämä merkitsee sitä, että tuotettujen johtolankojen ja käytettävissä olevien vihjeiden pohjalta tehdään merkitystulkinta tutkittavasta ilmiöstä (Alasuutari 1999, 39–44.) Tässä tutkielmassa

aineiston pelkistämässä käytetään käytännössä kvantitatiivisia mittaustuloksia. Niiden perusteella valitaan yritykset, joita tarkastellaan syvällisemmin kvalitatiivisessa analyysissä.

1.4 Tutkielman kulku

Tämä tutkielma jakaantuu viiteen päälukuun. Tässä luvussa eli johdannossa esiteltiin tutkielman tausta, tavoite, menetelmä ja tutkielman kulku. Toisessa luvussa käsitellään tutkielman teoreettinen viitekehys. Toinen luku jakaantuu kestävien kilpailuetujen mittaamiseen liittyvään laskentatoimen ja rahoituksen teoriaan sekä kestävien kilpailuetujen arvioimiseen taloustieteen ja strategisen johtamisen mallien avulla. Tutkielman kolmannessa luvussa eli empiirisessä osuudessa esitellään tutkimusaineisto ja kuvaillaan aineiston keruun prosessi. Tämän jälkeen kolmannessa luvussa käsitellään tutkimusaineiston analyysimenetelmät. Kolmannen luvun lopussa pohditaan tutkielman luotettavuutta validiteetin ja reliabiliteetin käsitteiden avulla. Neljännessä luvussa esitetään ja analysoidaan tutkielman tuloksia. Tutkielman viimeisessä eli viidennessä luvussa esitetään yhteenveto tutkielmasta, tehdään johtopäätöksiä tutkimustulosten perusteella ja ehdotetaan jatkotutkimusaiheita.

2 TUTKIELMAN TEOREETTINEN VIITEKEHYS

Tässä luvussa muodostetaan tutkielman teoreettinen viitekehys kestävien kilpailuetujen mittaamisesta ja arvioimisesta laskentatoimen, rahoituksen, taloustieteen ja strategisen johtamisen viitekehyksien pohjalta. Ensimmäisessä pääluvussa käsitellään kestävien kilpailuetujen mittaamista. Toisessa pääluvussa tarkastellaan kestävien kilpailuetujen kvalitatiivista arvioimista markkinaperusteisen teorian ja resurssiperusteisen teorian tarjoamien viitekehyksien kautta.

2.1 Kestävien kilpailuetujen mittaaminen

Yritysten taloudellisen suorituskyvyn mittaamisen avulla voidaan pyrkiä määrittämään millä yrityksillä on kestäviä kilpailuetuja. Tässä tutkielmassa yrityksen taloudellista suorituskykyä mitataan erilaisilla kannattavuuden mittareilla. Yrityksen kannattavuuden mittaamisessa ei kuitenkaan ole olemassa yhtä oikeaa mittaria, joka tarjoaisi kaiken tarvittavan informaation luotettavasti. Mittareihin liittyviä ongelmia pyritään lieventämään käyttämällä useita erilaisia kannattavuuden mittareita. Tässä tutkielmassa kannattavuuden mittarit on jaettu tilinpäätöksellisiin kannattavuusmittareihin sekä taloudellisen lisäarvon mittariin.

2.1.1 Tilinpäätökselliset kannattavuusmittarit

Tilinpäätöksellisten kannattavuusmittarien laskemisessa hyödynnetään ainoastaan tilinpäätösinformaatiota. Tilinpäätös on dokumentti, joka laaditaan yrityksen tilikauden aikana tehdyistä juoksevista kirjauksista (Niskanen J. & Niskanen M. 2016, 45). Tämän tutkielman operatiivisten kannattavuusmittarien laskemiseksi tarvittavat luvut kerätään yritysten tuloslaskelmista ja taseista. Tuloslaskelman tarkoituksena on kuvata tuloksen muodostumista (KPL 3:1 §). Siinä esitetään tulostilille kirjatut erät vähennyslaskuasetelman muotoon eriteltyinä (Ihantola & Leppänen 2021, 39). Taseen tarkoituksena on kuvata yrityksen taloudellista asemaa tilinpäätöshetkellä. Tase jaetaan vastaavaa-puoleen ja vastattavaa-puoleen. Vastaavaa-puolella on eriteltyinä yrityksen omaisuuserät ja vastattavaa-puolella esitetään yrityksen pääomaerät eli ne erät, joilla yrityksen omaisuus on rahoitettu. (Ihantola & Leppänen 2021, 41.)

Tilinpäätösten standardit ja periaatteet tekevät yritysten välisestä vertailusta mahdollista (Barney & Hesterly 2019, 33). Mitatessa on kuitenkin huomioitava, että ei ole olemassa täydellisiä kirjanpidon standardeja ja periaatteita. Täydellisten standardien ja periaatteiden puuttuminen tekee kirjanpidon ympäristöstä monimutkaista ja haastavaa. (Scott 2015, 21.) Tämän tutkielman kirjanpidollisten mittarien laskemisessa käytetään IFRS-normiston mukaisia tilinpäätöksiä. IFRS-tilinpäätöksellä tarkoitetaan kansainvälisten tilinpäätösstandardien mukaan laadittavaa tilinpäätöstä. (Ihantola & Leppänen 2021, 203). IFRS-tilinpäätösnormiston viitekehyksen mukaan julkiseen käyttöön tarkoitetun taloudellisen raportoinnin tavoitteena on tuottaa raportoivaa yritystä koskevaa taloudellista informaatiota, joka on hyödyllistä nykyisille ja potentiaalisille sijoittajille, lainantajille ja muille luottoa antaville tahoille heidän päättäessään voimavarojen antamisesta yritykselle (Kallunki 2022, 29.) IFRS-tilinpäätöksen tavoitteena on antaa informaatiota erityisesti oman pääoman sijoittajille¹ (Ihantola & Leppänen 2021, 204).

IFRS-tilinpäätöksessä korostetaan taseen asemaa nettovarallisuuden kuvaamisessa. Keskeisinä tekijöinä on varat, velat ja oma pääoma. Varoilla tarkoitetaan aikaisempien tapahtumien seurauksena yrityksen määräysvallassa olevaa voimavaraa, josta odotetaan olevan taloudellista hyötyä tulevaisuudessa. Velalla tarkoitetaan aikaisempien tapahtumien seurauksena yritykselle syntyntä velvoitetta, jonka täyttymisen odotetaan johtavan voimavarojen siirtymiseen pois yrityksestä. Omalla pääomalla tarkoitetaan varojen jäännöserää sen jälkeen, kun kaikki velat on vähennetty. (Ihantola & Leppänen 2021, 204.)

Tilinpäätösinformaation perusteella voidaan laskea tunnuslukuja. Tunnusluvut ovat numeroita, jotka muokattu kuvaamaan yrityksen taloudellista suorituskykyä (Barney & Hesterly 2019, 33). Kilpailuetuja voidaan mitata vertaamalla tunnusluvun arvoa saman toimialan yritysten samalla tunnusluvulla laskettuun keskiarvoon. Keskiarvon ylittävää taloudellista suorituskykyä voidaan pitää merkinä kilpailuedusta. Keskimääräistä taloudellista suorituskykyä tekevien yritysten voidaan sanoa olevan kilpailullisessa pariteetissa. Keskiarvoa matalampaa suorituskykyä tekevien yritysten voidaan sanoa

¹ Oman pääoman sijoittajalla tarkoitetaan yrityksen osakkeenomistajia, joiden sijoituksen tuotto perustuu residuaalikassavirtojen suuruuteen (Damodaran 2015, 26).

olevan kilpailullisesti epäedullisessa asemassa. (Barney & Hesterly 2019, 37.) Tunnuslukujen käytön tarkoituksena on eliminoida yritysten väliset kokoerot. Edes saman yrityksen tilinpäätöserät eivät absoluuttisina lukuina ole vertailukelpoisia muun muassa inflaation ja talouskasvun takia². (Kallunki 2022, 203.) Vertailu toisiin yrityksiin on mahdollista silloin, kun yritykset ovat samankokoisia, samalla toimialalla ja niiden omistusrakenne on samankaltainen (Koskinen, Alasuutari & Peltonen 2005, 270).

Tunnuslukujen vahvuutena on se, että ne tarjoavat yhden kattavan mitan, joka kertoo liikevaihdon, kustannusten ja investointien välisestä tasapainottelusta. Toiseksi ne tarjoavat yhteisen nimittäjän, jota voidaan käyttää vertailemaan ei divisioonaa, ulkoisia kilpailijoita ja erityyppisiä investointeja. Tunnuslukuja on käytetty niin pitkään, että laajasti ymmärretään mitä ne kertovat yrityksen liiketoiminnasta. (Merchant & Van der Stede 2012, 423.) Tämän tutkielman kontekstin kannalta suhdelukumuotoisten tunnuslukujen käyttämisessä on kolme keskeistä haastetta. Ensiksi tunnusluvun jakaja ei välttämättä kuvaa oikein yrityksen kokoa (Kallunki 2022, 203). Toiseksi tunnuslukujen tulkittamista vaikeuttaa se, että ne eivät usein noudata normaalijakaumaa³ (Kallunki 2022, 210). Kolmanneksi tunnuslukujen välistä vertailemista vaikeuttaa poikkeavat havainnot. Poikkeavia havaintoja ei voida sivuuttaa, koska silloin vaarana on virheellisten johtopäätösten tekeminen tunnuslukuja tulkittaessa. (Kallunki 2022, 211.)

Tässä tutkielmassa pääomaan suhteutettuna kannattavuuden tunnuslukuna käytetään sijoitetun pääoman tuottoastetta (ROIC). Kannattavuudella tarkoitetaan yrityksen kykyä tuottaa operatiivisella liiketoiminnallaan tuloja enemmän kuin se on uhrannut menoja tulojen hankkimiseksi (Kallunki 2022, 82). Sijoitetun pääoman tuottoaste mittaa yrityksen tuottojen määrää suhteessa liiketoimintaan sijoitetun pääoman määrään

² Kuluttajahintaindeksin keskimääräisen vuosimuutoksen perusteella laskettu inflaatio vuosina 2013–2021 Suomessa oli keskimäärin 0,9 % vuodessa. Vuonna 2022 inflaatio oli 7,1 %. (lähde: Hinnat ja kulutus. 2023. Tilastokeskus. https://www.tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk_hinnat.html#inflaatio Luettu 10.11.2023)

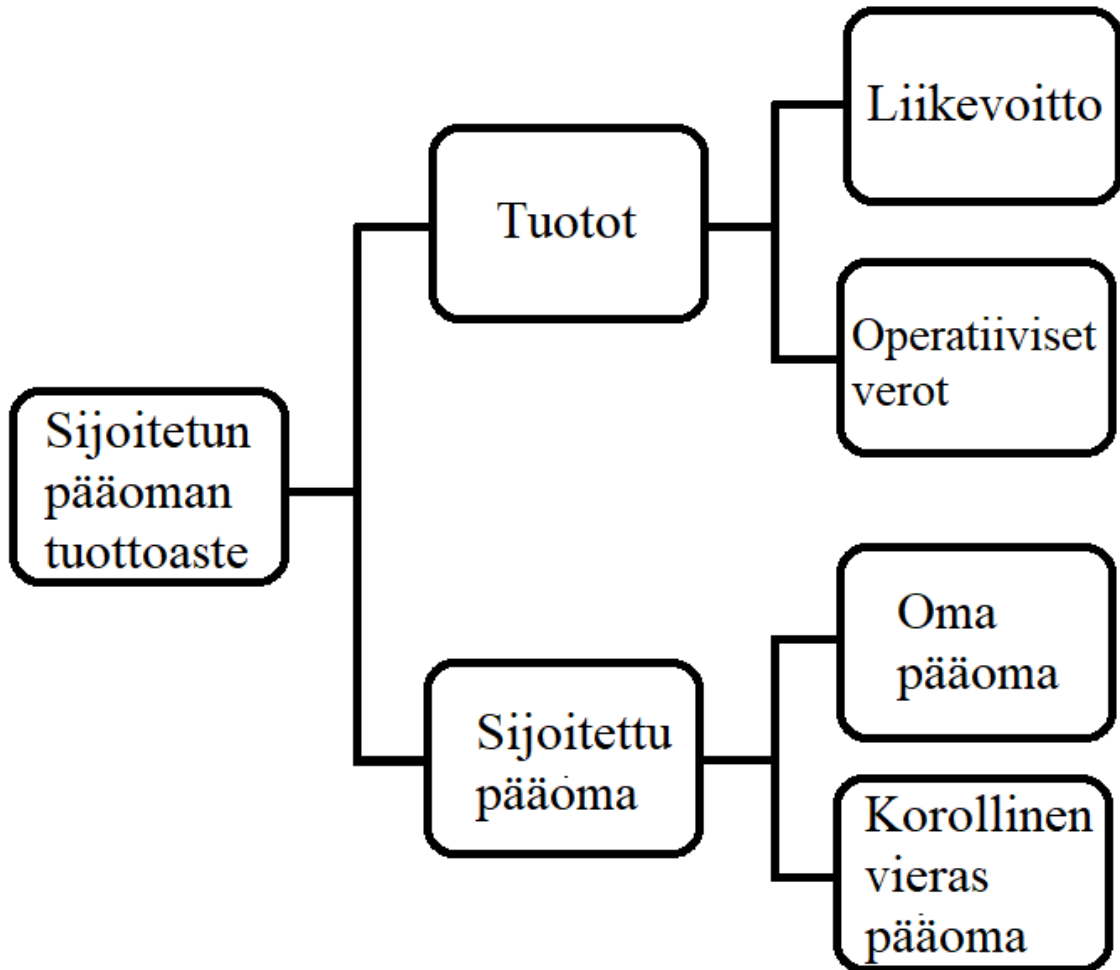
Bruttokansantuotteen volyymin vuosimuutoksen perusteella laskettu keskimääräinen talouskasvu vuosina 2013–2022 Suomessa oli keskimäärin 1,0 % vuodessa. (lähde: Kansantalous. 2023. Tilastokeskus. https://www.tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk_kansantalous.html#bruttokansantuotteen-volyymin-vuosimuutos Luettu 10.11.2023)

³ Normaalijakauma on tilastotieteellinen jakauma, joka kuvaa symmetristä todennäköisyysjakaumaa, jossa suurin osa havaintoyksiköistä sijoittuu lähelle keskiarvoa (Salkind 2011, 146–147).

(Kallunki 2022, 84). Yleisenä laskemisen periaatteena on jakaa tuottoluku sijoitetun pääoman määrällä (Greenwald & Kahn 2005, 377).

IFRS-tilinpäätöksissä tuotoilla tarkoitetaan taloudellisen hyödyn lisääntymisen määrää, joka toteutuu varojen lisääntymisenä, arvonnousuna tai velkojen vähentymisenä ja johtaa oman pääoman lisäykseen, joka on muuta kuin omistajien tekemistä oman pääoman sijoituksista johtuvaa. (Ihantola & Leppänen 2021, 204.) Taloudellisen suorituskyvyn arvioimisessa on huomioitava, että raportoitujen tuottojen määrään saattaa vaikuttaa tuloksen manipulointi. Tuloksen manipuloinnilla tarkoitetaan kirjanpidollisia ja operatiivisia toimia, joiden avulla vaikutetaan raportoidun tuloksen suuruuteen. (Scott 2015, 445.) Sijoitetun pääoman tuottoasteessa tuottoina käytetään yleensä liikevoittoa, josta on vähennetty operatiiviset verot (Damodaran 2007, 7). Liikevoitto kertoo yrityksen kannattavuuden muuttuvien ja kiinteiden kulujen sekä poistojen jälkeen (Neilimo & Uusi-Rauva 2005, 276). Liikevoiton tarkoituksena on mitata operatiivisen toiminnan kannattavuutta (Greenwald & Kahn 2005, 378).

Sijoitettuun pääomaan kuuluu oma pääoma ja korollinen vieras pääoma (Kallunki 2022, 84). Sijoitetun pääoman määrä voidaan laskea vähentämällä taseen loppusummasta korottomat lyhytaikaiset velat. Korottomiin lyhytaikaisiin velkoihin sisältyy muun muassa ostovelat, siirtovelat, vuoden aikana maksettavaksi tulevat verot ja muut sekalaiset korottomat erät. Nämä erät kuvaavat pelkästään operatiivisen toiminnan avulla saatavaa korotonta rahoitusta, minkä takia niitä ei sisällytetä korollisen vieraan pääoman määrään. Myös rahavarat, joita ei tarvita operatiivisen toiminnan ylläpitämiseksi pitäisi vähentää sijoitetun pääoman määrästä. (Greenwald & Kahn 2005, 377.) Käytännössä operatiiviseen toimintaan vaadittavien rahavarojen määrän arvioiminen pelkän tilinpäätösaineiston perusteella on vaikeaa, ellei mahdotonta.



Kuvio 2. Sijoitetun pääoman tuottoasteen komponentit.

Myyntiin suhteutettuja kannattavuuden tunnuslukuja kutsutaan kateluvuiksi. Nämä luvut lasketaan jakamalla tuotot liiketoiminnan volyyymilla eli liikevaihdon määrällä. Kateluvut ovat sitä korkeampia, mitä enemmän myyntihinnasta jää kustannusten jälkeen voittoa. Näin ollen korkeat kateluvut kertovat tehokkaasta kustannusten hallinnasta ja vahvasta hinnoitteluvoimasta⁴. Heikon hinnoitteluvoiman yritykset joutuvat myymään tuotteitaan markkinahinnalla. Kateluvut mahdollistavat pelkästään vertailun saman toimialan yritysten välillä. Kateluvuissa vuosien välillä tapahtuvien muutoksien perusteella voidaan arvioida yrityksen hintakilpailukyvyn kehittymistä. (Kallunki 2022, 91).

Tässä tutkielmassa kateluvuista kilpailuetujen mittaamiseen käytetään liikevoittoprosenttia. Liikevoittoprosentti lasketaan jakamalla liikevoiton määrä

⁴ Hinnoitteluvoimalla tarkoitetaan yrityksen kykyä nostaa hintoja ilman, että tuotteen kysyntä laskee merkittävästi (Taylor 2000, 1390).

liikevaihdon määrällä (Neilimo & Uusi-Rauva 2005, 275). Eri toimialalla toimivien yritysten liikevoittoprosenttia ei voida vertailla muun muassa sen takia, että toimialojen välillä on eroja myyntikatteiden suuruuksissa (Greenwald & Kahn 2005, 67). Liikevoittoprosenttia voidaan kuitenkin hyödyntää saman yrityksen historialliseen tarkasteluun tai vertailuun saman toimialan yritysten kanssa. Pitkäkestoista korkeaa liikevoittoprosenttia suhteessa saman toimialan kilpailijoihin voidaan pitää merkinä kestävästä kilpailueduista.

Tilinpäätösaineistoon perustuvilla taloudellisen suorituskyvyn mittareilla on viisi keskeistä ongelmaa. Tilinpäätökselliset luvut keskittyvät menneisyyteen, eikä mikään takaa sitä, että historiallinen suorituskyky vastaa tulevaa suorituskykyä. Toinen ongelma on, että tilinpäätökselliset luvut eivät huomioi riskiä eivätkä muutoksia riskissä. Kolmantena haasteena on kirjanpitojärjestelmien liiketoimintaorientoituneisuus, mikä johtaa siihen, että tilinpäätöksen luvut ovat pitkälti liiketapahtumien loppusumma tarkastelujaksolta. Näin ollen lukujen ulkopuolelle jää sellaiset tapahtumat, jotka eivät aiheuta liiketoimia. Neljäntenä ongelmana on, että tilinpäätöksellisten lukujen suuruus riippuu käytetystä mittausmenetelmästä. Usein tilinpäätökselliset luvut perustuvat sääntöihin, jotka ovat konservatiivisesti vinoutuneita, jolloin tuottojen ja liikevaihdon kirjaaminen tapahtuu hitaammin ja varovaisemmin kuin menojen ja tappioiden. Tilinpäätökselliset luvut eivät myöskään huomioi kaikkia arvonmuutoksia, koska niiden mittaaminen tarkasti ja objektiivisesti on vaikeaa. Tällaisia arvonmuutoksia voi olla esimerkiksi investoinnit aineettomaan omaisuuteen. Nämä investoinnit kirjataan usein menoiksi. Viimeisenä ongelmana on se, että tilinpäätökselliset luvut eivät huomioi pääoman kustannusta. (Merchant & Van der Stede 2012, 418–419.)

2.1.2 Taloudellinen lisäarvo

Taloudellisen lisäarvon keskeisenä erona tilinpäätöksellisiin mittareihin on se, että niissä otetaan huomioon pääoman kustannus taloudellista suorituskykyä mitattaessa (Barney & Hesterly 2019, 38). Pääoman kustannuksella tarkoitetaan sijoittajien asettamaa tuottovaatimusta yritykseen tekemälleen sijoitukselle (Kallunki 2022, 75). Pääoman kustannus voidaan nähdä myös pienimpänä mahdollisena pääoman tuottoasteena, jonka perusteella päätetään kannattaako projektiin investoida (Damodaran 2015, 153).

Yrityksen on saavutettava vähintään pääoman kustannusta vastaava tuotto, jotta se saa houkuteltua oman pääoman ehtoisia sijoittajia ja lainanantajia sijoittamaan varoja yrityksen liiketoimintaan (Kallunki 2022, 81).

Yrityksen pääoman kustannus lasketaan velan ja oman pääoman kustannuksen painotettu keskiarvona (Farber, Gillet & Szafarz 2005, 10). Velan kustannuksella tarkoitetaan korkotasoa, jolla yritys kykenee ottamaan lainaa tarkasteluhetkellä (Kallunki 2022, 76). Velan kustannus määrittyy vallitsevan korkotason, yrityksen luottoriskin ja velan veroedun perusteella. (Damodaran 2015, 137). Vallitsevalla korkotasolla tarkoitetaan markkinoiden korkotasoa, johon ei sisälly luottoriskiä (Damodaran 2015, 141). Luottoriskillä tarkoitetaan uhkaa sille, että yritys ei kykene maksamaan korkomaksuja tai lainaamaansa rahaa takaisin (Damodaran 2015, 76). Velan veroedulla tarkoitetaan korkomaksujen verovähennyskelpoisuuden aiheuttamaa vähennystä maksettavien verojen määrässä (Damodaran 2015, 137).

Oman pääoman kustannuksella tarkoitetaan oman pääoman ehtoisten sijoittajien tuottovaatimusta (Barney & Hesterly 2019, 39). Tyypillisesti oman pääoman kustannuksen määrittämisessä käytetään Sharpen (1964) ja Lintnerin (1965) kehittämää Capital Asset Pricing (CAP) –mallia. Oman pääoman kustannus laskemalla lisäämällä riskittömän koron määrään markkinoiden yritykselle antaman riskipreemion määrä (Fama & French 2004, 29). Riskittömän koron tuotto on tuottovaatimuksen lähtökohta, sillä sijoittaja voi aina saada sijoitukselleen vaihtoehtoistuotona riskittömän koron tuoman tuoton (Kallunki 2022, 74). Riskittömänä sijoituskohteena pidetään yleensä korkeimman luottoluokituksen valtioiden velkakirjoja, vaikka todellisuudessa nekin eivät ole täysin riskittömiä (Damodaran 2015, 89). Markkinoiden riskipreemion tarkoituksena on kuvata epävarmuuden määrää, joka sijoituspäätökseen liittyy (Modigliani & Miller 1958, 262).

CAP-mallissa markkinoiden riskipreemio lasketaan vähentämällä markkinaportfolion odotetusta tuotosta riskitön korko ja kertomalla tämä erotus yrityskohtaista systemaattista riskiä kuvaavalle beta-kertoimella. Markkinaportfolion tuotto on kaikkien mahdollisten sijoituskohteiden sisältävän portfolion tuotto. Beta-kerroin mittaa yrityksen osakkeen tuoton vaihtelevuutta suhteessa markkinoiden tuoton keskimääräiseen vaihteluun (Kallunki 2022, 75.) Markkinaportfolio mittaa sijoittajan epäsystemaattista riskiä.

Epäsystemaattinen riski mittaa yrityskohtaisten tekijöiden, kuten tärkeän asiakkaan konkurssin, johtajan irtisanoutumisen, vahingonkorvausmaksujen ja yrityksen huonontuneiden tulostulosten vaikutusta riskin määrään. Systemaattinen riski mittaa kaikkia osakkeita koskevaa riskiä, johon vaikuttavia tekijöitä ovat koko taloudessa tapahtuvat muutokset, kuten inflaatio, valuuttakurssit ja korkotasot (Knupfer & Puttonen 2018, 147–149.)

CAP-mallin taustalla on neljä keskeistä oletusta. Ensiksi malli olettaa, että sijoittajat tietävät osakkeiden beta-luvut. Toiseksi malli olettaa, että sijoittajat tietävät sen, että muut tietävät osakkeiden beta-luvut. Kolmanneksi malli olettaa, että kaupankäyntikustannuksia ei ole. Neljänneksi mallin mukaan sijoittajat toimivat rationaalisesti. (Scott 2015, 136.) Ei ole syytä olettaa, että kaikki mallin oletukset pitäisivät paikkaansa. On kuitenkin vaikeaa arvioida kuinka paljon ja mitkä oletuksiin liittyvät virheellisydet vaikuttavat CAP-mallin antamiin arvoihin.

Mallin komponenteista eniten kritiikkiä on kohdistunut beta-lukuun. Yrityksen osakkeen beta-luku on mallin ainoa yrityskohtaista riskiä mittaava tekijä. Faman ja Frenchin (1992) tutkimuksen mukaan beta ja näin ollen myös CAP-malli selittävät heikosti yritysten tuottoja osakemarkkinoilla. Nämä tulokset kyseenalaistavat koko CAP-mallin käyttämisen. (Scott 2015, 197.) CAP-mallin kritiikistä huolimatta sitä käytetään ja opetetaan vieläkin laajasti, minkä takia myös tässä tutkielmassa sitä hyödynnetään pääoman kustannuksen määrittämisessä.

Taloudellisen lisäarvon (EVA) avulla voidaan mitata yrityksen taloudellista suorituskykyä niin, että pääoman kustannus tulee huomioiduksi. Taloudellisen lisäarvon perusedeana on verrata yrityksen liiketoiminnan kannattavuutta sijoittajien asettamaan tuottovaatimukseen eli pääoman kustannukseen. Yritys luo taloudellista lisäarvoa silloin, kun sijoitetun pääoman tuottoaste on korkeampi kuin sijoitetun pääoman kustannus. Yhden tilikauden kannattavuus ei kuitenkaan kuvaa yrityksen kykyä luoda arvoa, joten taloudellista lisäarvoa tulee tarkastella pidemmällä aikavälillä. (Kallunki 2022, 81–82.)

Taloudellisen lisäarvon mittaamiseen sisältyy lukuisia ongelmia. Taloudellinen lisäarvo ei aidosti mittaa taloudellisen tuoton määrää, koska siinäkin hyödynnetään tilinpäätöksen lukuja. Tilinpäätöksellisten mittarien tapaan myös taloudellisen lisäarvon mittari

tarkastelee menneisyyttä. Taloudellisen lisäarvon laskemiseen sisältyy paljon mittajaan harkinnanvaraisia valintoja, minkä takia sitä voidaan pitää erityisen subjektiivisena mittarina. Taloudellisen lisäarvon mittari ei myöskään ole yhtä tunnettu kuin monet muut taloudellisen suorituskyvyn mittarit, mikä voi aiheuttaa ymmärrettävyysongelmia. Sopivilla oikaisuilla muokattuna taloudellisen lisäarvon mittari voi kuitenkin olla hyvä taloudellisen suorituskyvyn mittari. (Merchant & Van der Stede 2012, 428.)

Epätäydellisyyksistä huolimatta CAP-malli voi toimia käyttökelpoisena välineenä kestäviä kilpailuetuja mitatessa. Mallin virhemarginaali ei ole tiedossa, mutta sen avulla voidaan määrittää suuntaa antava numeerinen arvio yrityksen pääoman kustannuksesta. Yrityksellä voidaan katsoa olevan kestäviä kilpailuetuja silloin, kun sijoitetun pääoman tuottoasteen ja pääoman kustannuksen välinen ero on aidosti suuri ja pitkäkestoinen. Eron suuruuden ja keston määrittäminen on väistämättä subjektiivinen arvio. Tässä tutkielmassa rajat on asetettu niin, että sijoitetun pääoman tuottoasteen ja pääoman kustannuksen välisen eron tulee olla vähintään 10 prosenttiyksikköä ja ylivertaisen taloudellisen suorituskyvyn keston vähintään 10 vuotta. Tällaisessa tilanteessa yritys tuottaa merkittävästi taloudellista lisäarvoa ja voidaan katsoa, että sillä on kestäviä kilpailuetuja.

2.2 Kestävien kilpailuetujen arviointi

Kestävien kilpailuetujen ymmärtäminen vaatii korkean kannattavuuden taustalla olevien prosessien ymmärtämistä. Tässä tutkielmassa kestävien kilpailuetujen taustalla olevia tekijöitä arvioidaan hyödyntämällä taloustieteen ja strategisen johtamisen teoreettisia malleja. Ensimmäiseksi käsitellään erilaiset markkinamuotojen mallit, minkä jälkeen siirretään tarkastelemaan Porterin viiden markkinavoiman mallia. Tämän jälkeen käydään läpi resurssiperusteinen teoria. Viimeiseksi käsitellään dynaamisten kyvykkyyksien näkökulma.

2.2.1 Markkinamuotojen mallit

Strategisen johtamisen tutkimussuuntausten ymmärtäminen vaatii taustalla olevan taloustieteen kilpailuteorian ymmärtämistä. Markkinoiden kilpailudynamiikkoja on

tutkittu jo ainakin Adam Smithin *Kansojen varallisuuden* (1776) julkaisusta asti. Markkinoiden kilpailudynamiikkojen systemaattinen tarkastelu alkoi kuitenkin vasta vuonna 1871 (Stigler 1957, 1). Tämän jälkeen on kehitetty neljä mallia kuvaamaan markkinoiden kilpailudynamiikkoja: täydellinen kilpailu, monopoli, oligopoli ja monopolistinen kilpailu. (Krugman, Wells & Graddy 2007, 325). Markkinamuotojen tarkastelun lähtökohtana toimii täydellisesti kilpailtujen markkinoiden malli (ks. esim. Marshall 1890, Pigou 1938; Stigler 1957). Silloin kun markkinat eivät noudata täydellisesti kilpailtujen markkinoiden mallia, voidaan puhua epätäydellisesti kilpailluista markkinoista (ks. esim. Chamberlin 1933, 1937; Robinson 1934, 1969). Monopoli, oligopoli ja oligopolistisen kilpailun malli kuvaavat epätäydellisesti kilpailtuja markkinoita (Begg, Vernasca, Fischer & Dornbusch 2014, 217).

Täydellisesti kilpailtuihin markkinoihin kuuluu useita vaatimuksia. Kaikilla toimijoilla on oltava täydellinen informaatio kaikista tarjouksista ja hinnoista (Stigler 1957, 14). Täydellisesti kilpailluilla markkinoilla on suuri määrä yrityksiä, joilla ei ole kykyä vaikuttaa markkinoiden hintatasoon, eikä markkinoiden sisääntulolle ole esteitä (Begg ym. 2014, 196). Markkinoiden sisääntulon esteillä tarkoitetaan kaikkia tekijöitä, jotka ehkäisevät kilpailijoita tulemasta samalle markkinalle (Krugman ym. 2007, 348). Täydellisesti kilpailluilla markkinoilla tuotteet ovat homogeenisiä (Krugman ym. 2007, 345). Tuotteiden homogeenisyydellä tarkoitetaan sitä, että niiden välillä ei ole eroja tai ne ovat hyvin samankaltaisia (Smith 1995, 63).

Täydellisesti kilpailluilla markkinoilla jokaisen yksittäisen yrityksen kysyntäkäyrä on horisontaalinen⁵. Tämä tarkoittaa sitä, että yritys menettää kaiken myyntinsä, jos se nostaa myymänsä hyödykkeen hintaa yli markkinahinnan. Yritykset kykenevät täydellisesti kilpailluilla markkinoilla myymään hyödykettä markkinahinnalla, kuinka paljon tahansa. Tällaisella markkinalla yrityksen optimaalinen valinta on tuottaa hyödykettä niin pitkään kun viimeisen tuotetun hyödykkeen marginaalikustannus vastaa markkinahintaa (Krugman ym. 2007, 351)⁶. Täydellisesti kilpailluilla markkinoilla

⁵ Kysyntäkäyrä havainnollistaa tuotteen kysynnän määrää erilaisilla hintatasoilla (Krugman ym. 2007, 57).

⁶ Marginaalikustannus tarkoittaa kustannusta, joka syntyy yhden lisäyksikön tuottamisesta (Krugman ym. 2007, 169).

yrittäjien pääoman tuoton pitäisi vastata pääoman kustannusta (Foss & Knudsen 2003, 295).

Monopoli on äärimmäisin poikkeama täydellisestä kilpailusta (ks. esim. Marshall 1890, Keynes 1930; Robinson 1933; Chamberlin 1933). Monopolitilanteessa yksittäinen yritys myy yhtä erilaistamatonta tuotetta (Krugman ym. 2007, 345). Tätä yritystä kutsutaan monopolimalleissa monopolistiksi. Monopolimallin mukaan monopolisti asettaa hinnat sille tasolle, missä se maksimoi voittonsa. Tämä johtaa tilanteeseen, jossa hinnat ovat liian korkealla markkinatehokkuuden kannalta⁷. Näin ollen osa ostajista, jotka ovat valmiita maksamaan enemmän kuin tuotantokustannusten määrän, jäävät ilman tuotetta hintojen ollessa liian korkealla. Monopoli aiheuttaa tehokkuustappiota liian korkeiden hintojen takia⁸. Toinen monopolin haitta on innovaatioiden luomiseksi vaadittavien kannustimien puuttuminen. (Holt 2019, 374–377.)

Monopolimallin avulla pystytään siirtymään useammin käytetyn oligopolimallin tarkastelemiseen (Holt 2019, 373). Oligopolistisesti kilpailluilla markkinoilla muutama yritys myy tuotteita, jotka ovat mahdollisesti homogeenisiä (ks. esim. Mason 1939; Neumann & Morgenstern 1944, Bain 1956; Tirole 1988). Oligopolistisesti kilpailluilla markkinoilla jokaisen yrityksen pitää huomioida päätöksentekoprosessissa muiden yritysten reaktiot. Keskeiset kilpailulliset päätökset liittyvät valintaan yhteistyön ja kilpailemisen välillä. Yhteistyöllä tarkoitetaan hintojen tai tuotantomäärän sopimista kilpailijoiden kanssa. Yhteistyö maksimoi vakiintuneiden markkinatoimijoiden yhteenlaskettujen voittojen määrän. Kilpailemisen avulla yritys voi pyrkiä kasvattamaan markkinaosuuttaan ja omia tuottojaan. Markkinoiden yhteenlaskettujen tuottojen määrä on pieni kaikkien vakiintuneiden markkinatoimijoiden keskittyessä kilpailemiseen. (Begg ym. 2014, 202–203.)

Monopolistisesti kilpailluilla markkinan mallissa on piirteitä sekä täydellisen kilpailun mallista että monopolimallista (Chamberlin 1933). Monopolistisesti kilpaillun markkinan keskeisiä ominaisuuksia ovat tuotteiden erilaistaminen ja epätäydellinen kilpailu

⁷ Markkinatehokkuudella tarkoitetaan, jossa kaupankäynnin tuoma kokonaishyöty maksimoituu (Holt 2019, 6).

⁸ Tehokkuustappiolla tarkoitetaan tilannetta, jossa jonkinlaisten tehottomuuksien takia kaupankäynnin kokonaishyöty ei maksimoidu (Holt 2019, 23).

(Robinson 1969). Erilaistamisella tarkoitetaan keinoja, joiden avulla tuote voidaan erottaa kilpailijoiden tuotteista (Smith 1985, 64). Monopolistisen kilpailuilla markkinoilla on useita tuottajia, jotka myyvät erilaistettuja tuotteita (Krugman ym. 2007, 345). Monopolistisesti kilpailuilla markkinalla ei ole suuria markkinoille sisääntulon esteitä, minkä takia markkina muistuttaa pitkällä aikavälillä täydellisesti kilpailtuja markkinoita. Erona monopolistisesti kilpailuilla markkinoilla täydellisesti kilpailtuihin markkinoihin on se, että yksittäisten yritysten kysyntäkäyrät eivät ole horisontaalisia vaan laskevia. Laskeva kysyntäkäyrän seurauksena yritys voi vaikuttaa markkinaosuuteensa muuttamalla myymiensä tuotteiden hintoja. Tämä johtuu siitä, että erilaistamisen takia tuotteet ovat epätäydellisiä substituutteja. (Begg ym. 2014 200.) Tuotteet ovat substituutteja keskenään silloin, kun hinnan lasku yhdessä tuotteessa vaikuttaa ostajan halukkuuteen ostaa toista tuotetta. (Krugman ym. 2007, 61). Näin ollen epätäydellisillä substituuteilla tarkoitetaan tuotteita joiden välisillä hinnanmuutoksilla ei ole merkittävää yhteyttä toistensa kysyntään.

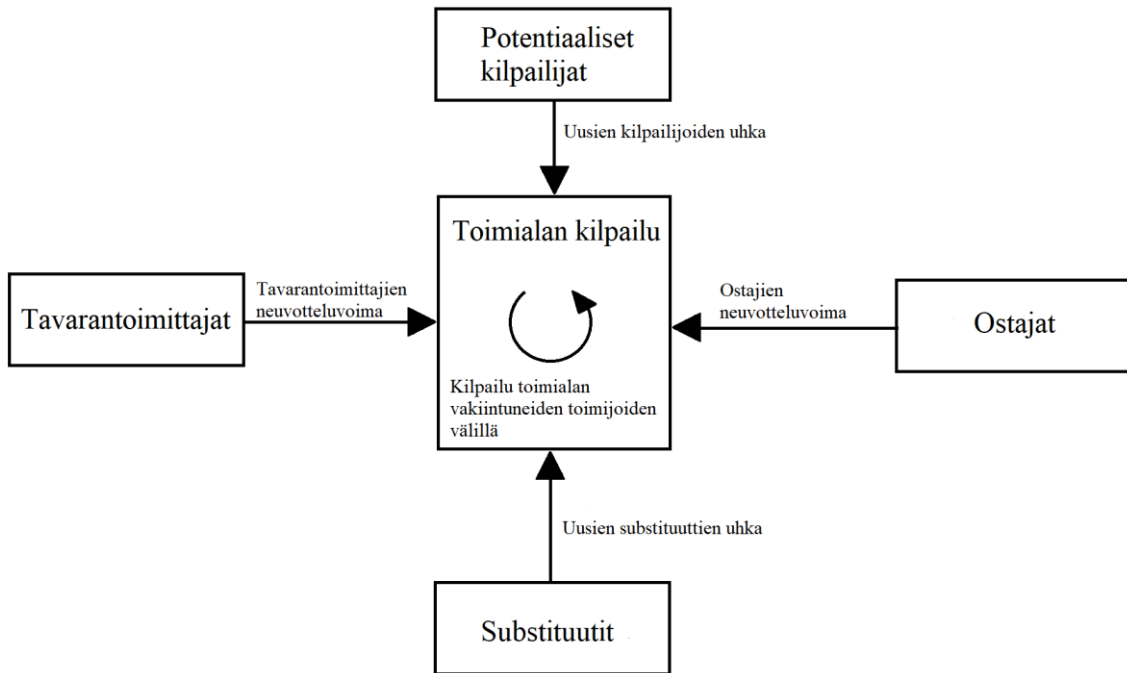
Taulukko 1. Markkinamuotojen mallit. (Lähde: oma suomennos teoksessa Begg ym. 2014, 197).

Kilpailu	Yritysten määrä	Yritysten kyky vaikuttaa markkinahintoihin	Markkinoille sisääntulon esteet
Täydellinen	Paljon	Ei yhtään	Ei ole
Monopoli	Yksi	Paljon	Valtavat esteet
Oligopoli	Muutama	Jonkin verran	Jonkin verran esteitä
Monopolistinen	Useita	Vähän	Pienet esteet

2.2.2 Viiden markkinavoiman malli

Porterin (1979, 214) mukaan yritysten väliset tuottoerot perustuvat toimialan sisäisiin rakenteisiin ja toimialakohtaisiin markkinarakenteisiin. Näiden toimialakohtaisten tekijöiden arvioimista varten on kehitetty viiden markkinavoiman malli (ks. Porter 1979, 1980, 1985, 2008). Viiden markkinavoiman mallin mukaan yritykset voivat saavuttaa kilpailuetuja hyödyntämällä markkinahäiriöitä epätäydellisesti kilpailuilla markkinoilla (Porter 1981, 611). Mallin mukaan kilpailun luonne toimialalla riippuu viidestä kilpailuvoimasta. Näiden voimien kollektiivinen voimakkuus määrittää yksittäisen markkinan tuottopotentiaalin. Viisi kilpailuvoimaa ovat uusien kilpailijoiden uhka,

ostajien neuvotteluvoima, tavarantoimittajien neuvotteluvoima, substituuttien uhka ja kilpailun kovuus nykyisten toimijoiden välillä. (Porter 1980 3–4.) Tämän viitekehyksen mukaan kilpailuedut johtuvat toimialan rakenteesta ja kilpailuvoimien voimakkuudesta. Kilpailullisten voimien ymmärtämisen avulla voidaan selvittää syyt toimialan nykyiselle kannattavuudelle (Porter 2008, 80).



Kuvio 3. Viiden markkinavoiman malli. (Lähde: oma suomennos teoksessa Porter 1980, 3).

Uudet potentiaaliset kilpailijat lisäävät kapasiteettia, kilpailua markkinaosuudesta ja usein merkittävien resurssien määrää. Uusien kilpailijoiden myötä hinnat saattavat laskea, jolloin markkinoilla toimivien yritysten kannattavuudet laskevat. (Porter 1980, 7.) Pelkästään uusien kilpailijoiden *uhka* rajoittaa toimialan tuottopotentiaalia (Porter 2008, 81). Uusien kilpailijoiden uhkan suuruus riippuu markkinoille sisääntulon esteistä ja vakiintuneiden toimijoiden odotettavissa olevasta reaktiosta uusiin kilpailijoihin (Porter 1980, 7). Ilman markkinoille sisääntulon esteitä poikkeuksellisen korkea taloudellinen suorituskyky houkuttelisi markkinoille uusia kilpailijoita, mikä johtaisi kannattavuuden laskuun koko markkinalla (Greenwald & Kahn 2005, 5). Markkinoiden sisääntulon esteinä voi toimia muun muassa mittakaavaedut, korkeat pääomavaatimukset, asiakkaiden vaihtamiskustannukset, yksinoikeudellisesti käytössä oleva teknologia, eriarvoinen pääsy jakelukanaviin tai valtion regulaatio (Porter 2008, 81–82.)

Ostajien vaikutus toimialan kilpailuun riippuu ostajien neuvotteluvoimasta. Neuvotteluvoiman avulla ostajat voivat vaatia halvempia hintoja, laadukkaampia tuotteita ja palveluita tai pelata kilpailijoita toisiaan vastaan. Kaikki nämä asiat laskevat markkinoiden kokonaistuottopotentiaalia (Porter 1980, 24.) Ostajien neuvotteluvoimaan vaikuttaa neljä keskeistä tekijää. Ensimmäiseksi ostajia on vähän ja jokainen ostotapahtuma on suuri suhteessa myyjän kokonaismyyntiin. Toinen tekijä on, että toimialan tuotteet ovat erilaistamattomia, jolloin ostajien on helppo löytää vastaava tuote kilpailijoilta. Kolmanneksi ostajille ei koidu korkeita vaihtokustannuksia myyjää vaihtaessa⁹. Neljäntenä tekijänä on, että ostajat voivat uskottavasti uhata tuottavansa haluamaansa tuotetta itse. (Porter 2008, 83–43.)

Tavarantoimittajat voivat neuvotteluvoiman avulla vaatia suurempia hintoja tai heikentää tarjoamiensa tuotteiden ja palvelujen laatua. Tavarantoimittajien vahva neuvotteluvoima laskee koko markkinan tuottopotentiaalia. (Porter 1980, 27.) Tavarantoimittajalla on neuvotteluvoimaa, jos se toimii keskittyneellä toimialalla. Voimakkaalla tavarantoimittajalla on useita asiakkaita. Tavarantoimittajien neuvotteluvoimaan vaikuttaa myös ostajien vaihtokustannusten määrä. Vahvat tavarantoimittajat myyvät erilaistettuja tuotteita. Vahvan tavarantoimittajan tuotteille ei ole olemassa substituutteja. (Porter 2008, 82–83.)

Substituuteilla tarkoitetaan vaihtoehtoisia tuotteita, jotka suorittavat saman funktion kyseisellä markkinalla. Substituuttien olemassaolo rajoittaa mahdollisuutta korottaa hintoja ja näin ollen vaikuttaa markkinan kannattavuuspotentiaaliin. (Porter 1980, 23.) Substituuttien vaikutus kannattavuuspotentiaaliin on suuri, jos substituutti tarjoaa houkuttelevan hinta-laatusuhteen ja jos ostajan vaihtokustannukset substituuttiin ovat pienet (Porter 2008, 84–85.)

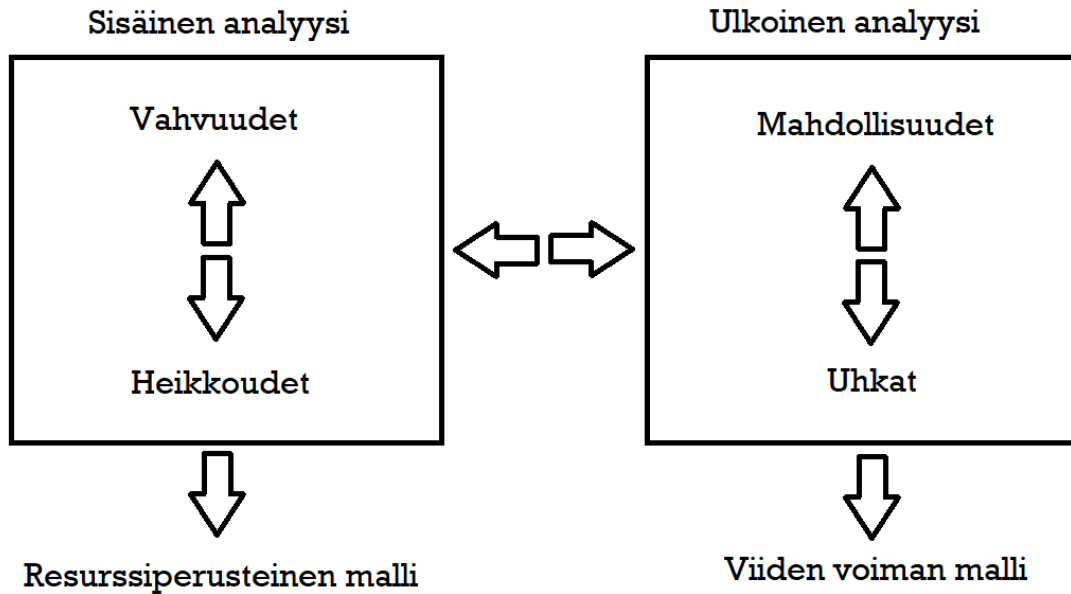
Kilpailuun vakiintuneiden toimijoiden välillä kuuluu hintakilpailu, mainoskampanjat, uusien tuotteiden lanseeraukset, asiakaspalvelun taso ja takuun taso. Kovaa kilpailua esiintyy, jos joku markkinatoimijoista kokee painetta tai näkee mahdollisuuden parantaa

⁹ Vaihdamiskustannuksilla tarkoitetaan kustannuksia, jotka aiheutuvat asiakkaalle tavarantoimittajan vaihtamisesta (Porter 1980, 10).

asemaansa markkinalla. (Porter 1980, 17.) Kova kilpailu rajoittaa toimialan tuottopotentiaalia. Kilpailun kovuuteen vaikuttaa monta asiaa. Kilpailu on usein kovaa, jos kilpailijat ovat kooltaan ja voimakkuudeltaan samaa luokkaa. Kilpailun kovuutta kasvattaa myös korkeat markkinoilta poistumisen kustannukset. Kilpailu on todennäköisesti kovaa, jos markkinatoimijat ovat vahvasti sitoutuneita nykyiseen markkinaan ja pyrkivät parantamaan omaa asemaansa suhteessa kilpailijoihin. (Porter 2008, 85.) Kilpailu markkinalla alkaa muistuttaa täydellisesti kilpailtuja markkinoita silloin, kun kaikki viisi voimaa ovat korkealla tasolla (Barney & Hesterly 2019, 57).

2.2.3 Resurssiperusteinen teoria

Resurssiperusteisen teorian (ks. esim. Wernerfelt 1984; Rumelt 1991; Barney 1991,1999, 2007; Peteraf 1993, 1995) mukaan toimiminen epätäydellisillä markkinoilla ei riitä takaamaan yliverstaista taloudellista suorituskykyä. Resurssiperusteisen teorian mukaan yritys voi saavuttaa yliverstaista taloudellista suorituskykyä luomalla ja implementoimalla strategian, joka luo epätäydellisyyksiä markkinoille. Näiden markkinoiden kilpailullisten epätäydellisyyksien toimiminen yliverstaisen taloudellisen suorituskyvyn lähteenä riippuu epätäydellisyyksien hyödyntämisestä aiheutuvien kustannusten suuruudesta. (Barney & Clark 2007, 32.) Näin ollen resurssiperusteisen teoria täydentää aikaisemmin esitettyjä markkinoihin perustuvia malleja selittämällä, miten yrityskohtaiset tekijät voivat toimia kestäväen kilpailuedun lähteenä. Tämä mahdollistaa kestävien kilpailuetujen arvioimisen tilanteessa, jossa markkinoiden rakenteen ja viiden voiman mallin avulla ei kyetä selittämään yliverstaista taloudellista suorituskykyä.



Kuvio 4. Resurssiperusteisen ja viiden voiman mallin yhteys. (Lähde: mukaillen Barney 1991, 100).

Resurssiperusteisen teorian mukaan kilpailuedut syntyvät yrityksen hallussa pitämistä resursseista ja kyvykkyyksistä (Barney & Clark 2007, 49). Yrityksen resursseiksi lasketaan kuuluvan kaikki omaisuus, kyvykkyydet, organisaatioprosessit, yrityksen ominaisuudet, informaatio ja tietotaito, jotka mahdollistavat yritystä laatimaan ja implementoimaan strategioita, jotka parantavat sen tehokkuutta (Daft 2015). Perinteisellä strategisen analyysin kielellä resursseilla tarkoitetaan vahvuuksia, joita yritys voi käyttää strategioiden luomiseen ja implementoimiseen (Barney 1991, 101). Kyvykkyydet ovat resurssien osajoukko, joka mahdollistaa yritystä hyödyntämään muita resursseja. Yrityksen resurssit voidaan jakaa neljään kategoriaan: rahoituksellisiin resursseihin, fyysisiin resursseihin, henkilöstöresursseihin ja organisatorisiin resursseihin. (Barney & Hesterly 2019, 86–87.)

Resurssiperusteisen teorian mukaan resursseilla pitää olla tietynlaisia ominaisuuksia, että ne voivat toimia kestävän kilpailuedun lähteenä. Yritys voi saada kestäviä kilpailuetuja, jos sillä on hallussaan resursseja ja kyvykkyyksiä, jotka ovat arvokkaita, harvinaisia ja ei-imitoitavia ja ei-substituotavia (Barney 1991, 105–106). Tämän kaltaiset resurssit voivat toimia kestävän kilpailuedun lähteenä, jos yritys on organisoitunut hyödyntämään hallussaan olevien resurssien potentiaalin. Näiden asioiden lisäksi kestävien kilpailuetujen saamiseen vaikuttaa myös markkinoiden kilpailudynamiikka. (Barney & Clark 2007, 67.)

Arvokkuus

Resurssi on arvokas, jos se neutralisoi uhkia tai hyödyntää mahdollisuuksia (Barney & Hesterly 2019, 90). Resurssin arvokkuus voi luoda taloudellista arvoa kolmella tavalla: kasvattamalla asiakkaiden halua maksaa enemmän tuotteesta tai palvelusta, vähentämällä yrityksen kustannuksien määrää tai vaikuttamalla näihin molempiin samanaikaisesti. (Barney & Clark 2007, 57–58.) Näin ollen arvokkaiden resurssien tuoma kilpailuetu syntyy siis kustannusten vähentymisestä tai hintojen nostamisesta (Crook, Ketchen, Combs & Todd 2008, 1142).

Sellaiset resurssit, jotka mahdollistavat yritystä toteuttamaan tehokkuutta parantavia strategioita ovat arvokkaita (Wernerfelt 1984, 173). Resurssien arvokkuutta voidaan analysoida arvoketjun avulla. Arvoketju on joukko yrityksen aktiviteetteja, joilla se kehittää, tuottaa ja markkinoi tuotteitaan ja palveluitaan. Eri yrityksen saattavat tehdä erilaisia valintoja arvoketjun suhteen, mikä johtaa erilaiseen lopputulemaan resursseissa ja kyvykkyyksissä. (Barney & Hesterly 2019, 91.)

Harvinaisuus

Resurssin täytyy olla harvinainen, jotta se voi toimia kilpailuedun lähteenä. Mikäli resurssi tai resurssien yhdistelmä ei ole harvinainen, suurella joukolla yrityksiä on mahdollisuus hyödyntää resurssia samalla tavalla resurssin luomiseksi ja implementoimiseksi. Yritysten kannattaa kuitenkin hyödyntää yleisiä resursseja, jotka ovat arvokkaita, koska niitä tehokkaasti hyödyntämällä voidaan päästä kilpailulliseen pariteettiin eli yhdenvertaiseen kilpailulliseen asemaan (Barney & Clark 2007, 58.)

Resurssia voidaan pitää tarpeeksi harvinaisena kilpailuedun saamiseksi niin pitkään, kun arvokkaan ja harvinaisen resurssin omaavia yrityksiä on vähemmän, mitä täydellisesti toimiva kilpailudynamiikka vaatii (Barney & Hesterly 2019, 95). Käytännössä voi olla vaikeaa määrittää kuinka harvinainen resurssin tulee olla, jotta se voi toimia kilpailuedun lähteenä. Täysin yksinoikeudellisessa käytössä olevat arvokkaat resurssit toimivat kilpailuedun lähteenä. Useammalla yrityksellä on potentiaalia saada kilpailuetua samasta resurssista niin pitkään, kun markkinalla ei saavuteta täydellistä kilpailudynamiikkaa (Barney & Clark 2007, 59.)

Imitoimattomuus

Jos nämä arvokkaat ja harvinaiset resurssit toimivat kilpailuedun lähteenä ja niiden kopioimisen hyödyt ovat pienempiä kuin resurssien tuoma hyöty, muut yritykset imitoivat näitä resursseja, mikä johtaa kilpailulliseen pariteettiin (Huang ym. 2015, 15). Yritys voi ylläpitää ylivertaista taloudellista suorituskykyä silloin, kun sen kilpailuedut eivät ole alttiita imitaatiolle (Barney 1986, 658). Yritykset voivat pyrkiä luomaan esteitä imitaatiolle torjuakseen muita yrityksiä kopioimasta arvokasta tai harvinaista resurssia, jolla ylläpidetään kilpailuetua. (ks. esim. Lippman & Rumelt 1982; Wernerfelt 1989; Rumelt 1991; Peteraf 1993). Imitaation esteet ovat voineet syntyä kahdesta syystä: resurssi on saatu haltuun ainutlaatuisissa historiallisissa olosuhteissa tai kilpailuetua tuovan resurssin ja kilpailuedun välinen kausaalisuhte on epäselvä (Dietrickx & Cool 1989, 1507–1509).

Ainutlaatuisilla historiallisilla olosuhteilla tarkoitetaan tilannetta, jossa kilpailuedun lähteenä oleva resurssi on saatu haltuun menneisyydessä tapahtuneen kumulatiivisen prosessin seurauksena, jota kilpailijat eivät pysty imitoimaan. Näiden resurssien hankkiminen on vaatinut oikeanlaisen polun valitsemista menneisyydessä. (Dietrickx & Cool 1989, 1509–1510.) Tässä tutkielmassa nämä prosessit on jaettu polkuriippuvaiseen ja stokastiseen prosessiin.

Polkuriippuvaisuudella tarkoitetaan prosessia, jossa aikaisemmat tapahtumat vaikuttavat tuleviin tapahtumiin deterministisen kaavan mukaan. Polkuriippuvaisessa prosessissa aikaisemmillä valinnoilla on enemmän merkitystä kuin myöhemmillä. (Mahoney 2006, 535–536.) Polkuriippuvaisessa prosessissa kestävää kilpailuetua tuova resurssi on hankittu tai kehitetty aikaisemmillä periodeilla. Resurssin käytön arvo ei kuitenkaan vielä hankinta tai kehittämishetkellä ollut tiedossa. Resurssin arvokkuuteen liittyvä epävarmuus on mahdollistanut sen, että yritys on voinut saada resurssin tulevaisuuden käyttöarvoa halvemmallalla. (Barney & Hesterly 2019, 97.) Näin ollen polkuriippuvaisen prosessin aiheuttama imitoimattomuus perustuu siihen, että kilpailijat eivät voi matkustaa ajassa taaksepäin ja hankkia kilpailuedun lähteenä toimivaa resurssia.

Stokastisilla prosesseilla kuvataan erilaisia satunnaisten tapahtumien sarjoja, jotka eivät ole täysin ennakoitavissa (ks. esim. Bass 2011; Medhi 2012). Stokastisia prosesseja käytetään kuvaamaan järjestelmiä, jotka ovat alttiita satunnaisuudelle (Medhi 2012, 1).

Stokastisissa prosesseissa tarkastellaan erilaisia mahdollisia polkuja, joita tarkasteltava asia voi liikkua ajan kuluessa (Bass 2011, 3). Yritys on voinut saada kilpailuedun lähteenä toimivan resurssin haltuunsa stokastisen prosessin seurauksena. Prosessin stokastisen luonteen takia voi olla vaikeaa määrittää minkä tekijän seurauksena kilpailuetu on syntynyt. (Dietrickx & Cool 1989, 1511.) Käytännössä yrityksen kestävästä kilpailuetusta tuovien resurssien imitoimattomuus voi johtua siis siitä, että resurssi on hankittu tai kehitetty satunnaisuuden määrittämän prosessin kautta.

Kausaalilla epäselvyydellä tarkoitetaan toimien ja tulosten väliseen kausaalisuhteeseen liittyvää epäselvyyttä. Tämä epäselvyys ei pelkästään ehkäise imitaatiota kilpailijoiden toimesta vaan voi tehdä myös kilpailuedun lähteestä liikkumattoman. (Lippman & Rumelt 1982, 420.) Kausaalinen epäselvyys voi olla niin suurta, että edes resurssia hallussa pitävän yrityksen sisällä ei ymmärretä toimien ja tulosten välistä yhteyttä. Kausaalisen epäselvyyden syynä voi olla resurssin näkymättömyys, monimutkaisuus tai spesifisyys. (Reed & Defillippi 1990, 91.)

Resurssin näkymättömyydellä tarkoitetaan kyvyttömyyttä tunnistaa kilpailuetuja tuova resurssi. Resurssin näkymättömyys voi johtua muun muassa siitä, että kilpailuetujen lähteiden määrä saattaa olla yhtä suuri kuin kaikkien yrityksessä tehtävien toimien määrä. Näkymättömyys luo kausaalista epäselvyyttä, koska toiminnon tekijä ei edes itse ole tietoinen kaikista toimista mitä tekee. Näin ollen toimien ja tulosten välinen yhteys jää epäselväksi myös kilpailijoille. (Reed & Defillippi 1990, 91.) Monimutkaisuus aiheutuu suuresta määrästä keskinäisriippuvaisia resursseja. Monimutkaisessa ympäristössä syy-seuraussuhteiden määrittäminen voi olla vaikeaa. Monimutkaisuus voi johtua erilaisista teknologioista, erilaisista organisaation käytännöistä tai eri määrästä yksiköiden ja tiimien kerryttämää kokemusta. (Reed & Defillippi 1990, 91–92.) Spesifisyydellä viitataan transaktiokohtaisiin resursseihin, joita hyödynnetään tuotantoprosessissa tai palvelun tarjoamisessa tietyille asiakkaille. Spesifisyyden toimiminen imitaation esteenä perustuu yrityksen ja asiakkaan väliseen molemmille hyödylliseen, kannattavaan ja pitkäkestoiseen suhteeseen. Yrityksen transaktiot saattavat spesifisyyden takia olla epäselviä kilpailijoille ja näin ollen myös vaikeasti imitoitavia (Williamson 1985, 55.)

Substituoimattomuus

Kilpailijat voivat pyrkiä substituomaan kilpailuetua tuovaa resurssia, jos imitoiminen ei onnistu. Arvokkaita resursseja voidaan pitää substituutteina silloin, kun ne ovat strategisesti samanarvoisia. Substituuttien avulla voidaan päästä erilaisilla resursseilla samoihin lopputulemiin implementoimalla ne osaksi samaan strategiaa. Tällaisessa tilanteessa kilpailuetuja ei muodostu yhdellekään yritykselle markkinoilla. (Barney & Clark 2007, 63–67.) Tämä johtuu siitä, että substituutit vähentävät tuottoja tekemällä kilpailuetuja hallussaan pitävän yrityksen kysyntäkäyrästä joustavamman (Peteraf 1993, 182). Näin ollen kestävä kilpailuetuja ei synny, jos arvokkaalle, harvinaisella ja imitoimattomalle resurssille on olemassa substituutteja.

Organisointi

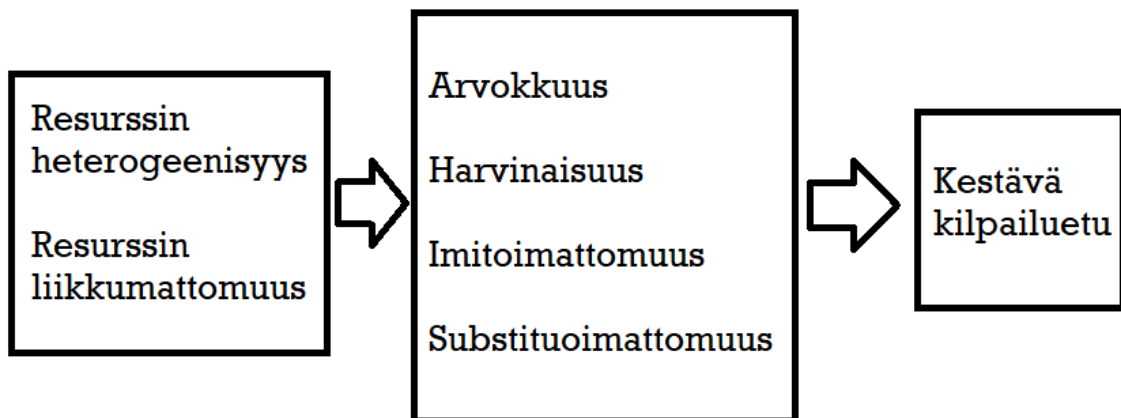
Resurssin täyden potentiaalin hyödyntäminen vaatii yritykseltä oikeanlaista organisointia. Organisoinnin tärkeitä komponentteja ovat muodollinen raportointirakenne, muodolliset ja epämuodolliset johdon ohjausjärjestelmät sekä palkitsemisjärjestelmät. (Barney & Clark 2007, 67.) Organisoinnin keinoja kutsutaan laskentatoimissa johdon kontrollijärjestelmiksi (Bhimani ym. 2019, 557).

Muodollinen raportointirakenne on kuvaus siitä, kuka raportoi kenelle. Johdon ohjausjärjestelmät sisältävät monia mekanismeja, joiden perusteella voidaan varmistaa, että johdon toiminta on yhdenmukaista yrityksen strategian kanssa. Muodollisiin ohjausjärjestelmiin lasketaan kuuluvaksi budjetointi ja alempien portaiden raportointi johdolle. Epämuodollisiin ohjausjärjestelmiin kuuluu muun muassa yrityskulttuuri ja työntekijöiden halu valvoa toistensa käyttäytymistä. Palkitsemisjärjestelmillä tarkoitetaan käytäntöjä, joilla yritykset palkitsevat työntekijöitä. Näiden käytäntöjen tarkoituksena on luoda kannustimia työntekijöille käyttäytyä tietyllä tavalla. Organisoinnin komponentteja kutsutaan komplementaariseksi resursseiksi, koska niillä on yksinään rajoittunut kyky luoda kilpailuetuja. Yhdistettynä muihin resursseihin ne voivat mahdollistaa yritystä hyödyntämään muiden resurssien täyden potentiaalin. (Barney & Clark 2007, 100–101.)

Johdon ohjausjärjestelmät toimivat tehokkaasti silloin, kun ne täyttävät kolme vaatimusta: ohjausjärjestelmien on oltava linjassa yrityksen strategian ja tavoitteiden kanssa, niiden täytyy sopia organisaation rakenteeseen ja niiden pitää motivoida johtajia

ja muita työntekijöitä toimimaan halutulla tavalla. (Bhimani ym. 2019, 557–558.) Palkitsemisjärjestelmien ideana on motivoida rahallisilla ja ei-rahallisilla palkkioilla järjestelmän piiriin kuuluvia henkilöitä toimimaan organisaation tavoitteiden mukaisesti (Merchant & Van der Stede 2012, 367). Palkitsemisjärjestelmiä voidaan pitää onnistuneina silloin, kun niiden aiheuttama suorituskyvyn kasvu on suurempi kuin palkitsemisjärjestelmien aiheuttama kustannus (Merchant & Van der Stede 2012, 384).

Resurssiperusteisen teorian taustalla on kaksi perustavanlaatuaista oletusta kilpailuetuja tuovien resurssien ominaisuuksista. Ilman näitä oletuksia ei voida selittää, miksi osa yrityksistä suoriutuu muita paremmin samalla markkinalla. Nämä oletukset ovat resurssien heterogeenisyys ja liikkumattomuus. Resurssien heterogeenisyydellä tarkoitetaan sitä, että samalla markkinalla toimivilla yrityksillä voi olla hallussaan erilainen joukko resursseja. Liikkumattomuudella tarkoitetaan sitä, että tämä ero yritysten välisissä resursseissa voi olla pitkäkestoista, koska resurssien kehittäminen tai hankkiminen voi olla kallista kilpailijoille (Barney & Hesterly 2019, 87–88.) Ei ole syytä olettaa, että markkinalla ei olisi edes jonkin verran sekä resurssien heterogeenisyyttä että liikkumattomuutta (Barney & Hoskisson 1990, 188).



Kuvio 5. Resurssiperusteisen teorian keskeisten osa-alueiden yhteys. (Lähde: mukailten Barney 1991, 112).

2.2.4 Dynaamisten kyvykkyyksien näkökulma

Tässä osiossa laajennetaan resurssiperusteisen teorian viitekehystä dynaamisten kyvykkyyksien näkökulmalla (ks. esim. Teece ym. 1997; Teece 2007; D’Aveni, Dagnino & Smith 2010; Chari, Niedenzy, Despeisse, Machado, Azevedo, Boavida-Dias &

Johansson 2022). Dynaamisten kyvykkyyksien näkökulma syntyi reaktiona disrupttiivisten ympäristöjen kasvulle viimeisimpien vuosikymmenien aikana (D’Aveni, Dagnino & Smith 2010, 1371). Disruptiot ovat olosuhteita tai tapahtumia, jotka muuttavat tai estävät operaatioita toimimaan totutulla tavalla (Madni & Jackson 2009, 1). Dynaamisten kyvykkyyksien näkökulman tarjoaman viitekehyksen hyödyntäminen on olennaista etenkin ympäristöissä, joita määrittävät innovaatioihin perustuva kilpailu, hinta-laatusuhteeseen perustuva kilpailu, kasvavat tuotot ja luova tuho (Teece, Pisano & Shuen 1997, 509).

Aikaisemmin vakaiden ympäristöjen muuttuminen disruptiiviseksi johtuu muun muassa teknologisesta muutoksesta, globalisaatiosta, toimialojen lähentymisestä, aggressiivisesta kilpailullisesta käyttäytymisestä ja sääntelyn purkamisesta (Huang ym. 2015, 8). Dynaamisten kyvykkyyksien näkökulman mukaan yrityksen voivat menestyä pitkäkestoisesti vaan hyödyntämällä sisäisiä ja ulkoisia kyvykkyyksiä näissä nopeasti muuttuvissa ympäristöissä (Teece, Pisano & Shuen 1997, 515)

Dynaamisten kyvykkyyksien näkökulman mukaan kilpailuetujen ylläpitäminen vaatii olemassa olevien yritysکوhtaisten resurssien ja kyvykkyyksien hyödyntämisen lisäksi myös uusien kehittämistä (Teece, Pisano & Shuen 1997, 515). Dynaamisilla kyvykkyyksillä tarkoitetaan yrityksen kykyä integroida, rakentaa ja uudelleenmäärittää kyvykkyyksiä nopeasti muuttuvassa liiketoimintaympäristössä. Nämä kyvykkyydet ovat yritysکوhtaisia ja niiden hyödyntämisen tehokkuus riippuu yritysکوhtaisista parametreista. (Chari ym. 2022, 2502.) Dynaamiset kyvykkyydet heijastavat yrityksen kykyä saavuttaa uusia kilpailuetujen innovatiivisia muotoja, kun polkuriippuvuus ja markkina-asema otetaan huomioon arvioimisessa (Teece ym. 1997, 516).

Näkökulma taustalla on ajatus siitä, että aikaisemmat teoriat selittävät hyvin yritystason strategioita kilpailuetujen ylläpitämiseksi, mutta eivät kykene selittämään sitä, miten jotkin yritykset luovat kestäviä kilpailuetuja nopeasti muuttuvassa ympäristössä (Teece, Pisano & Shuen 1997, 509). Disruptiivisessa ympäristössä jopa kopioimattomissa olevan resurssin tuoma kilpailuetu on vaarassa kadota (D’Aveni, Dagnino & Smith 2010, 1371). Dynaamisten kyvykkyyksien näkökulmaa voidaan pitää laajenuksena resurssiperusteiselle teorialle (Chari ym. 2022, 2502). Resurssiperusteisen teorian

keskeisenä ongelmana on se, että siinä ei huomioida markkinaympäristöjen dynaamisuutta ja yrityksissä tapahtuvaa muutosta (Wang & Ahmed 2007, 33).

Dynaamisten kyvykkyyksien näkökulman mukaan kilpailuedut hankkimisen keskiössä on johtamis- ja organisaatioprosessit, yrityksen omaisuus ja mahdolliset tulevaisuuden polut. Johtamis- ja organisaatioprosesseilla tarkoitetaan tapoja, joilla asioita tehdään organisaatiossa tai kaavoja, joiden mukaan harjoitellaan ja opitaan. Yrityksen omaisuudella tarkoitetaan sen hallussa pitämää teknologiaa, aineetonta omaisuutta, täydentäviä omaisuusluokkia, asiakkaita ja ulkoisia suhteita tavarantoimittajaan. Mahdollisilla tulevaisuuden poluilla tarkoitetaan mahdollisia strategisia vaihtoehtoja. (Teece ym. 1997, 518.)

Johtamis- ja organisaatioprosesseilla on kolme roolia: koordinaatio, oppiminen ja uudelleenmäärittäminen. Koordinaatiolla tarkoitetaan yrityksen johdon kykyä koordinoida tavalla, jolla yritys kykenee saavuttamaan strategista etua ulkoisten aktiviteettien ja teknologioiden avulla. Monien empiiristen tutkimusten mukaan yritysten kyky koordinoida aktiviteettejä selittää eroja yritysten välisissä kyvykkyyksissä¹⁰. Tehokkaasti koordinoitujen organisaatioprosessien imitoiminen voi olla vaikeaa, koska imitoiminen voi vaatia koko organisaation laajuisia systemaattisia muutoksia. (Teece ym. 1997, 518.) Toteutustapa ja ajoitus ovat keskeisessä roolissa koordinaation onnistumisen kannalta (Teece 2007, 1338).

Oppimisella tarkoitetaan prosessia, jossa toistojen ja kokeilujen avulla toimien tekeminen tapahtuu paremmin ja nopeammin. Oppimisella on yrityksen kontekstissa useita ominaisuuksia. Oppiminen vaatii taitoja niin organisaatiolta kun myös yksilöiltä. Organisaation tietämystä luodaan tekemällä aktiviteettejä uuden kaavan mukaan tai uudella yrityksen organisoinnin logiikalla. (Teece ym. 1997, 520). Etenkin oppiminen tekemällä on osoittautunut toimivaksi tavaksi parantaa yrityksen tuottavuutta (Helfat & Peteraf 2003, 1002). Oppiminen vaikuttaa myös yrityksen kykyyn tunnistaa uusia mahdollisuuksia (Teece 2007, 1323).

¹⁰ Koordinaation vaikutusta yritysten välisiin kyvykkyyseroihin on tutkinut muun muassa Garvin (1988), Fujimoto (1991) sekä Henderson & Clark (1990).

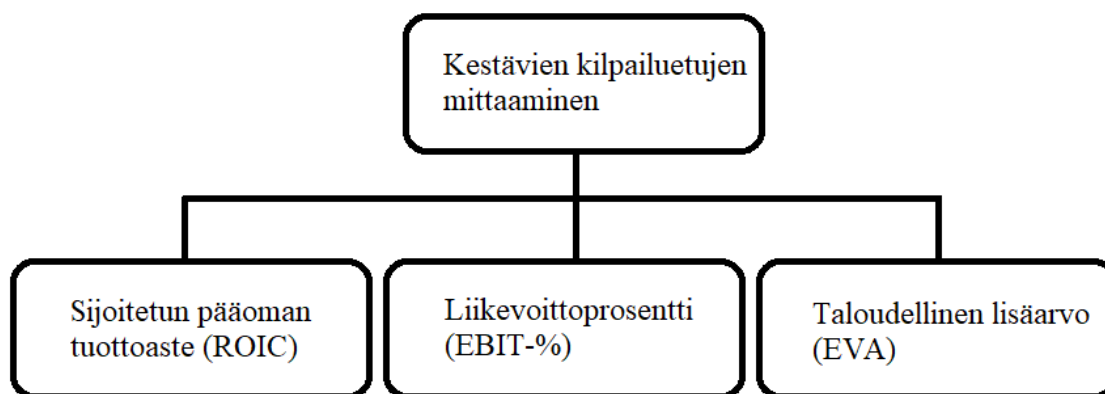
On selvää, että nopeasti muuttuvassa ympäristössä kyky uudelleenmäärittää yrityksen omaisuuden rakennetta on arvokasta. Uudelleenmäärittäminen vaatii jatkuvaa markkinoiden ja teknologioiden tarkkailua ja tahtoa omaksua parhaita käytäntöjä. Mitä enemmän yritys tekee omaisuuden uudelleenmäärittämistä, sitä helpommin se onnistuu. Uudelleenmäärittäminen on opittu organisatorinen taito. (Teece ym. 1997, 520–521.)

2.3 Yhteenveto teoreettisesta viitekehystä

Kestävien kilpailuetujen mittaamisen tarkoituksena on määrittää ne yritykset, joilla on taloudellisen suorituskyvyn perusteella kestäviä kilpailuetuja. Kestäviä kilpailuetuja voidaan mitata joko tilinpäätöksellisillä kannattavuuden mittareilla tai taloudellisen lisäarvon mittarilla. Tutkielmassa käytetään IFRS-standardein laadittuja tilinpäätöksiä. Tilinpäätösten standardit ja periaatteet tekevät yritysten välisestä vertailusta mahdollista (Barney & Hesterly 2019, 33). IFRS-tilinpäätöksen tavoitteena on antaa informaatiota erityisesti oman pääoman sijoittajille (Ihantola & Leppänen 2021, 204).

Tilinpäätösinformaation perusteella voidaan laskea tunnuslukuja, jotka kuvaavat yrityksen taloudellista suorituskykyä (Barney & Hesterly 2019, 33). Tunnuslukujen käytön tarkoituksena on eliminoida yritysten väliset kokoerot (Kallunki 2022, 203). Tässä tutkielmassa pääomaan suhteutettuna tunnuslukuna käytetään sijoitetun pääoman tuottoastetta (ROIC). Sijoitetun pääoman tuottoaste mittaa yrityksen tuottojen määrää suhteessa liiketoimintaan sijoitetun pääoman määrään (Kallunki 2022, 84). Yleisenä laskemisen periaatteena on jakaa tuottoluku sijoitetun pääoman määrällä (Greenwald & Kahn 2005, 377). Sijoitetun pääoman tuottoasteessa tuottoina käytetään yleensä liikevoittoa, josta on vähennetty operatiiviset verot (Damodaran 2007, 7). Sijoitettua pääomaa on oma pääoma ja korollinen vieras pääoma (Kallunki 2022, 84). Myyntiin suhteutettuja kannattavuuden tunnuslukuja kutsutaan kateluvuiksi. Nämä luvut lasketaan jakamalla tuotot liiketoiminnan volyyymilla eli liikevaihdon määrällä. (Kallunki 2022, 91.) Tässä tutkielmassa kilpailuetujen mittaamisessa hyödynnetään liikevoittoprosenttia (EBIT-%). Liikevoittoprosentti lasketaan jakamalla liikevoiton määrä liikevaihdon määrällä (Neilimo & Uusi-Rauva 2005, 275).

Taloudellisen lisäarvon keskeisenä erona tilinpäätöksellisiin mittareihin on se, että niissä otetaan huomioon pääoman kustannus taloudellista suorituskykyä mitattaessa (Barney & Hesterly 2019, 38). Yrityksen pääoman kustannus lasketaan velan ja oman pääoman kustannuksen painotettu keskiarvona (Farber, Gillet & Szafarz 2005, 10). Velan kustannuksella tarkoitetaan korkotasoa, jolla yritys kykenee lainaamaan rahaa tarkasteluhetkellä (Kallunki 2022, 76). Oman pääoman kustannuksella tarkoitetaan oman pääoman ehtoisten sijoittajien tuottovaatimusta (Barney & Hesterly 2019, 39). Taloudellisen lisäarvon (EVA) avulla voidaan mitata yrityksen taloudellista suorituskykyä niin, että pääoman kustannus tulee huomioiduksi. Taloudellisen lisäarvon perusideana on verrata yrityksen liiketoiminnan kannattavuutta sijoittajien asettamaan tuottovaatimukseen eli pääoman kustannukseen. Yritys luo taloudellista lisäarvoa silloin, kun sijoitetun pääoman tuottoaste on korkeampi kuin sijoitetun pääoman kustannus. (Kallunki 2022, 81–82.)



Kuvio 6. Kestävien kilpailuetujen mittaaminen tutkielman viitekehyksen mukaisesti.

Taloustieteessä markkinoiden kilpailudynamiikkojen kuvaamiseen on kehitetty neljä mallia: täydellinen kilpailu, monopoli, oligopoli ja monopolistinen kilpailu. (Krugman ym. 2007, 325). Monopoli, oligopoli ja oligopolistisen kilpailun malli kuvaavat epätäydellisesti kilpailtuja markkinoita (Begg ym. 2014, 217). Täydellisesti kilpailluilla markkinoilla kaikilla toimijoilla on täydellinen informaatio, markkinoilla on suuri määrä yrityksiä, eikä yksikään toimija kykene vaikuttamaan hintatasoon ja tuotteet ovat homogeenisiä. Monopolitilanteessa markkinoilla on vain yksi yritys, joka kykenee vaikuttamaan merkittävästi markkinahintoihin. Oligopolitilanteessa markkinoilla on muutamia toimijoita, joilla on jonkin verran kykyä vaikuttaa markkinahintoihin.

Monopolistisesti kilpailluilla markkinoilla on useita toimijoita, joilla on vähän kykyä vaikuttaa markkinahintoihin.

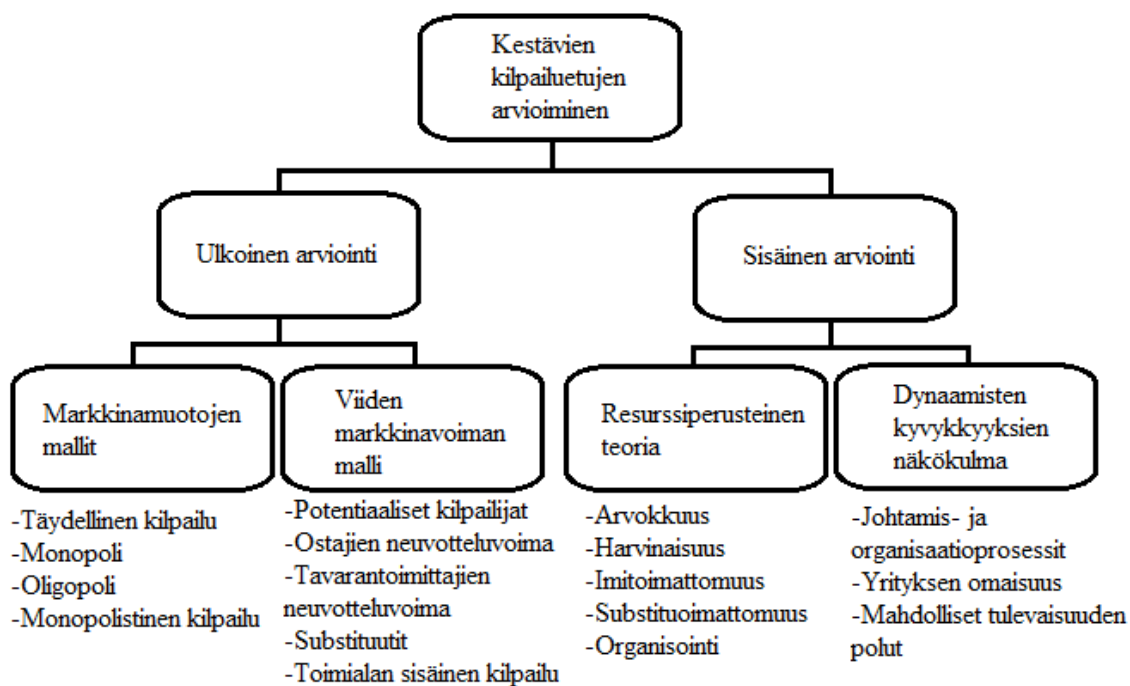
Viiden markkinavoiman malli tarkastelee kilpailullisten voimien vaikutusta markkinoiden tuottopotentiaaliin. Mallin mukaan yritys voi saavuttaa kestäviä kilpailuetuja hyödyntämällä markkinahäiriöitä epätäydellisesti kilpailluilla markkinoilla (Porter 1981, 611). Nämä kilpailulliset voimat ovat uusien kilpailijoiden uhka, ostajien neuvotteluvoima, tavarantoimittajien neuvotteluvoima, substituuttien uhka ja kilpailun kovuus nykyisten toimijoiden välillä (Porter 1980, 3–4). Kilpailu markkinoilla alkaa muistuttaa täydellisesti kilpailtua markkinoita silloin, kun kaikki viisi voimaa ovat korkealla tasolla (Barney & Hesterly 2019, 57).

Resurssiperusteisen teorian mukaan kilpailuedut syntyvät yrityksen hallussa pitämistä resursseista ja kyvykkyyksistä (Barney & Clark 2007, 49). Teorian mukaan yritys voi saavuttaa kestäviä kilpailuetuja, jos sillä on hallussaan resursseja ja kyvykkyyksiä, jotka ovat arvokkaita, harvinaisia, ei-imitoitavia ja ei-substituoitavia (Barney 1991, 105–106). Tämän kaltaiset resurssit voivat toimia kestäväen kilpailuedun lähteenä, jos yritys on organisoitunut hyödyntämään hallussaan olevien resurssien potentiaalin (Barney & Clark 2007, 67).

Resurssi on arvokas, jos se neutralisoi uhkia tai hyödyntää mahdollisuuksia (Barney & Hesterly 2019, 90). Resurssin täytyy olla harvinaisen, jotta se voi toimia kilpailuedun lähteenä. Mikäli resurssi tai resurssien yhdistelmä ei ole harvinaisen, suurella joukolla yrityksiä on mahdollisuus hyödyntää resurssia samalla tavalla resurssin luomiseksi ja implementoimiseksi. (Barney & Clark 2007, 58.) Jos nämä arvokkaat ja harvinaiset resurssit toimivat kilpailuedun lähteenä ja niiden kopioimisen hyödyt ovat pienempiä kuin resurssien tuoma hyöty, muut yritykset imitoivat näitä resursseja, mikä johtaa kilpailulliseen pariteettiin (Huang ym. 2015, 15). Yritys voi ylläpitää ylivertaista taloudellista suorituskykyä silloin, kun sen kilpailuedut eivät ole alttiita imitaatiolle (Barney 1986, 658). Kilpailijoiden kyvyttömyys imitoida arvokasta ja harvinaista resurssia voi johtua siitä, että resurssi on hankittu ainutlaatuisista historiallisista olosuhteista tai epäselvästä kausaalisuhteesta kilpailuetua tuovan resurssin ja kilpailuedun välillä (Dietrickx & Cool 1989, 1507–1509). Kilpailijat voivat pyrkiä substituomaan kilpailuetua tuovaa resurssia, jos imitoiminen ei onnistu. Arvokkaita

resursseja voidaan pitää substituutteina silloin, kun ne ovat strategisesti samanarvoisia. (Barney & Clark 2007, 63–67.) Resurssin täyden potentiaalin hyödyntäminen vaatii yritykseltä oikeanlaista organisointia. Organisoinnin tärkeitä komponentteja ovat muodollinen raportointirakenne, muodolliset ja epämuodolliset johdon ohjausjärjestelmät sekä palkitsemisjärjestelmät. (Barney & Clark 2007, 67.)

Dynaamisten kyvykkyyksien näkökulman avulla voidaan selittää, miten yritykset kykenevät ylläpitämään kestäviä kilpailuetuja nopeasti muuttuvassa ympäristössä. Dynaamisten kyvykkyyksien näkökulman mukaan kilpailuetujen ylläpitäminen vaatii olemassa olevien yritys kohtaisten resurssien ja kyvykkyyksien hyödyntämisen lisäksi myös uusien kehittämistä (Teece ym. 1997, 515). Dynaamisilla kyvykkyyksillä tarkoitetaan yrityksen kykyä integroida, rakentaa ja uudelleenmäärittää kyvykkyyksiä nopeasti muuttuvassa liiketoimintaympäristössä (Chari ym. 2022, 2502). Dynaamisten kyvykkyyksien näkökulman mukaan kilpailuedut hankkimisen keskiössä on johtamis- ja organisaatioprosessit, yrityksen omaisuus ja mahdolliset tulevaisuuden polut (Teece ym. 1997, 518).



Kuvio 7. Kestävien kilpailuetujen arvioiminen tutkielman viitekehyksen mukaisesti.

3 TUTKIELMAN EMPIIRINEN OSUUS

Tässä luvussa siirrytään tarkastelemaan tutkielman empiirisen osuuden toteuttamiseen liittyviä valintoja. Empiirinen osio on tärkeä tutkimuksen toistettavuuden, avoimuuden ja menetelmävalintojen perustelemisen kannalta. Ensiksi kuvaillaan tutkimusaineisto ja aineiston keruu. Tämän jälkeen esitellään aineiston analysointimenetelmät. Viimeisenä pohditaan tutkimuksen luotettavuutta validiteetin ja reliabiliteetin käsitteiden avulla.

3.1 Tutkimusaineisto ja aineiston keruu

Tämän tutkielman pääasiallisena tutkimusaineistona käytettiin 84 suomalaisen pörssiyrityksen tilinpäätöksiä vuosilta 2013–2022. Pörssiyritysten tilinpäätökset ovat julkisia dokumentteja, jotka löytyvät tyypillisesti yritysten internetsivuilta. Tämän lisäksi markkinainformaatiota kerättiin Orbis -tietokannasta, Damodaranin internetsivuilta ja Suomen pankin internetsivuilta.

Pääoman kustannuksen laskemiseksi tarvittiin markkinaportfolion odotettu tuotto, riskitön korko, yritysten beta-luvut ja vieraan pääoman kustannus. Markkinaportfolion odotettuna tuottona käytettiin New Yorkin yliopiston rahoituksen professori Aswath Damodaranin internetsivuilta löytyvää arviota Suomen maakohtaisesta riskipreemiosta. Tämä arvio oli suuruudeltaan 5,61 %. Maakohtainen riskipremio on markkinoiden riskipreemion ja maakohtaisen riskipreemion summa. Tätä samaa lukua käytettiin koko tarkasteluajanjakson ajan, koska vuosittaisia historiallisia riskipreemioita ei ollut saatavilla.

Riskittömänä korkona käytettiin Suomen valtion kymmenen vuoden velkakirjojen korkoa. Tämä korkotaso kerättiin Suomen pankin internetsivuilta. Sivuilta kerättiin jokaisen tarkasteluajanjakson vuodelle vallitsevalla korkotasolla valtioiden 10 vuoden obligaatioiden korkotaso. Yritysten beta-luvut kerättiin Orbis-tietokannasta. Beta-lukuna käytettiin yritysten viiden vuoden betaa. Tämä johtuu siitä, että tietokannasta ei löytynyt historiallisia beta-lukuja eikä 10 vuoden betaa. Vieraan pääoman kustannuksena tulisi käyttää korkotasoa, jolla yritys kykenee tarkasteluhetkellä lainaamaan rahaa. Tämän tason arviointi julkisen informaation perusteella on kuitenkin niin vaikeaa ja työlästä, että tässä tutkielmassa päädyttiin käyttämään 3 % korkotasoa koko tarkasteluajanjakson ajan.

Tätä valintaa tukee se, että mitattavilla yrityksillä oli erittäin vähän vierasta pääomaa, jolloin korkotason vaikutus pääoman kustannukseen on vähäinen.

Tilinpäätökset ladattiin yritysten internetsivuilta ja tallennettiin tietokoneelle. Yritysten tilinpäätöksistä kerättiin vaadittavat luvut Excel-tiedostoon sijoitetun pääoman tuottoasteen laskemiseksi. Luvut kerättiin manuaalisesti ja niiden perusteella jokaiselle mittauksen kohteena olevalla yritykselle laskettiin tarkasteluajanjakson jokaiselle vuodelle sijoitetun pääoman tuottoaste. Kaikkien yritysten sijoitetun pääoman tuottoasteet kerättiin yhteen Excel-tiedostoon, jotta koko aineisto saatiin yhteen tiedostoon analysoinnin helpottamiseksi. Liikevoittoprosentti laskettiin myös keräämällä manuaalisesti laskemiseen vaadittavat luvut tilinpäätöksistä Exceliin. Taloudellisen lisäarvon laskemisessa käytettiin aikaisemmin laskettuja sijoitetun pääoman tuottoasteita ja sijoitetun pääoman määrää. Pääoman kustannuksen laskemiseen vaadittavat luvut lisättiin Exceliin manuaalisesti. Virheiden välttämiseksi kerätyt luvut tarkastettiin kaksi kertaa.

3.2 Aineiston analysointi

Aineiston analyysillä tarkoitetaan aineiston järjestämistä ja tulkitsemista tavalla, jonka avulla voidaan vastata tutkimuskysymyksiin. Tässä kappaleessa käsitellään tutkimusaineiston analysointimenetelmät sekä kuvaillaan analysointiprosessia. Tämän tutkielman analysointimenetelmiksi valikoitui teoriaohjaava sisällönanalyysi ja tilinpäätösanalyysi.

3.2.1 Teoriaohjaava sisällönanalyysi

Laadulliselle tutkimukselle tyypillinen analyysimenetelmä on sisällönanalyysi. Periaatteessa kaikki laadullisen tutkimuksen analyysimenetelmät voidaan laskea kuuluvan sisällönanalyysiin, jos sisällönanalyysillä tarkoitetaan kirjoitettujen, kuultujen tai nähtyjen sisältöjen analyysia. (Tuomi & Sarajarvi 2003, 93.) Tämän tutkielman keskeisenä analysoitavana sisältönä ovat yritysten tilinpäätökset sekä mittaustulokset. Sisällönanalyysi voidaan jakaa aineistolähtöiseen, teorialähtöiseen ja teoriaohjaavaan sisällönanalyysiin. Aineistolähtöisessä sisällönanalyysissä pyritään luomaan tutkimusaineistosta teoreettinen kokonaisuus, jossa analyysiyksiköt valitaan tutkimuksen

tarkoituksen ja tehtävänasettelun mukaisesti. Aineistolähtöistä sisällönanalyysia ohjaa aineisto eikä teoria. Teorialähtöinen sisällönanalyysi perustuu johonkin teoriaan, malliin tai auktoriteetin esittämään ajatteluun. Tämän tyyppisen analyysin taustalla on usein aikaisemman tiedon testaaminen uudessa kontekstissa. Teoriaohjaavassa sisällönanalyysissä yhdistellään aineistolähtöisen ja teorialähtöisen sisällönanalyysin menetelmiä. (Tuomi & Sarajärvi 2003, 97–98.) Tässä tutkielmassa aineiston analysointiin käytetään teoriaohjaavaa sisällönanalyysia.

Teoriaohjaavassa sisällönanalyysissa teoria toimii apuna analyysissa, mutta analyysi ei suoraan pohjautu teoriaan. Teoriaohjaavassa sisällönanalyysissäkin analyysiyksiköt valitaan aineistosta, mutta aikaisempi tieto tai auttaa analyysia. Analyysissa näkyy aikaisemman tiedon vaikutus, mutta aikaisemman tiedon merkitys ei ole teoriaa testaavaa, vaan ennemmin uusia ajatustapoja aukovaa. Teoriaohjaavan sisällönanalyysin alkuvaiheessa edetään aineistolähtöisesti, mutta analyysin loppuvaiheessa analyysia ohjaavana ajatuksena toimii teoreettisessa viitekehyksessä esitetyt mallit. Analyysin päättelyn logiikassa vaihtelee aineistolähtöisyys ja valmiit mallit. Analyysissa yhdistellään näitä toisiinsa, jolloin tuloksena saattaa syntyä uutta tietoa. (Tuomi & Sarajärvi 2003, 98–99.)

Tämän tutkielman analyysi alkaa koko tutkimusaineistoon kohdistuvien mittaustulosten tarkastelemisella. Tämän jälkeen aineistosta karsitaan pois tutkimustehtävän kannalta epäolennaiset tarkasteluyksiköt ja siirrytään analysoimaan yrityksiä, joilla on mittauksen perusteella kestäviä kilpailuetuja. Näiden yritysten taloudellista suorituskykyä mitataan vielä kahdella erillisellä mittarilla.

Teoriaohjaavan sisällönanalyysin valinta perustuu pyrkimykseen päästä laajempaan ymmärrykseen ilmiöstä, mitä pelkällä kvantitatiivisella mittaamisella tai sisällönanalyysilla on mahdollista päästä. Aineiston analysoimisessa hyödynnetään koko ajan tilinpäätösanalyysin menetelmiä sekä mittaustuloksia. Aineiston analysoimisessa korostuu ajatus siitä, että myös laskentatoimen tuottama numeerinen tieto on pohjimmiltaan subjektiivinen arvio yrityksen taloudellisesta tilasta, eikä objektiivinen luonnontieteellinen suure. Analyysin loppuvaiheessa korostuu teoreettisessa viitekehyksessä esitetyt taloustieteen ja strategisen johtamisen mallit, joiden avulla kestäviä kilpailuetuja voidaan arvioida. Tämän menetelmävalinnan tarkoituksena on

tuottaa uudenlaista tietoa kestävästä kilpailueduista sekä niiden mittaamisesta ja arvioimisesta.

3.2.2 Tilinpäätösanalyysi

Toinen keskeinen analyysimenetelmä tässä tutkielmassa on tilinpäätösanalyysi. Tilinpäätösanalyysillä tarkoitetaan yrityksen taloudellisen tilan arvioimista päätöksentekoa varten. Yritystä voidaan verrata muihin yrityksiin tai pääomamarkkinoiden asettamiin tavoitteisiin, ja samaa yritystä voidaan verrata eri vuosien välillä. Tilinpäätösanalyysin avulla voidaan paljastaa yrityksen taloudellisen tilan erilaisia ulottuvuuksia, minkä takia sillä on keskeinen rooli yrityksen taloudellisen tilan arvioimisessa. Tilinpäätösanalyysin avulla voidaan arvioida esimerkiksi yrityksen kannattavuutta, kasvua ja liiketoiminnan riskejä. (Kallunki 2022, 14–15.) Kestävien kilpailuetujen pitäisi näkyä pitkäkestoisena ylivertaisena taloudellisena suorituskykynä, minkä takia tilinpäätösanalyysin menetelmät sopivat sen analysoimiseen. Tilinpäätösanalyysi mahdollistaa myös tämän taloudellisen suorituskyvyn taustalla olevien tekijöiden selvittämisen.

Tilinpäätösanalyysiin kuuluu usein tunnuslukuanalyysi ja sen lisäksi yrityksen strategian ja tulevaisuuden näkymien analysointi. Tunnuslukuanalyysissä tarkastellaan yrityksen taloudellista tilaa numeeristen tilinpäätöstietojen avulla. Tunnuslukuanalyysin lisäksi tilinpäätösanalyysissä usein yhdistetään muuta kuin numeerista informaatiota. (Kallunki 2022, 200.) Tässä tutkielmassa kestävien kilpailuetujen mittaamiseen käytetään kolmea tunnuslukua: sijoitetun pääoman tuottoastetta (ROIC), taloudellista lisäarvoa (EVA) ja liikevoittoprosenttia (EBIT-%). Sijoitetun pääoman tuottoaste lasketaan kaikille tarkastelujoukon yrityksille koko tarkasteluajanjakson ajalta. Taloudellinen lisäarvo ja liikevoittoprosentti lasketaan pelkästään niille yrityksille, joilla on selkeästi kestäviä kilpailuetuja sijoitetun pääoman tuottoasteen perusteella. Taloudellisen lisäarvon mittarin ja liikevoittoprosentin tarkoituksena on varmentaa, että myös muiden mittaustapojen perusteella näillä yrityksillä on kestäviä kilpailuetuja. Tämän lisäksi tarkoituksena on täydentää sijoitetun pääoman tuottoasteen mittarin puutteita.

Tunnuslukuanalyysin lisäksi tässä tutkielmassa käytetään aikasarja- ja poikkileikkausanalyysia. Aikasarja-analyysi perustuu yrityksen tunnuslukujen vertaamiseen eri vuosien välillä. Poikkileikkausanalyysissä verrataan eri yritysten tunnuslukuja samalla ajanhetkellä. Aikasarja-analyysia hyödyntämällä tunnistetaan tunnuslukujen trendejä, kuten kateprosenttien kehittymistä, koska yhdeltä tilikaudelta lasketut luvut eivät välttämättä anna oikeaa kuvaa yrityksen pitkän aikavälin taloudellisesta tilasta. Tämän takia pitää pohtia onko yksittäinen tilikausi ollut poikkeuksellinen ja mistä syystä. (Kallunki 2022, 80–81.)

Sijoitetun pääoman tuottoaste

Tässä tutkielmassa sijoitetun pääoman tuottoaste lasketaan jakamalla tuottojen määrä sijoitetun pääoman määrällä. Tuottojen määrä lasketaan vähentämällä tilinpäätöksessä raportoidusta liikevoitosta operatiiviset verot. Liikevoittoon ei oikaista kertaeristä, mutta kertaerien vaikutusta keskiarvoon vähentää tarkasteluajanjakson pituus. Oikaisuja liikevoittoon ei tehdä kahdesta syystä: oikaisujen tekeminen suurella aineistolla on erittäin työlästä sekä oikaisujen tekeminen lisää merkittävästi mittaamisen subjektiivisuutta. Mittauksessa operatiivisten verojen määränä käytetään Suomen yhteisöverokantaa eli 20 %¹¹. Suomen yhteisöverokanta on ollut tällä tasolla vuodesta 2014 alkaen, joten verokanta eroaa todellisesta yhtenä vuotena kymmenestä¹². Ei kuitenkaan ole mielekäästä laskea erikseen eri verokannalla yhtä vuotta, koska verokannan muutoksen vaikutus sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvoon on vähäinen. Yritysten todellinen verokanta saattaa poiketa tästä luvusta myös siksi, että kansainvälisesti toimivat yritykset saattavat maksaa veroja toisiin maihin eri veroasteilla. Verokannan oikaiseminen ei kuitenkaan tutkimuksen tavoitteen ja aineiston suuruuden takia ole mielekäästä.

Tässä tutkielmassa sijoitetun pääoman määrä lasketaan vähentämällä taseen loppusummasta korottoman lyhytaikaisen vieraan pääoman määrä. Jäljelle jäävään lukuun sisältyy oma pääoma, korollinen vieras pääoma ja koroton pitkäaikainen vieras

¹¹ Valtionvarainministeriö. (2023). *Elinkeinoverotus*. Luettu 27.10.2023
<https://vm.fi/verotus/elinkeinoverotus>

¹² Veronmaksajat. (2022), *Yhteisöverotus*. Luettu 27.10.2023
<https://www.veronmaksajat.fi/tutkimus-ja-tilastot/yhteisoverotus/#6f87b4cb>

pääoma. Korottomaan lyhytaikaiseen vieraaseen pääomaan kuuluu ostovelat, siirtovelat, lyhytaikaiset verovelat ja muut mahdolliset korottomat erät.

$$(1) \text{ Sijoitetun pääoman tuottoaste} = \frac{\text{Liikevoitto} - \text{Operatiiviset verot}}{\text{Taseen loppusumma} - \text{Koroton lyhytaikainen vieras pääoma}}$$

Mittaaminen toteutetaan laskemalla kaikkien tarkastelujoukon yritysten sijoitetun pääoman tuottoaste tarkasteluajanjakson jokaiselle vuodelle. Kaikkien yritysten sijoitetun pääoman tuottoasteille lasketaan aritmeettinen keskiarvo. Yritykset luokitellaan järjestykseen kannattavimmasta heikoimmin kannattavaan perustuen sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvoon tarkasteluajanjaksolla. Tarkastelujoukon yritysten sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvojen perusteella määritetään keskiarvo ja mediaani koko tarkastelujoukon yrityksille. Näiden lukujen perusteella pyritään määrittämään millä yrityksillä on kestäviä kilpailuetuja.

Taloudellinen lisäarvo

Tässä tutkielmassa tuotetun taloudellisen lisäarvon määrä lasketaan vähentämällä sijoitetun pääoman tuottoasteesta pääoman kustannus ja kertomalla tämä erotus sijoitetun pääoman määrällä. Sijoitetun pääoman tuottoasteena käytetään tutkielman aikaisemmassa vaiheessa laskettua sijoitetun pääoman tuottoastetta yritykselle. Pääoman kustannus lasketaan pääoman painotetun keskimääräisen kustannuksen kaavan (WACC) avulla. Pääoman painotettu keskimääräinen kustannus lasketaan oman pääoman ja vieraan pääoman painotettujen keskimääräisten kustannusten summana. Oman pääoman painotetun kustannus lasketaan jakamalla oman pääoman määrä koko pääoman määrällä ja kertomalla jakojäännös oman pääoman kustannuksella. Oman pääoman kustannus lasketaan kertomalla markkinoiden riskipremio yrityskohtaisella beta-luvulla ja lisäämällä tulon riskitön korko. Vieraan pääoman painotettu kustannus lasketaan jakamalla vieraan pääoman määrä pääoman määrällä ja kertomalla jakojäännös vieraan pääoman kustannuksella, josta on vähennetty velan veroetu. Sijoitetun pääoman määränä käytetään samaa lukua, kun sijoitetun pääoman tuottoasteen laskemisessa käytettiin. Alla olevassa kaavassa EVA:lla tarkoitetaan taloudellista lisäarvoa, ROIC on sijoitetun pääoman tuottoaste, WACC tarkoittaa pääoman keskimääräistä painotettua kustannusta ja SIPO merkitsee sijoitetun pääoman määrää.

$$(2) \text{ EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{SIPO}$$

Liikevoittoprosentti

Tässä tutkielmassa liikevoittoprosentti lasketaan jakamalla liikevoiton määrä liikevaihdon määrällä. Liikevoiton määränä käytetään yrityksen tilinpäätöksissä ilmoitettua liikevoiton määrää, eikä tähän lukuun tehdä oikaisuja. Liikevaihto kerätään myös suoraan oikaisemattomana yritysten tilinpäätöksistä. Liikevoittoprosenttia analysoidaan aikasarja-analyysina avulla. Sitä hyödyntämällä tunnistetaan kehitystrendejä sekä poikkeamia. Liikevoittoprosentin taso kertoo yrityksen hinnoitteluvoiman ja kustannusten hallinnan yhdistelmästä. Yritystutkimus ry:n (2017) mukaan hyvä taso liikevoittoprosentille on yli 10 %, tyydyttävä on 5–10 % ja heikko on alle 5 %. Tässä tutkielmassa erinomaisena arvona liikevoittoprosentille pidetään vähintään 20 % tasoa.

$$(3) \text{ Liikevoittoprosentti} = \frac{\text{Liikevoitto}}{\text{Liikevaihto}} \times 100\%$$

3.3 Tutkielman validiteetti ja reliabiliteetti

Tutkimuksien luotettavuus ja pätevyys saattaa vaihdella siitä huolimatta, että virheiden syntymistä pyritään välttämään. Tämän takia on tärkeää arvioida tutkimusten luotettavuutta. (Hirsjärvi ym. 2007, 226.) Koska tämä tutkielma toteutetaan monimenetelmätutkimuksena, sekä kvantitatiivisen että kvalitatiivisen tutkimuksen luotettavuutta on tarkasteltava. Kvantitatiivisen tutkimuksen luotettavuuden arvioinnin keskiössä on mittarien ja mittauksen luotettavuuden tarkastelu. Kvalitatiivisen tutkimuksen luotettavuuden arvioinnin kohteena on pääasiassa tutkija itse ja hänen toimenpiteensä tutkimusprosessin aikana. (Kihn & Ihantola 2008, 88.) Tutkimusmenetelmien luotettavuuden arvioinnissa käytetään yleensä validiteetin ja reliabiliteetin käsitteitä. Reliabiliteetilla viitataan tutkimustulosten toistettavuuteen eli kykyyn antaa ei-sattumanvaraisia tuloksia. Validiteetilla tarkoitetaan mittarin tai tutkimusmenetelmän kykyä mitata juuri sitä, mitä on tarkoituskin mitata. (Hirsjärvi ym. 2007, 226.)

Kvantitatiivisen tutkimuksen validiteetilla tarkoitetaan erityisesti systemaattisen virheen puuttumista (Kihn & Ihantola 2008, 83). Virhe on systemaattinen silloin, kun se toistuu kerta toisensa jälkeen samanlaisena (Alkula, Pöntinen & Ylöstalo. 2002, 91). Tässä tutkielmassa kvantitatiivisen tutkimuksen validiteettia tarkastellaan sisäisen validiteetin ja ulkoisen validiteetin näkökulmasta. Sisäisellä validiteetilla tarkoitetaan tulkin sisäistä loogisuutta ja ristiriidattomuutta. Ulkoisella validiteetilla viitataan tutkimustulosten yleistettävyyttä muihin kuin tutkittuihin tapauksiin. (Koskinen ym. 2005, 254.)

Laskentatoimen kvantitatiivisessa tutkimuksessa keskeinen kysymys koskee johtopäätösten tekemistä otoksen ja kontrollimekanismien perusteella (Ryan ym. 2002, 141). Sisäisen validiteetin toteutumisen vaatimuksena on, että muutokset riippuvassa muuttujassa johtuvat riippumattomasta muuttujasta, eikä mistään muusta tekijästä (Abernathy, Chua, Luckett & Selto. 1999, 16). Tämän tutkielman kontekstissa tämä tarkoittaa sitä, että pitkäkestoisen taloudellisen suorituskyvyn on oltava seurausta kestävästä kilpailueduista eikä mistään muusta tekijästä. Tätä oletusta pyritään varmentamaan mittaamalla taloudellista suorituskykyä useilla eri mittareilla sekä analysoimalla tekijöitä, jotka ovat johtaneet tähän suorituskykyyn. Kvantitatiivisessa tutkielmassa myös itse tutkimusprosessi voi olla uhkana sisäiselle validiteetille. Tutkimusprosessin uhkia validiteetille ovat riittämätön tieto tai ristiriidat tutkielman logiikassa, mutta myös puutteet aineiston keräämisessä, analysoimisessa sekä tulkinnoissa voivat uhata sisäistä validiteettia. (Ihantola & Kihn 2011, 42.) Tässä tutkielmassa tätä uhkaa pyritään vähentämään huolellisella tutkimusprosessin suunnittelulla ja kuvaamisella.

Kvantitatiivisessa tutkimuksessa ulkoinen validiteetti määrittää voiko tutkielman perusteella tehdä yleistäviä johtopäätöksiä perustuen käytettyyn malliin ja kerättyyn aineistoon, ja voiko tuloksia yleistää muihin näytteisiin, aikaan ja asetelmiin (Ihantola & Kihn 2011, 42). Kvantitatiivisen tutkielman ulkoista validiteettia uhkaa kolme keskeistä ongelmaa: tutkimuksen populaatio, aika ja ympäristöllinen validiteetti (Ryan ym. 2002, 123–124). Tutkimuksen populaation validiteetilla viitataan siihen, että voiko tietyn populaation tutkimisen perusteella tehdä päätelmiä. Ulkoista validiteettia uhkaa muun

muassa liian pieni otoskoko tai jos otos on ei-sattumanvaraisesti valittu, jolloin otos ei kuvaa aidosti koko populaatiota. Ajallisella validiteetilla tarkoitetaan laajuutta, jolla tiettyä ajanjaksoa tarkasteleva tutkimus voidaan yleistää muihin ajanjaksoihin. Rakenteelliset muutokset muuttujien välisissä suhteissa tekevät tutkielman ajallisesta validiteetista heikon. Ympäristöllisellä validiteetilla tarkoitetaan sitä, että voidaanko tuloksia yleistää erilaisiin tutkimusasetelmiin. (Ihantola & Kihn 2011, 43.)

Laadullisessa tutkimuksessa validiteetti merkitsee etenkin kuvauksen ja siihen liitettyjen selitysten ja tulkintojen yhteensopivuutta (Hirsjärvi 2007, 227). Laadullisessa tutkimuksessa sisäisellä validiteetilla tarkoitetaan etenkin aineiston ja johtopäätösten luotettavuutta (Ryan ym. 2002, 155–156). Sisäistä validiteettia voidaan pitää kvalitatiivisen tutkimuksen vahvuutena, koska empiirisestä tutkimuskohteesta saadaan välittömämpää, syvällisempää ja sävyllään rikkaampaa tietoa. (Kihn & Ihantola 2008, 89). Kvalitatiivisessa tutkimuksessa ulkoisella validiteetilla tarkoitetaan tulkinnan yleistettävyyttä. Ulkoisen validiteetin perusongelmana on ratkaista, miten harvoja organisaatioita koskevista yksittäistuloksista voidaan nousta yleisemmän teorianmuodostuksen tasolla. (Kihn & Ihantola 2008, 89.)

Kvantitatiivisessa tutkimuksessa reliabiliteetilla tarkoitetaan sitä, kuinka hyvin mitataan sitä mitä on tarkoituskin mitata. Reliabiliteetin puutteella viitataan sattumaan perustuviin virheisiin. (Ihantola & Kihn 2011, 43.) Ilman mittauksen reliabiliteettia hypoteesien testaamisesta ja muuttujien välisten suhteiden perusteella tehtävistä päätelmistä tulee vaikeaa (Kerlinger 1964). Satunnaiset virheet kuten kirjoitusvirheet, virheet aineiston keräämisessä, tallentamisessa ja analysoimisessa uhkaavat tutkielman luotettavuutta jokaisessa tutkimusprosessin vaiheessa (Ihantola & Kihn 2011, 43). Tässä tutkielmassa aineiston keräämiseen liittyviä virheitä on pyritty vähentämään tarkastamalla kahteen kertaan kerättyjen, tallennettujen ja analysoitujen lukujen oikeellisuus.

Kvalitatiivisessa tutkielmassa prosessin reliabiliteetilla tarkoitetaan yleensä johdonmukaisuutta, jolla toinen henkilö voi tarkastella työtä ja päätyä samoihin johtopäätöksiin. Huolellinen dokumentointi ja raportointi mahdollistavat lukijaa käsittämään miten tutkija on kerännyt, tuottanut ja tulkinnut aineistoa (Ihantola & Kihn 2011, 43–44.) Tämän tutkielman reliabiliteettia pyritään parantamaan kuvaamalla tutkimusprosessin jokainen vaihe selkeästi ja perustellusti. Tutkimusprosessin

reliabiliteettia laadullisessa tutkielmassa voi heikentää myös se, että aineistoa ei ole kerätty tarpeeksi pitkältä ajanjaksolta (McKinnon 1988, 40–51). Tähän haasteeseen pyritään vastaamaan käyttämällä kymmenen vuoden tarkasteluajanjaksoa.

4 TUTKIELMAN TULOKSET

Tässä luvussa esitellään tutkielman mittaustulokset sekä analysoidaan mittaustuloksia. Ensimmäiseksi tarkastellaan yritysten kannattavuutta sijoitetun pääoman tuottoasteen kautta. Tämän jälkeen analysoidaan sijoitetun pääoman tuottoasteen perusteella kannattavimpien yritysten tuottamaa taloudellista lisäarvoa sekä liikevoittoprosenttia. Seuraavaksi arvioidaan yritysten kestäviä kilpailuetuja teoreettisessa viitekehyksessä esitettyjen teoreettisten mallien avulla.

4.1 Sijoitetun pääoman tuottoaste

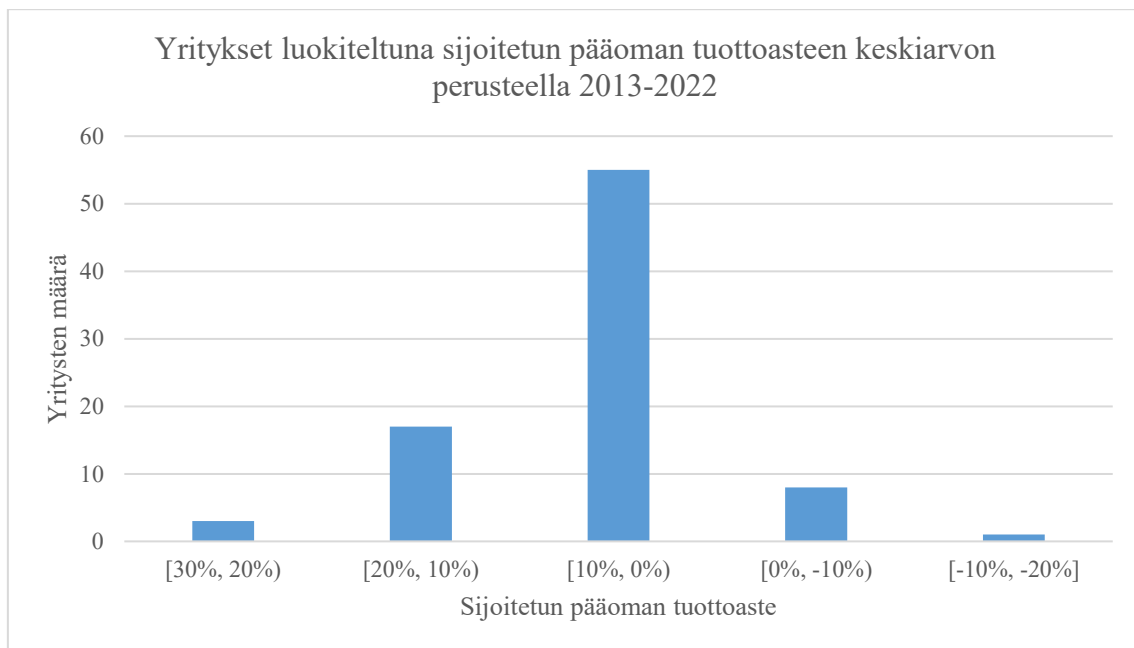
Sijoitetun pääoman tuottoaste laskettiin 84 yrityksen osalta aikajaksolla 2013–2022. Tarkastelujoukon yritysten keskimääräinen sijoitetun pääoman tuottoaste oli 6,5 % ja mediaani 5,6 %. Sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvo ja mediaani olivat suunnilleen samalla tasolla kuin Suomen markkinariskipremio.¹³ Mittaustulosten perusteella vaikutti siltä, että koko tarkastelujoukon sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvo vastaa suunnilleen yritysten pääoman kustannusta. Näiden havaintojen perusteella tarkastelujoukon yritysten kannattavuus kokonaisuudessaan muistuttaa täydellisesti kilpailtuja markkinoita. Lähtökohtaisesti yrityksiltä ei siis voida odottaa kuin pääoman kustannusta vastaavaa tuottoa. Tarkasteluaineistosta löytyi kuitenkin muutamia selkeitä poikkeamia keskiarvosta.

Taulukko 2. Yritykset luokiteltuna sijoitetun pääoman tuottoasteen perusteella.

Luokka	Yritysten määrä	Suhteellinen osuus (%)
[30 %, 20 %)	3	4 %
[20 %, 10 %)	17	20 %
[10 %, 0 %)	55	65 %
[0 %, -10 %)	8	10 %
[-10 %, -20 %]	1	1 %
Yhteensä	84	100 %

¹³ Damodaranin arvion mukaan Suomen markkinariskipremio on vuonna 2023 5,61 %.
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html Luettu 26.11.2023

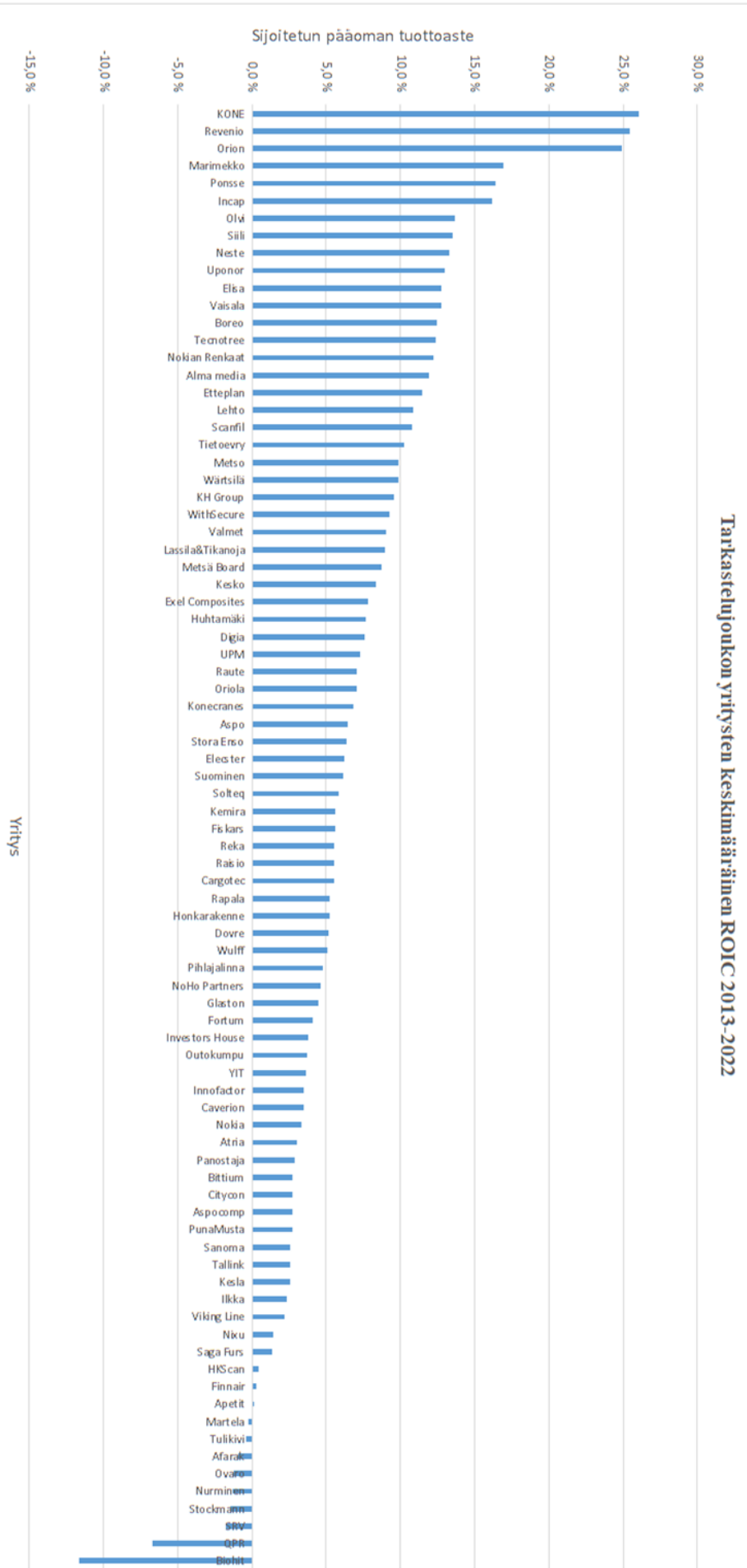
Viidenkymmenenviiden yrityksen sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvo oli vähintään positiivinen, mutta alle 10 %. Näin ollen suurimmalla osalla tarkastelujoukon yrityksistä sijoitetun pääoman tuottoaste oli lähellä keskiarvoa. Seitsemällätoista yrityksellä eli 20 % tarkastelujoukosta sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvo oli vähintään 10 %, mutta korkeintaan 20 %. Kahdeksan yrityksen sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvo oli negatiivinen, mutta korkeampi kuin -10 %. Yhden yrityksen sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvo tarkastelujaksolla oli enemmän kuin -10 % negatiivinen. Kolmen yrityksen sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvo oli vähintään 20 %, mutta alle 30 %. Sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvon perusteella suurin osa yrityksistä saavuttaa suunnilleen keskiarvoista taloudellista suorituskyykyä. Mittauksen perusteella on kuitenkin olemassa muutamia poikkeavia yrityksiä, jotka kykenevät pitkäkestoiseen yliverlaiseen taloudelliseen suorituskyykyyn. Nämä mittaustulokset ovat linjassa aikaisemmin toteutettujen laajojen kannattavuusmittausten tulosten kanssa.¹⁴



Kuvio 8. Yritykset luokiteltuna sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvon perusteella 2013–2022.

¹⁴ Muellerin (1986) tarkastelussa kannattavuudet suurilla teollisuusyrityksillä lähentyivät keskiarvoa pitkällä aikavälillä, mutta poikkeuksellisen kannattavilla yrityksillä paluussa keskiarvoon kesti kauemmin ja pienellä osalla parhaiten suoriutuvista yrityksistä taloudellinen suorituskyyky parani pitkällä aikavälillä. Wigginsin ja Rueflin (2002) tutkimuksessa pieni joukko yrityksiä kykeni yliverlaiseen taloudelliseen suorituskyykyyn 25 vuoden tarkasteluajanjaksolla. McGahanin ja Porterin (2003) tutkimuksen mukaan korkea taloudellista suorituskyykyä edeltää korkea taloudellinen suorituskyyky, mutta heikkoa taloudellista suorituskyykyä edeltää keskimääräinen taloudellinen suorituskyyky.

Kuvion 8 tarkoituksena on havainnollistaa luokittelun avulla yritysten sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvoa. Suurin osa tarkastelujoukon yrityksistä sijoittui lähelle keskiarvoa. Kuten palkkien korkeudesta nähdään vähintään 10 % keskimääräiseen tuottoon kykeneviä yrityksiä oli enemmän kuin tappiollisia yrityksiä. Tätä mahdollisesti selittää se, että tappiolliset yritykset menevät konkurssiin tai poistuvat pörssistä joltain muuta reittiä, jolloin niistä ei ole saatavilla aineistoa samalla tavalla kuin kannattavista yrityksistä. Toinen syy voi olla se, että yritysten pitää olla jo valmiiksi menestyneitä tai asemansa vakiinnuttaneita, jotta ne edes täyttävät pörssilistautumisen minimivaatimukset. Näistä syistä tarkasteluaineisto saattaa antaa liian hyvän kuvan yritysten sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvosta. Tarkasteluaineiston perusteella pitkäkestoinen ylivertainen taloudellinen suorituskyky on harvinaista.



Kuvio 9. Tarkastelujoukon yritysten keskimääräinen sijoitetun pääoman tuottoaste 2013–2022.

Kuvio 9 erittelee kaikkien tarkastelujoukon yritysten sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvon. Kuvion 9 perusteella tarkastelujoukosta erottuu poikkeuksellisen kannattavina KONE, Revenio Group ja Orion, näiden yritysten saavuttaessa noin 25 % keskimääräisen sijoitetun pääoman tuottoasteen. Kolmen kannattavimman jälkeen muusta joukosta erottui Marimekko, Ponsse ja Incap yli 15 % keskimääräisellä sijoitetun pääoman tuottoasteella. Kuuden kannattavimman yrityksen jälkeen loppujen yritysten sijoitettujen pääoman tuottojen keskiarvo laskee suhteellisen tasaisesti siirryttäessä kannattavimmista yrityksistä kohti heikommin kannattavia. Heikoimmin kannattavista erottuu etenkin Biohit ja QPR. Biohitin keskimääräisen sijoitetun pääoman tuoton ollessa -11,7 % ja QPR:n -6,7 %. Yrityskohtaisia kannattavuuksia tarkasteltaessa on huomioitava, että tässä tutkielmassa sijoitetun pääoman määrästä ei vähennetä ylimääräisiä kassavaroja. Tämä valinta laskee siis merkittäviä kassavaroja hallussaan pitämien yritysten sijoitetun pääoman tuottoastetta.



Kuvio 10. Tarkastelujoukon kymmenen kannattavinta yritystä sijoitetun pääoman tuottoasteen perusteella.

Kuvio 10 havainnollistaa kymmenen kannattavimman yrityksen sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvoja 2013–2022. Kuvion perusteella nähdään miten jyrkästi keskimääräinen sijoitetun pääoman tuottoaste laskee jo kymmentä kannattavinta yritystä vertailtaessa. Korkein sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvo oli 26,0 % ja kymmenenneksi korkein oli 13,0 %. Korkeimman ja kymmenenneksi korkeimman sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvon välillä on 13 prosenttiyksikköä. Tämä on yhtä

paljon kuin kymmenenneksi korkeimman ja 75:ksi korkeimman yrityksen välillä. Ero kaikista kannattavimpien yritysten ja muiden yritysten välillä on siis suuri ja keskimääräiset kannattavuudet alkavat laskemaan jyrkästi siirryttäessä kannattavimmista yrityksistä vähemmän kannattaviin.

Sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvon perusteella kolmella yrityksellä vaikutti tarkastelujaksolla olleen kestäviä kilpailuetuja. Nämä yritykset olivat KONE, Revenio Group ja Orion. Näiden yritysten sijoitetun pääoman tuottoasteiden keskiarvo poikkesi selkeästi muusta tarkastelujoukosta ja täydellisesti kilpailluilta markkinoilta odotettavissa olevista tuotoista. Marimekon, Ponsen ja Incapin kannattavuudet erosivat tarkastelujoukon suuresta joukosta olleen keskimääräisesti yli 16 %. Niilläkin voidaan olettaa sijoitetun pääoman tuottoasteen perusteella olleen kestäviä kilpailuetuja, mutta ei niin suurella varmuudella kuin kolmen kannattavimman yrityksen tapauksessa. On myös mahdollista, että tarkastelujoukossa oli muita yrityksiä, joilla oli kestäviä kilpailuetuja, mutta tämänkaltaisen mittauksen perusteella niitä ei kyetty aineistosta erittelemään. Sijoitetun pääoman tuottoaste ei huomio kilpailijoiden kannattavuuksia eikä pääoman kustannusta. Tarkastelutasona on yritystaso, jolloin useilla eri markkinoilla toimivien yritysten yksittäisillä liiketoimintayksiköillä voi olla ollut omalla markkinallaan kestäviä kilpailuetuja. Näiden kestävien kilpailuetujen tuoma yliverlainen taloudellinen suorituskyky ei välttämättä näy yritystason kannattavuudessa.

Kone lyhyesti

KONE toimittaa hissejä, liukuportaita ja automaattiovia sekä tarjoaa ratkaisuja laitteiden huoltoon ja modernisointiin rakennusten koko elinkaaren ajan. KONE on yksi maailman johtavista yrityksistä alallaan. KONEella on vuonna 2022 toimintaa yli 60 maassa, yli 550 000 asiakasta ja 60 000 työntekijää. KONEen liikevaihdosta noin puolet kertyi uusien laitteiden myynnistä ja toinen puolisko huollosta ja modernisoinnista. (KONE tilinpäätös 2022, 1–2.) KONEen liikevaihdon jakauma liiketoiminta-aluittain on pysynyt vakaana koko tarkasteluajanjakson ajan¹⁵.

¹⁵ Vuonna 2013 liikevaihdosta 54 % tuli uusien laitteiden myynnistä ja 46 % tuli huollosta ja modernisoinnista (KONE tilinpäätös 2013, 2).

Revenio Group lyhyesti

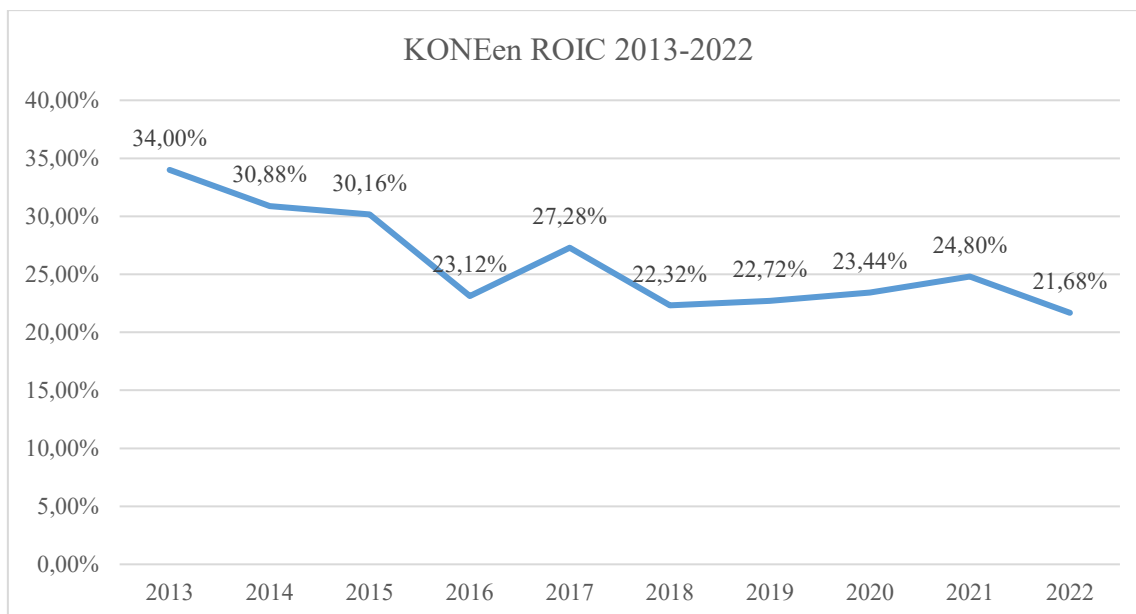
Revenio Group toimittaa oftamologisia laitteita ja ohjelmistoratkaisuja globaaleille markkinoille. Revenio Groupin diagnostiikkaratkaisuihin kuuluu silmänpaineen mittausslaitteet, silmäpohjan kuvantamislaitteet, perimetrit ja kliiniset ohjelmistot. (Revenio tilinpäätös 2022, 4.) Huomionarvoisin tapahtuma oli vuonna 2019 toteutettu yrityskauppa, jossa Revenio Group osti italialaisen CenterVuen 69 miljoonan euron hinnalla (Revenio tilinpäätös 2019, 4). Revenion myymiä tuotteita tarkasteluajanjaksolla olivat muun muassa silmänpainemittarit, silmänpohjan kuvantamislaitteet, perimetrit ja ohjelmistoratkaisut.¹⁶

Orion lyhyesti

Orion on maailmanlaajuisesti toimiva lääkeyhtiö, joka kehittää, valmistaa ja markkinoi ihmis- ja eläinlääkkeitä sekä lääkkeiden vaikuttavia aineita. Orion panostaa jatkuvasti uusien lääkkeiden sekä hoitotapojen tutkimiseen ja kehittämiseen. Orionin liikevaihdosta noin puolet on alkuperälääkkeitä, noin 40 % erityistuotteita ja loput liikevaihdosta jakaantuu eläinlääkkeiden sekä fermion ja sopimusvalmistuksen kesken. (Orion tilinpäätös 2022, 4–5.) Orionin liikevaihdon jakauma tulosityksiköiden välillä pysyi suhteellisen vakaana koko tarkasteluajanjakson ajan.¹⁷ Vuonna 2013 alkuperälääkkeet olivat noin 40 % liikevaihdosta, erityistuotteiden osuus oli myös noin 40 % liikevaihdosta, eläinlääkkeiden sekä fermion kattaessa loppuosuuden liikevaihdosta (Orion tilinpäätös 2013, 10–11).

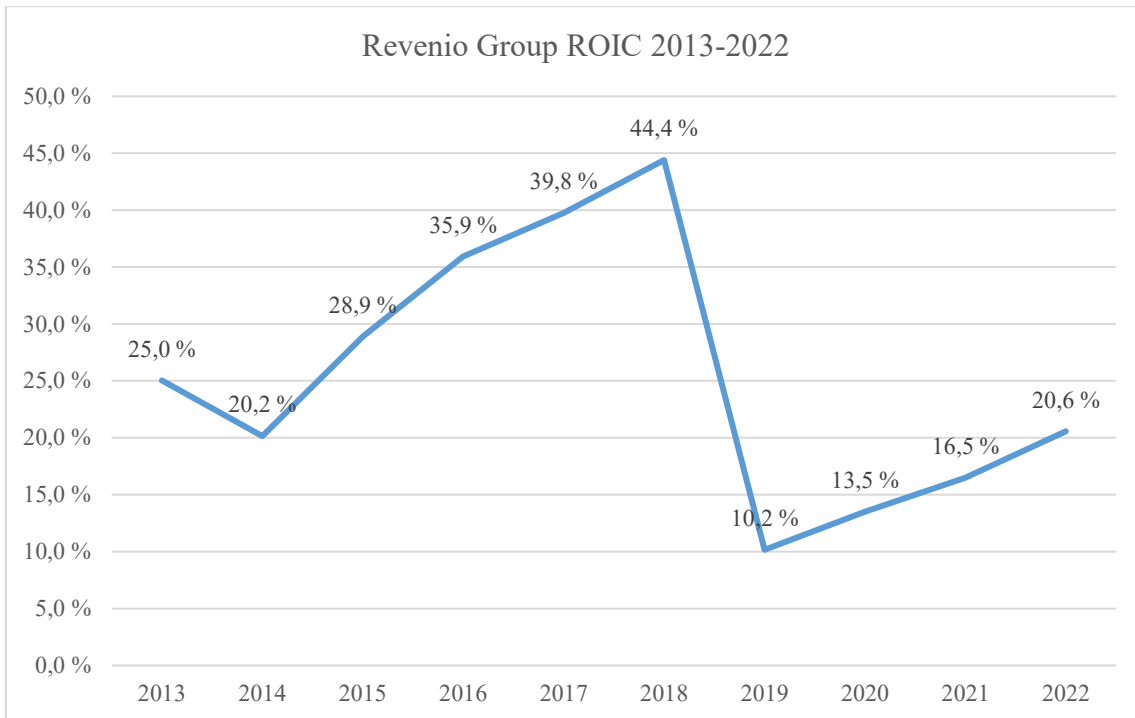
¹⁶ Revenio Groupin tuotteet: <https://www.reveniogroup.fi/fi/meista/tuotteet> Luettu 26.11.2023

¹⁷ Vuonna 2013 alkuperälääkkeet olivat noin 40 % liikevaihdosta, erityistuotteiden osuus oli myös noin 40 % liikevaihdosta, eläinlääkkeiden sekä fermion kattaessa loppuosuuden liikevaihdosta (Orion tilinpäätös 2013, 10–11).



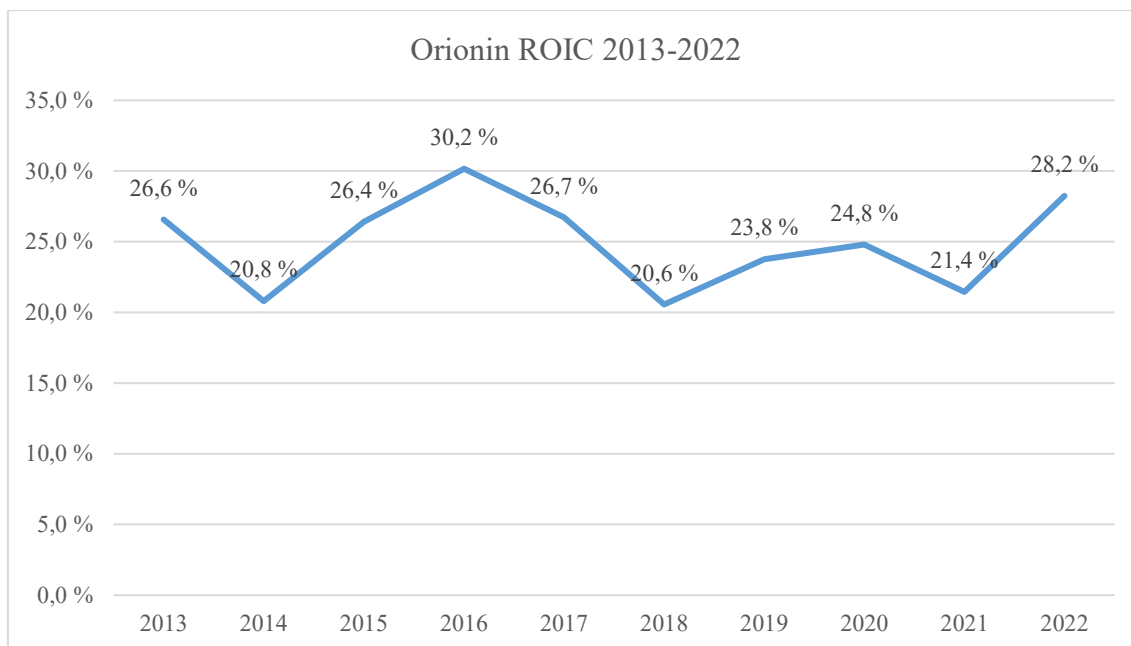
Kuvio 11. KONEen sijoitetun pääoman tuottoaste 2013–2022.

KONEen sijoitetun pääoman tuottoaste oli tarkasteluajanjaksolla keskimäärin 26,0 %, mikä oli koko tarkastelujoukon korkein lukema. Tätä voidaan pitää erinomaisena tasona ja merkinä siitä, että KONEen investoinnit olivat poikkeuksellisen kannattavia. Korkeimmillaan KONEen sijoitetun pääoman tuottoaste oli 34,0 % vuonna 2013 ja matalimmillaan 21,68 % vuonna 2022. KONEen sijoitetun pääoman tuottoaste oli tarkasteluajanjaksolla laskutrendissä. Tämä voi olla merkki kilpailuetujen heikkenemisestä. Toisaalta sijoitetun pääoman tuottoaste on voinut laskea myös johtuen muun muassa heikentyneistä markkinaolosuhteista. KONEen sijoitetun pääoman tuottoaste on ollut korkealla tasolla tarkasteluajanjakson jokaisena vuotena, joten sijoitetun pääoman tuottoasteen perusteella voidaan sanoa, että KONEella oli tarkasteluajanjaksolla kestäviä kilpailuetuja.



Kuvio 12. Revenio Groupin sijoitetun pääoman tuottoaste 2013–2022.

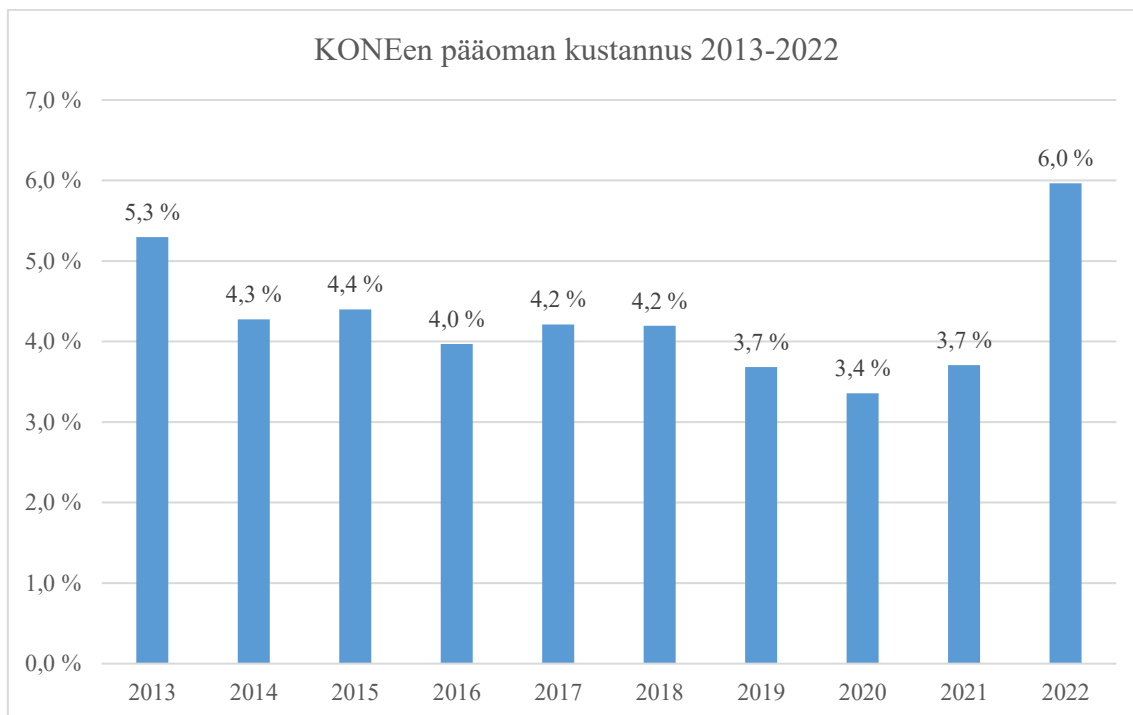
Revenio Groupin sijoitetun pääoman tuottoaste oli tarkasteluajanjaksolla keskimäärin 25,5 %, mitä voidaan pitää erinomaisena tasona. Korkeimmillaan Revenio Groupin sijoitetun pääoman tuottoaste oli 44,4 % vuonna 2018 ja matalimmillaan 10,2 % vuonna 2019. Revenio Groupin sijoitetun pääoman tuottoaste oli nousutrendissä tarkasteluajanjakson ensimmäisen puoliskon. Vuodesta 2018 vuoteen 2019 yrityksen sijoitetun pääoman tuottoaste laski reilusti. Tämä selittyy todennäköisesti Revenio Groupin vuonna 2019 toteuttamalla yrityskaupalla. Vuoden 2019 jälkeen Revenio Groupin sijoitetun pääoman tuottoaste oli selkeässä nousutrendissä. Revenio Groupin korkea keskimääräinen sijoitetun pääoman tuottoaste on selkeä merkki kestävästä kilpailueduista, vaikka yrityksen sijoitetun pääoman tuottoaste ei vuosien 2019–2021 aikana ollut poikkeuksellisen korkeilla tasoilla.



Kuvio 13. Orionin sijoitetun pääoman tuottoaste 2013–2022.

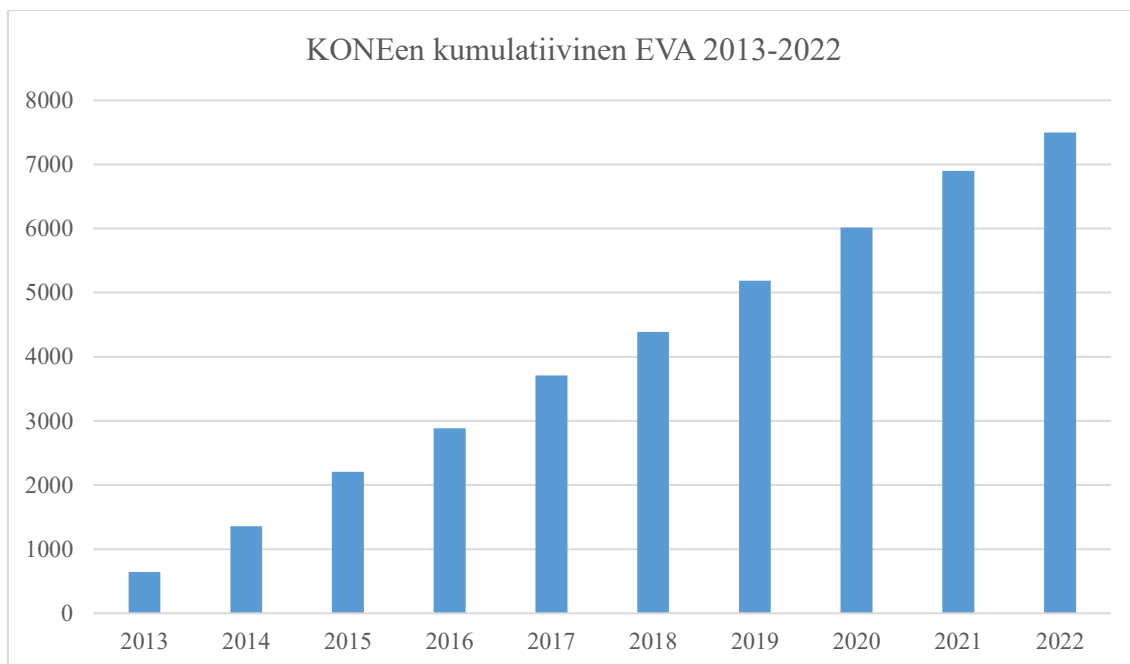
Orionin sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvo tarkasteluajanjaksolla oli 24,9 %, mitä voidaan pitää erinomaisena tasona. Korkeimmillaan Orionin sijoitetun pääoman tuottoaste oli 30,2 % vuonna 2016 ja matalimmillaan 20,6 % vuonna 2018. Orion onnistui pitämään sijoitetun pääoman tuottoasteen erinomaisella tasolla tarkasteluajanjakson jokaisena vuotena. Yrityksen sijoitetun pääoman tuottoasteella ei tarkasteluajanjaksolla ollut selkeitä pidempikestoisia nousu- tai laskutrendejä. Pisimmillään sijoitetun pääoman tuottoaste nousi tai laski kahden vuoden ajan. Orionin sijoitetun pääoman tuottoaste oli tarkasteluajanjakson jokaisena vuotena erinomaisella tasolla, mikä on selkeä merkki kestävästä kilpailueduista.

4.2 Taloudellinen lisäarvo



Kuvio 14. KONEen pääoman kustannus 2013–2022.

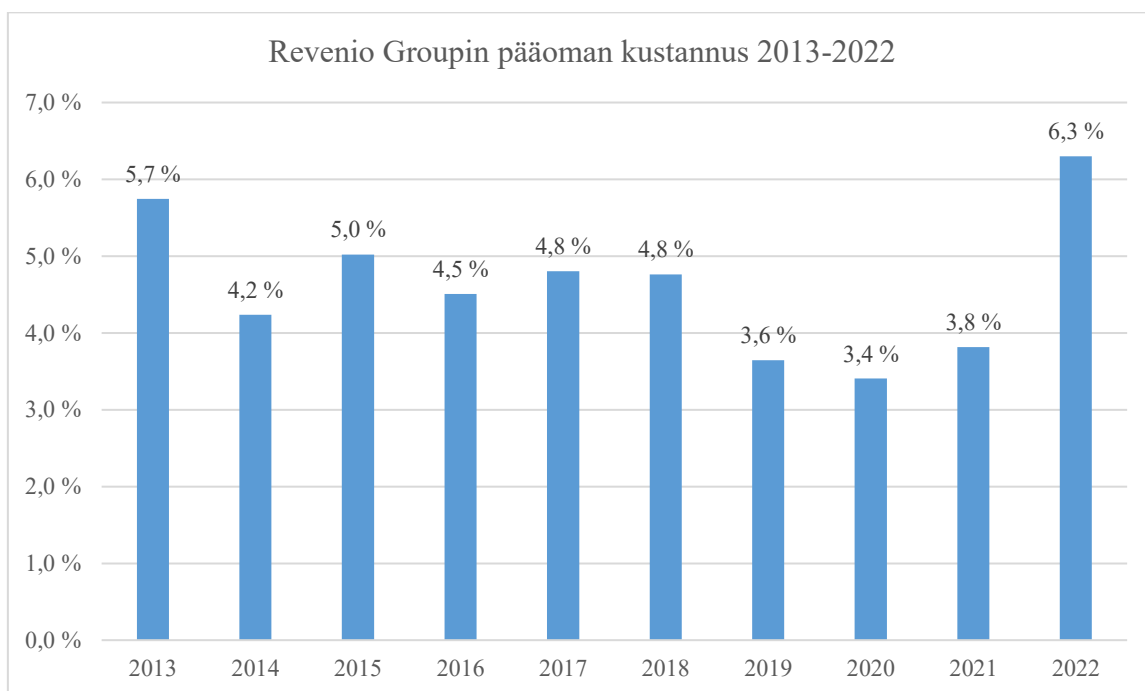
KONEen keskimääräinen pääoman kustannus tarkastelujaksolla oli 4,3 %. Pääoman kustannus oli matalimmillaan 3,4 % vuonna 2020 ja korkeimmillaan 6,0 % vuonna 2022. KONEen matalaa pääoman kustannusta selittää matala riskittömän koron taso ja sekä KONEen matala yrityskohtaista riskiä kuvaava beta-luku. Riskitön korko oli tarkasteluajanjaksolla keskimäärin 0,81 %. Matalimmillaan se oli -0,40 % vuonna 2020 ja korkeimmillaan riskitön korko oli 3,09 % vuonna 2022. Näin ollen vuoden 2020 pääoman kustannus perustui pelkästään markkinoiden KONEelle antamaan yrityskohtaiseen riskipreemioon. Tarkastelussa hyödynnetään pelkästään yhtä viiden vuoden beta-lukua ja samaa markkinoiden tuotto-odotusta, joten muutokset oman pääoman kustannuksessa aiheutuvat siis pelkästään korkotason muutoksista. Pääoman kustannusten muutoksiin vaikuttaa kuitenkin myös muutokset pääomarakenteessa. KONEen beta-luku oli tarkastelujaksolla 0,72, mikä tarkoittaa, että markkinat näkivät KONEen pienempiriskisenä sijoituskohteena kuin yritykset keskimäärin markkinalla. Tämä on täysin linjassa sen oletuksen kanssa, että yrityksellä on kestäviä kilpailuetuja.



Kuvio 15. KONEen kumulatiivinen tuotetun taloudellisen lisäarvon määrä 2013–2022 miljoonina euroina.

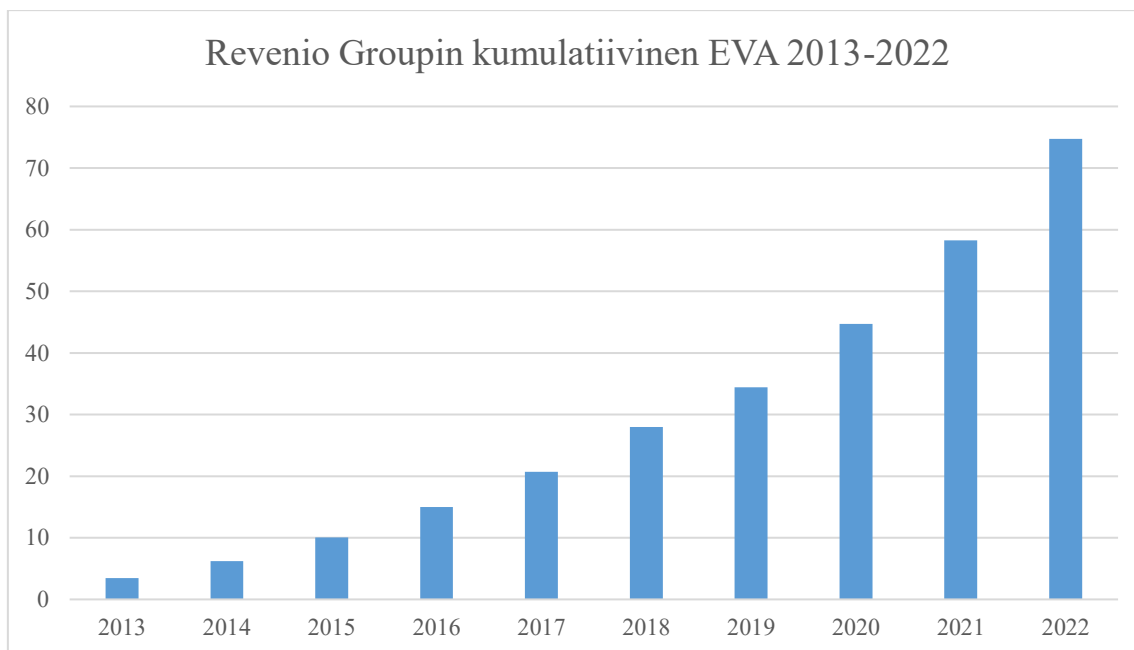
KONEen keskimääräisen sijoitetun pääoman tuottoaste oli 26,0 % ja pääoman kustannus 4,3 %, joten jo näiden lukujen perusteella voidaan olettaa, että KONE tuotti merkittävästi taloudellista lisäarvoa. KONE tuotti tarkasteluajanjakson jokaisena vuotena merkittävästi taloudellista lisäarvoa. Tuotetun taloudellisen lisäarvon määrä oli keskimäärin 750 miljoonaa euroa vuodessa. KONEen tuotetun taloudellisen lisäarvon määrä pysyi vakaana koko tarkasteluajanjakson. Tämä näkyy kuviossa 15 lineaarisesti kasvavana kumulatiivisen tuotetun taloudellisen lisäarvon määränä.

KONEen sijoitetun pääoman tuottoaste laski huomattavasti tarkasteluajanjakson aikana. Vuosien 2013 ja 2016 aikana sijoitetun pääoman tuottoaste ylitti 30 %. Vuosien 2016 ja 2022 aikana sijoitetun pääoman tuottoaste oli korkeimmillaan 27 % ja matalimmillaan 22 %. Samaan aikaan sijoitetun pääoman määrä on kasvanut vuoden 2013 reilusta kahdesta miljardista eurosta vuoden 2022 lähes neljään miljardiin euroon. KONEen vakaata tuotetun taloudellisen lisäarvon määrää selittää siis samanaikaisesti laskenut sijoitetun pääoman tuottoaste ja kasvanut sijoitetun pääoman määrä. KONEen liiketoimintaan investoidun rahan määrä oli kasvanut, mutta tälle rahalle ei ole kyetty saamaan yhtä korkeaa sijoitetun pääoman tuottoastetta. KONEen tapauksessa huomattavaa oli tuotetun taloudellisen lisäarvon absoluuttisesti suuret rahamäärät. KONE tuotti tarkasteluajanjakson aikana yhteensä yli seitsemän miljardia euroa taloudellista lisäarvoa.



Kuvio 16. Revenio Groupin pääoman kustannus 2013–2022.

Revenio Groupin keskimääräinen pääoman kustannus oli 4,6 %. Pääoman kustannus oli matalimmillaan 3,4 % vuonna 2020 ja korkeimmillaan 6,3 % vuonna 2022. Revenio Groupin mittauksessa käytettävä beta-luku oli 0,76, mikä on myös pienempi kuin markkinoiden keskiarvo. Revenio Groupin matalaa pääoman kustannusta selitti matala riskittömän koron taso tarkasteluajanjaksolla sekä matala yrityskohtainen beta-luku. Revenio Groupin matalan pääoman kustannuksen perusteella markkinat näkivät yrityksen pieniriskisenä, mitä voidaan pitää merkinä kestävästä kilpailueduista.

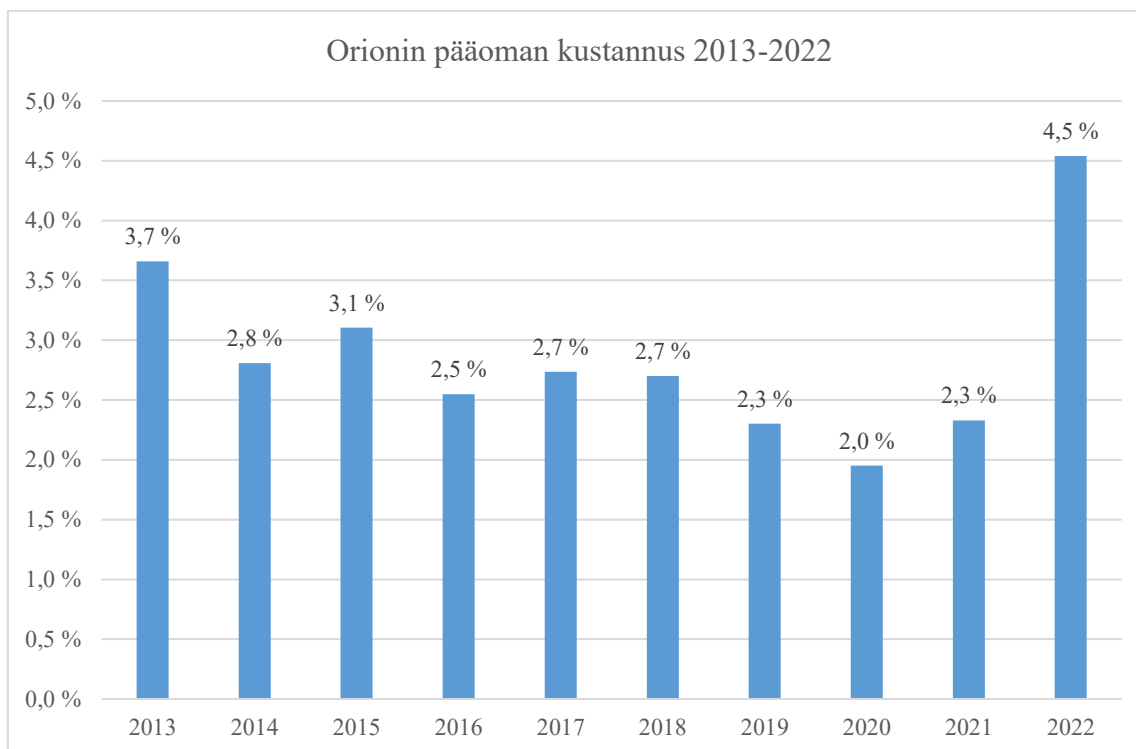


Kuvio 17. Revenio Groupin kumulatiivinen tuotetun taloudellisen lisäarvon määrä 2013–2022 miljoonina euroina.

Revenio Groupin keskimääräinen sijoitetun pääoman tuottoaste oli 25,5 % ja pääoman kustannus oli keskimäärin 4,6 %, joten ero investointien sitoman pääoman kustannuksen ja investointien tuoton välillä on suuri. Revenio Group tuotti tarkasteluajanjakson jokaisena vuotena merkittävästi taloudellista lisäarvoa. Tuotetun taloudellisen lisäarvon määrä tarkasteluajanjakson aikana oli keskimäärin 7,5 miljoonaa euroa vuodessa. Huomionarvoista on, että Revenio Groupin tuotetun taloudellisen lisäarvon määrä kasvoi merkittävästi tarkasteluajanjakson aikana. Tämä näkyy kuviossa 17 lähes eksponentiaalisesti kasvavana kumulatiivisena tuotetun taloudellisen lisäarvon määränä.

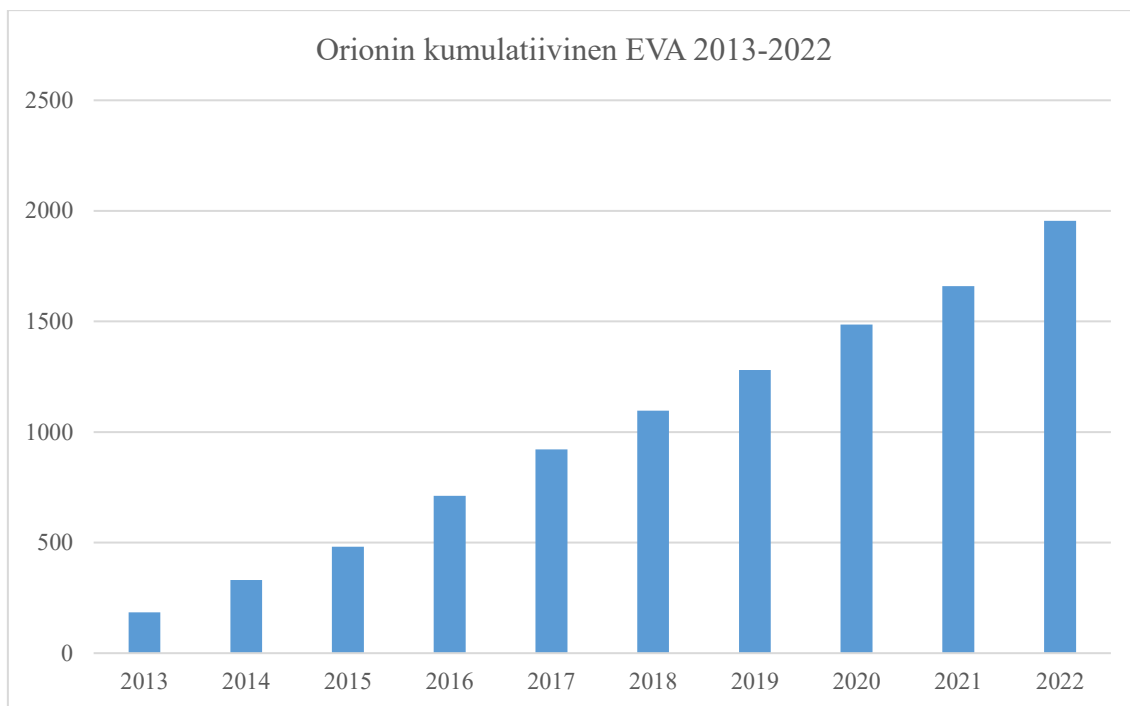
Revenio Groupin sijoitetun pääoman tuottoaste kasvoi vuoden 2013 kahdestakymmenestä viidestä prosentista yli neljänkymmeneen prosenttiin vuonna 2018. Vuonna 2019 sijoitetun pääoman tuottoaste oli vain kymmenen prosenttia, mutta se alkoi palata korkeammille tasoille sen jälkeen. Vuonna 2022 sijoitetun pääoman tuottoaste oli jo yli 20 %. Tätä sijoitetun pääoman tuottoasteen laskua selitti sijoitetun pääoman määrän raju kasvu. Vuonna 2018 Revenio Groupin sijoitetun pääoman määrä oli noin 18 miljoonaa euroa, kun vuonna 2019 se oli lähes 100 miljoonaa euroa. Sijoitetun pääoman määrän raju kasvu selittyi pitkälti Revenio Groupin vuonna 2019 toteuttamalla yritysostolla. Tuotetun taloudellisen lisäarvon määrän perusteella yritysosto oli

onnistunut ja laskeneesta sijoitetun pääoman tuottoasteesta huolimatta Revenio Groupin tuottaman taloudellisen lisäarvon määrä kasvoi jokaisena vuotena.



Kuvio 18. Orionin pääoman kustannus 2013–2022.

Orionin keskimääräinen pääoman kustannus oli 2,9 %. Pääoman kustannus oli matalimmillaan 2,0 % vuonna 2020 ja korkeimmillaan 4,5 % vuonna 2022. Pääoman kustannus oli siis matalimmillaan ja korkeimmillaan samoina vuosina kuin KONEella ja Revenio Groupilla. Orionin beta-luku oli 0,4, mikä on erittäin matala. Luvun perusteella Orionin yrityskohtainen riskipreemio oli selkeästi matalampi kuin markkinoilla keskimäärin. Orionin keskimääräinen pääoman kustannus oli niin matala, että luku vaikuttaa jo mittausvirheeltä. Näin ei kuitenkaan välttämättä ole. Tarkasteluajanjakson riskitön korko oli erittäin matala, mikä selittää yritysten matalia pääoman kustannuksia. Tämän lisäksi Orionin kestävä kilpailuedut ovat voineet olla niin vahvat, että markkinoiden vaatima tuotto-odotus ei ole merkittävästi korkeampi kuin riskitön korko.



Kuvio 19. Orionin kumulatiivinen tuotetun taloudellisen lisäarvon määrä 2013–2022 miljoonina euroina.

Orionin keskimääräinen sijoitetun pääoman tuottoaste oli 24,9 % ja pääoman kustannus oli keskimäärin 2,9 %. Kuten KONEen ja Revenio Groupin tapauksessakin, Orionin pääoman tuottoasteen ja pääoman kustannuksen välinen ero oli valtava. Orion tuotti jokaisena tarkasteluajanjakson vuotena merkittävästi taloudellista lisäarvoa. Tuotetun taloudellisen lisäarvon määrä oli keskimäärin 196 miljoonaa vuodessa. Orionin vuosittaisen tuotetun taloudellisen lisäarvon määrä pysyi kohtuullisen vakaana koko tarkasteluajanjakson.

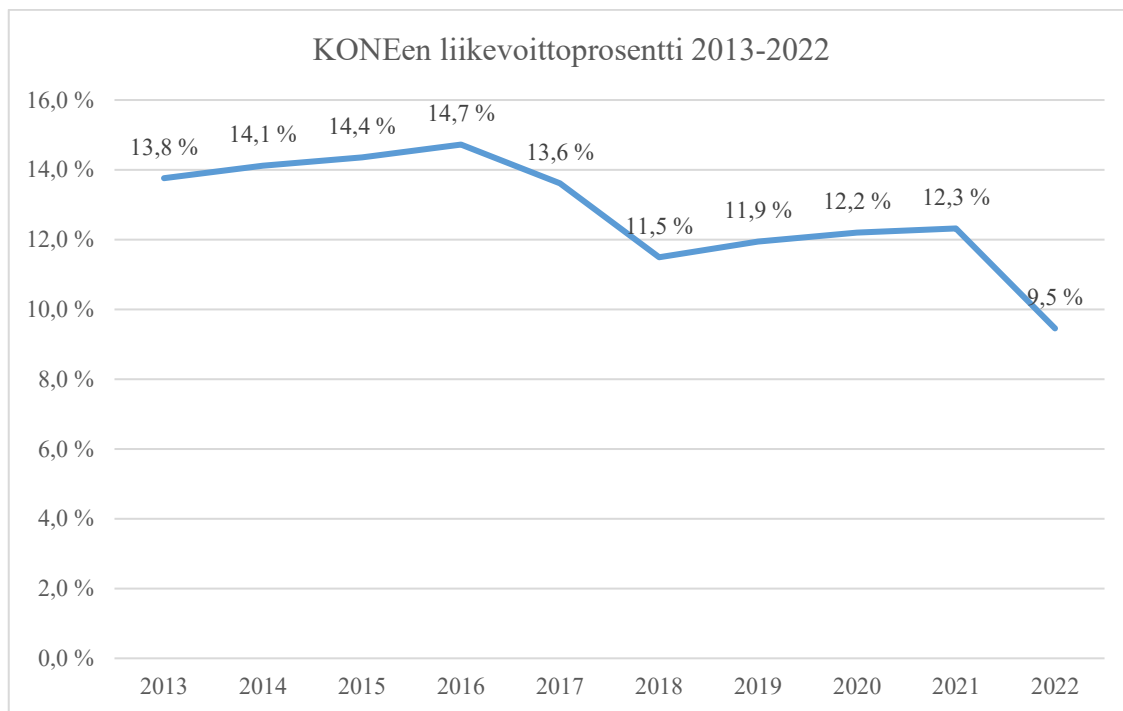
Orionin sijoitetun pääoman tuottoaste oli matalimmillaan 20,8 % vuonna 2014 ja korkeimmillaan 30,2 % vuonna 2016. Sijoitetun pääoman tuottoasteessa ei ollut tarkasteluajanjakson aikana selkeää trendikehitystä ylös- tai alaspäin. Sijoitetun pääoman määrä kasvoi noin 800 miljoonan tasolta vuonna 2013 noin 900 miljoonaan euroon vuonna 2021. Sijoitetun pääoman määrä kasvoi tällä ajanjaksolla hyvin hitaasti. Vuoden 2021 tasolta noustiin kuitenkin yli 1200 miljoonan suuruiseen sijoitetun pääoman määrään vuonna 2022. Sijoitetun pääoman kasvu ei selity millään yksittäiselle tekijällä, vaan taseen erät kasvoivat kautta linjan (Orion tilinpäätös 2022, 44). Tuotetun taloudellisen lisäarvon kumulatiivisesti tasaista kasvua selitti pääosin vakaana pysynyt sijoitetun pääoman määrä ja sijoitetun pääoman tuottoaste. Orionin tuottaman

taloudellisen lisäarvon absoluuttinen määrä suuri. Yritys tuotti lähes kaksi miljardia taloudellista lisäarvoa tarkastelujakson aikana.

KONEen, Revenio Groupin ja Orionin sijoitetun pääoman tuottoasteen ja pääoman kustannuksen välinen ero oli niin suuri, että yritysten voitaisiin ilman tarkempia laskelmiakin olettaa tuottavan merkittävästi taloudellista lisäarvoa. Tämän mittauksen perusteella poikkeuksellisen korkea sijoitetun pääoman tuottoaste korreloi negatiivisesti sijoitetun pääoman kustannuksen kanssa. Oros on kuitenkin liian pieni, että tämän tuloksen perusteella voitaisiin tehdä yleistyksiä. Tämä tulos ei kuitenkaan ole yllätys, koska on täysin loogista ja teorian kanssa johdonmukaista, että kestäviä kilpailuetuja omaavien yritysten riskitaso ja näin ollen myös pääoman kustannus on matalampi kuin muilla yrityksillä.

Pääoman kustannusta tarkasteltaessa on huomioitava, että se mittaa käytännössä yrityksen toteutettujen investointien pääoman kustannusta. Ei voida olettaa, että yritysten investointimahdollisuuksien pääoman kustannus olisi sama kuin toteutettujen investointien. Nämä samat huomiot pätevät myös pääoman tuottoasteeseen ja taloudelliseen lisäarvoon. Investoinneilta kestävien kilpailuettujen laajuuden ulkopuolelle ei voida olettaa saavuttavan poikkeuksellisen korkeaa tuottotasoa. Näin ollen yritysten on tunnistettava kestävien kilpailuettujen lähteet, jotta voitaisiin välttää investoimasta väärille alueille. Kilpailullisessa pariteetissa yritys ei tuota ollenkaan taloudellista lisäarvoa, joten tuotetun taloudellisen lisäarvon kannalta keskiössä on siis kestävien kilpailuettujen ylläpitäminen.

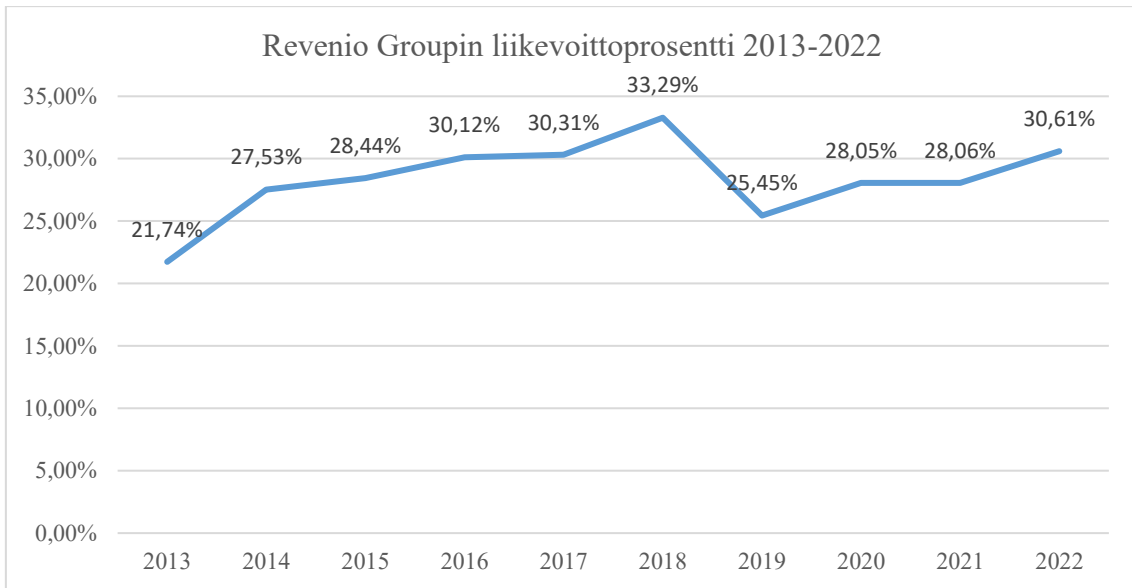
4.3 Liikevoittoprosentti



Kuvio 20. KONEen liikevoittoprosentti vuosina 2013–2022.

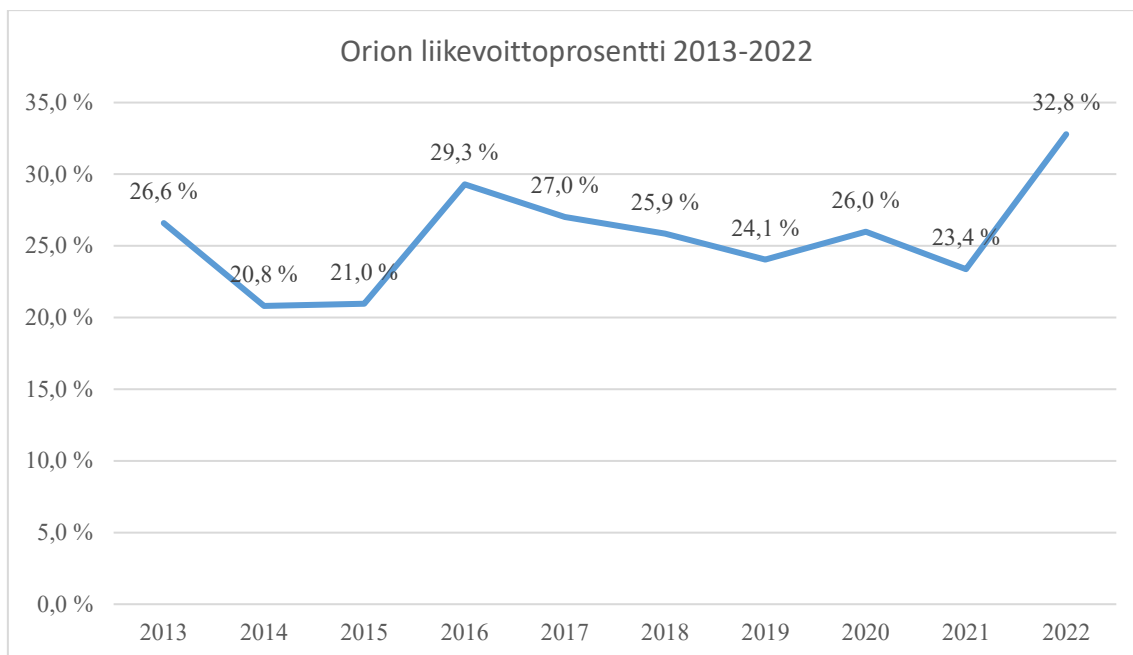
KONEen liikevoittoprosentti oli koko tarkasteluajanjakson hyvällä tasolla, mutta ei kuitenkaan poikkeuksellisen korkealla tasolla. Liikevoittoprosentin keskiarvo tarkasteluajanjaksolla oli 12,8 %. Liikevoittoprosentin perusteella KONEella ei ole erityisen voimakasta hinnoitteluvoiman ja kustannustenhallinnan yhdistelmää. KONEen sijoitetun pääoman tuotto prosentti on kuitenkin poikkeuksellisen korkea, mikä johtui siis korkeasta pääoman kiertonopeudesta.¹⁸ Tästä voidaan päätellä, että KONEen poikkeuksellisen korkea sijoitetun pääoman tuottoaste ei johtunut kyvystä nostaa tuotteiden hintoja määräävää markkina-asemaa hyödyntämällä vaan ennemminkin toimimalla poikkeuksellisen tehokkaasti. Huomionarvoista on, että KONEen liikevoittomarginaali oli laskutrendissä vuoden 2016 jälkeen. Tätä voidaan pitää yhtenä merkinä kilpailuetujen heikkenemisestä, mutta syynä voi olla myös jokin muu asia kuten heikentyneet markkinaolosuhteet.

¹⁸ Sijoitetun pääoman kiertonopeus kertoo kuinka moninkertaisesti sijoitettu pääoma on tuottanut vuoden aikana liikevaihtoa (Kallunki 2022, 96).



Kuvio 21. Revenio Groupin liikevoittoprosentti vuosina 2013–2022.

Revenio Groupin liikevoittoprosentin taso oli koko tarkasteluajanjakson erinomaisella tasolla. Liikevoittoprosentin keskiarvo tarkastelujaksolla oli 28,3 %. Liikevoittoprosentin perusteella Revenio Groupilla oli vahva hinnoitteluvoiman ja kustannustenhallinnan yhdistelmä. Revenio Groupin korkea sijoitetun pääoman tuottoaste johtui siis korkeasta hinnoitteluvoiman ja kustannustenhallinnan yhdistelmästä. Liikevoittoprosentissa oli selkeää nousutrendiä vuoteen 2018 asti. Liikevoittoprosentin lasku vuonna 2019 selittyi todennäköisesti Revenio Groupin toteuttamalla yritysostolla. Vuoden 2019 jälkeen liikevoittoprosentin määrä kuitenkin lähti nousutrendiin. Revenio Groupin korkea liikevoittoprosentti on selkeä merkki kestävästä kilpailueduista, koska ilman niitä kilpailun pitäisi laskea liikevoittoprosentin tasoa.



Kuvio 22. Orionin liikevoittoprosentti vuosina 2013–2022.

Orionin liikevoittoprosentti oli koko tarkasteluajanjakson erinomaisella tasolla. Liikevoittoprosentin keskiarvo oli 25,7 %. Liikevoittoprosentin perusteella Orionilla oli vahva hinnoitteluvoiman ja kustannustenhallinnan yhdistelmä. Tarkasteluajanjaksolla liikevoittoprosentissa ei ollut selkeää trendiä. Orionin liikevoittoprosentti oli matalimmillaan 20,8 % vuonna 2014 ja korkeimmillaan 32,8 % vuonna 2022. Vuoden 2022 erityisen korkea liikevoittomarginaalia selitti 228 miljoonan euron ennakkomaksu (Orion tilinpäätös 2022, 8). Ilman tätä ennakkomaksua liikevoittoprosentti olisi ollut 19,0 %. Orionin liikevoittoprosentin korkea keskimääräinen taso ja korkea taso jokaisena tarkasteluajanjakson vuotena oli selkeä merkki kestävästä kilpailueduista.

4.4 Teoreettiset mallit

KONEen keskeiset verrokkit hissi- ja liukuporrasalalla olivat Otis, Schindler ja ThyssenKrupp Elevator. Näiden lisäksi KONEella oli useita paikallisesti toimivia pieniä kilpailijoita. (KONEen internetsivut, 2023.) Kannattavuusmittausten ja kilpailijoiden vähäisen määrän perusteella KONEen kohdemarkkinoilla oli jonkin verran markkinoille sisääntulon esteitä. Liikevoittoprosentin tason perusteella KONEella oli jonkin verran kykyä vaikuttaa markkinahintoihin. Näiden havaintojen perusteella KONEen markkinaa kuvaisi parhaiten oligopolimalli.

Revenio Groupille ei löytynyt selkeitä suorita kilpailijoita. Tämä voi selittyä sillä, että Revenio Groupin kohdemarkkina oli liian pieni kattamaan usean toimijan kiinteiden kustannusten määrän. Revenio Groupin erinomainen kannattavuus kaikilla mittareilla viittaa suuriin markkinoille sisääntulon esteisiin. Erinomaisella tasolla ollut liikevoittoprosentti viittaa vahvaan hinnoitteluvoimaan. Revenio Groupin markkinaa kuvaisi parhaiten monopolimalli.

Orionin kilpailijoiden verrokkien määrittäminen osoittautui erittäin vaikeaksi. Tietystä näkökulmasta muita lääkeyhtiöitä olisi voitu pitää Orionin kilpailijoina. Toisaalta Orionin tuotteilla voidaan ajatella olevan omat markkinansa ja näin ollen myös jokaisella lääkkeellä omat kilpailijat. Useat Orionin tuotteet olivat patentoituja eli ne toimivat käytännössä monopolimallin mukaisilla markkinoilla.¹⁹ Kannattavuusmittausten perusteella Orionin kohdemarkkinoilla oli suuria markkinoille sisääntulon esteitä. Monopolimallin mukaisesti Orionin liikevoittoprosentin erinomainen taso viittaisi selkeään kykyyn vaikuttaa markkinahintoihin.

Viiden markkinavoiman malli

KONEen markkinan jakautuessa muutaman suuren toimijan kesken viittaa siihen, että markkinalla saattoi olla mittakaavaetuja. KONEella saattoi myös olla tuotanto- ja jakeluprosessissaan merkittäviä oppimiskäyräetuja kokemuksen ansiosta. Tämän lisäksi KONEen huoltoliiketoimintaa saattoi suojata korkeat vaihtamiskustannukset. Suurin osa KONEen toimittamista laitteista päätyi KONEen huoltokantaan (KONE tilinpäätös 2022, 5). Syynä tähän saattoi olla se, että asiakkaat eivät halunneet ottaa turvallisuuden suhteen riskejä, jolloin päädytään valitsemaan laitteiden valmistaja myös niiden huoltajaksi. Markkinoille sisääntulon esteiden takia ei vaikuta realistiselta, että uudet kilpailijat olisivat olleet uhka KONEelle.

Revenio Groupilla saattoi olla merkittäviä mittakaavaetuja, vaikka se ei absoluuttisesti ole suuri yritys. Nämä mittakaavaedut perustuvat suhteellisesti suureen kokoon suhteessa markkinan kokoon. Voi olla niin, että Revenio Groupin markkina on liian pieni kattamaan liiketoiminnan kiinteät kustannukset kuten tuotekehityksen usealle toimijalle. Revenio

¹⁹ Orionin patentit. <https://patents.justia.com/assignee/orion-corporation> Luettu 25.11.2023.

Groupilla oli myös useita tuotteisiinsa liittyviä patenteja, mikä saattoi olla syy selkeiden kilpailijoiden puuttumiselle²⁰.

Orionin useilla markkinoilla patentit toimivat markkinoille sisääntulon esteinä uusille kilpailijoille. Mittakaavaedut tuotannossa ja jakelussa tietyillä alueilla saattoivat suojata Orionin liiketoimintaa kilpailijoilta. Etenkin Suomessa Orionin markkinaosuus oli niin suuri, että jonkinlaisia alueellisia mittakaavaetuja on voinut olla tarkastelujaksolla. Tämän lisäksi mittakaavaetuja saattoi olla tuotekehityksessä, koska yksittäisen tuotteen kehittäminen maksetaan absoluuttisina rahamäärinä eikä suhteellisina osuuksina liikevaihdosta.

KONEen myynti jakaantui lukuisten eri asiakkaiden välille ja yksittäisten ostotapahtumien osuus KONEen kokonaisymyynnistä oli vähäinen. Vuonna 2022 KONEelta tilattiin 172 000 laitetta (KONE tilinpäätös 2022, 7). Tämän lisäksi KONE toimi globaalisti 60 maassa ja sen huoltokannassa oli 1,5 miljoonaa laitetta (KONE tilinpäätös 2022, 1). Revenio Groupin liikevaihto jakautui globaalisti lukuisten ostajien ja ostotapahtumien kesken. Revenio Group myi selkeästi erilaistettuja tuotteita. Orionin myynti koostuu pääosin lääkkeistä, jolloin yksittäisen myyntitapahtuman ja myyjän osuus kokonaisymyynnistä oli erittäin vähäinen. Ostajille saattoi olla vaikeaa löytää vastaavaa tuotetta Orionin patentoiduille lääkkeille.

KONEella vaikutti olevan suuri määrä tavarantoimittajia, joilla ei ole merkittävää neuvotteluvoimaa. Suurin osa KONEen kuluista perustui kilpailullisilta markkinoilta hankittaviin tuotannontekijöihin (KONE tilinpäätös 2022, 51). Revenio Groupin kulurakenteessa ei ollut mitään, mikä viittaisi tavarantoimittajien neuvotteluvoimaan. Suurin osa kuluista vaikutti muodostuvan kilpailullisilta markkinoilta hankituista tuotannontekijöistä (ks. Revenio Group tilinpäätös 2022). Orionin kulurakenteessa mikään ei vaikuttanut viittaavan tavarantoimittajien vahvaan neuvotteluvoimaan (ks. Orion tilinpäätös 2022).

KONEen asiakkailla oli mahdollisuus tilata tuotteet myös KONEen kilpailijoilta, mikä rajoitti KONEen kykyä nostaa tuotteiden ja palveluiden hintoja. Revenio Groupin

²⁰ Revenio Groupin patentit. <https://patents.justia.com/search?q=revenio> Luettu 26.11.2023.

tuotteille ei löytynyt selkeää substituuttia, joka suorittaisi saman funktion kyseisellä markkinalla. Orionin patentoiduille tuotteille ei vaikuttanut olevan selkeää substituuttia. Muiden tuotteiden osalta substituutteja oli kuitenkin olemassa.

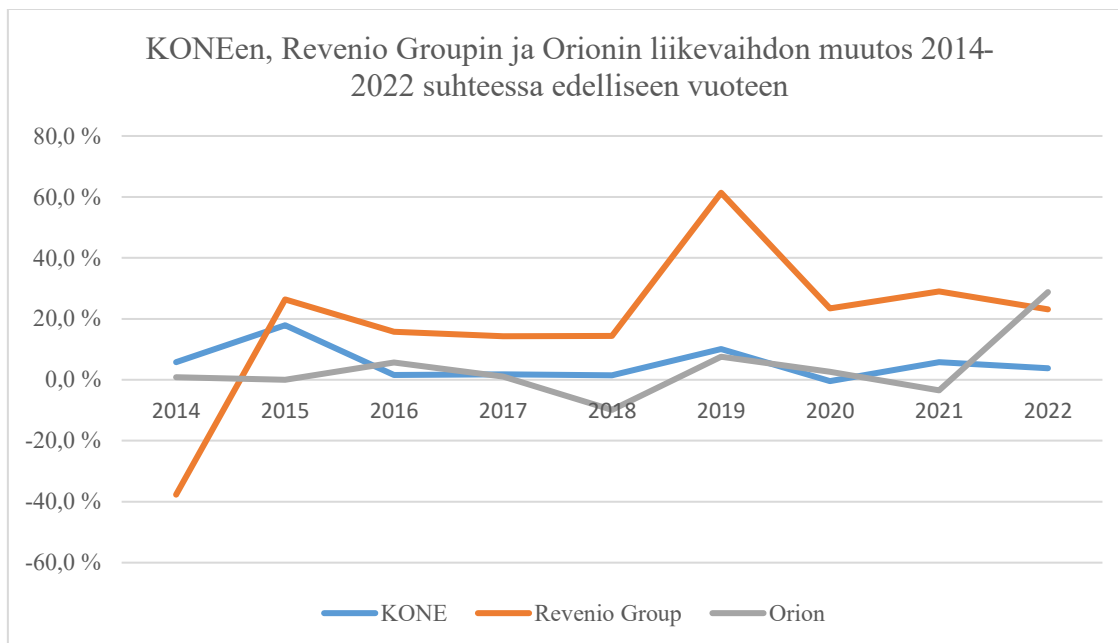
Kilpailu KONEen markkinalla ei vaikuttanut erityisen kovalta. KONE oli yksi markkinajohtajista eikä KONEella tai sen kilpailijoilla vaikuttanut olevan hyviä kannustimia ryhtyä kiivaaseen kilpailuun. Kova kilpailu olisi todennäköisesti heikentänyt kaikkien isojen toimijoiden kannattavuutta. Viidestä markkinavoimasta kilpailun koventuminen vaikuttaisi KONEen näkökulmasta suurimmalta uhkalta. KONE olisi ollut tarkasteluajanjaksolla erinomaisen kannattavuutensa takia hyvin asemoitunut kilpailun koventumiseen. Revenio Groupille ei löytynyt selkeitä kilpailijoita, jotka olisivat kooltaan ja voimakkuudeltaan samaa luokkaa kuin Revenio Group. Näin ollen kilpailu vakiintuneiden toimijoiden välillä ei ollut varteenotettava riski kannattavuudelle. Orionin patentoitujen lääkkeiden markkinoilla kilpailu vakiintuneiden toimijoiden välillä ei ollut uhka. Orionia saattoi uhata kuitenkin kilpailu tuotekehityksessä sekä patentoimattomien tuotteiden markkinoilla.

Resurssiperusteinen teoria

Mittaustulokset olivat linjassa resurssiperusteisen teorian viitekehyksen kanssa. Näillä yrityksillä oli selkeästi hallussaan resursseja, jotka olivat arvokkaita. Poikkeuksellisen korkean taloudellisen suorituskyvyn ja selkeiden kilpailijoiden vähyyden perusteella vaikutti siltä, että nämä resurssit olivat harvinaisia. Kestäviä kilpailuetuja tuovat resurssit vaikuttivat myös koko aineiston perusteella harvinaisilta, koska vaan muutama yritys kykeni yliverlaiseen taloudelliseen suorituskykyyn koko tarkasteluajanjakson. KONEen, Revenio Groupin ja Orionin kilpailijat ja potentiaaliset kilpailijat vaikuttivat kyvyttömiltä imitoimaan kestävästä kilpailuetuja tuovia resursseja ja palauttamaan kannattavuutta kilpailullisille tasoille. Tämä saattoi johtua resurssiperusteisen teorian mukaisesti kausaalista epäselvyydestä tai siitä, että resurssi on hankittu ainutlaatuisissa historiallisissa olosuhteissa. Näiden yritysten korkeiden liikevoittoprosenttien perusteella vaikutti siltä, että niiden hallussa pitämille arvokkaille, harvinaisille ja imitoimattomille resursseille ei ollut olemassa selkeää substituuttia. Resurssiperusteisen teorian mukaan resurssin potentiaalin hyödyntäminen vaatii yritykseltä organisointia. Heikko organisointi voi selittää sitä, miksi jotkin yrityksen eivät kykene pitkällä aikavälillä

ylivertaiseen taloudelliseen suorituskykyyn, vaikka niillä olisi hallussaan arvokas, harvinainen, ei-imitoitava ja ei-substituotava resurssi.

Dynaamisten kyvykkyyksien näkökulma



Kuvio 22. KONEen, Revenio Groupin ja Orionin liikevaihdon muutos 2014–2022 suhteessa edelliseen vuoteen.

Kuvio 22 havainnollistaa KONEen, Revenio Groupin ja Orionin liikevaihdon muutosta suhteessa edelliseen vuoteen. KONEen liikevaihto kasvoi keskimäärin 5,3 % vuodessa, Revenio Groupin liikevaihdon kasvu oli keskimäärin 18,9 % vuodessa ja Orionin 3,7 %. Revenio Groupin liikevaihto laski huomattavasti (-37,7 %) 2014 suhteessa vuoden 2013 tasoon johtuen lopetetuista liiketoiminnoista Revenio Groupin keskittyessä terveysteknologiaan (Revenio Group tilinpäätös 2014, 41). Vuoden 2019 poikkeuksellisen korkea (61,4 %) liikevaihdon kasvua selitti todennäköisesti CenterVue yritysosto. KONEen poikkeuksellisen korkea (17,9 %) liikevaihdon kasvu perustui orgaaniseen kasvuun (KONE tilinpäätös 2015, 5). Orionin tavanomaisesta poikkeava liikevaihdon kasvu (28,8 %) vuonna 2022 selittyi etappimaksuilla (Orion tilinpäätös 2022, 8). Kokonaisuudessaan näiden yritysten liikevaihdon kehitys oli suhteellisen vakaata. KONE oli kasvanut hitaasti, Revenio Groupin liikevaihto oli kasvanut noin 20 % vuodessa orgaanisesti ja Orionin liiketoiminta ei ollut kasvanut lukuun ottamatta vuotta 2022.

Tämän tutkielman aineiston perusteella KONEen, Revenio Groupin ja Orionin kohdemarkkinoilla ei tapahtunut merkittäviä disruptioita tarkasteluajanjakson aikana. Näiden yritysten liiketoimintaympäristö vaikutti vakaalta ja hitaasti muuttuvalta. Näiden havaintoyksiköiden perusteella kestävät kilpailuetuja esiintyy staattisissa ympäristöissä, joissa ei esiinny disruptiota. Tästä ei kuitenkaan tutkimusaineiston koon takia pystytty tekemään yleistyksiä. Tämän tutkielman menetelmillä ei voitu myöskään selvittää tarkasti muutoksia yritysten sisäisissä johtamis- ja organisaatioprosesseissa. Tutkimustulokset olivat kuitenkin pääosin linjassa dynaamisten kyvykkyyksien näkökulman kanssa. KONEen, Revenio Groupin ja Orionin pitkäkestoinen ylivertainen suorituskyky saattoi olla seurausta kyvystä oppia, kehittyä ja tehdä oikeanlaisia valintoja. Kestäviä kilpailuetuja ei tämän tutkielman mittaustulosten perusteella esiinny nopeasti muuttuvissa ympäristöissä.

4.5 Yhteenveto tutkielman tuloksista

Tarkastelujoukon yritysten sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvo oli 6,5 % ja mediaani 5,6 % aikavälillä 2013–2022. Suurimmalla osalla tarkastelujoukon yrityksistä sijoitetun pääoman tuottoaste oli lähellä koko aineiston keskiarvoa. Kolmen yrityksen sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvo ylitti 20 %. Nämä yritykset olivat KONE, Revenio Group ja Orion. Sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvon perusteella näillä yrityksillä oli kestäviä kilpailuetuja. KONE, Revenio Group ja Orion tuottivat merkittävästi taloudellista lisäarvoa tarkasteluajanjakson jokaisena vuotena. Kaikkien niiden pääoman kustannus oli keskimäärin alle 5 % eli erittäin matalalla tasolla. KONEen ja Orionin kumulatiivinen tuotetun taloudellisen lisäarvon määrä kasvoi lineaarisesti tarkasteluajanjaksolla. Revenio Groupin tuottaman taloudellisen lisäarvon määrä kasvoi lähes eksponentiaalisesti. KONEen liikevoittoprosentti oli tarkasteluajanjaksolla keskimäärin 12,8 %, Revenio Groupin liikevoittoprosentti oli keskimäärin 28,3 % ja Orionin liikevoittoprosentti oli keskimäärin 25,7 %. Näin ollen Revenio Groupilla ja Orionilla oli liikevoittoprosentin perusteella selkeästi kestäviä kilpailuetuja. KONEen liikevoittoprosentti oli hyvällä tasolla, mutta sen perusteella ei voida suurella luottamuksella sanoa, että KONEella oli kestäviä kilpailuetuja.

Tutkimuksen tulokset ovat pääosin linjassa teoreettisen kilpailumallien kanssa. KONEella, Revenio Groupilla ja Orionilla ei ole suurta määrää kilpailijoita omilla markkinoillaan. Nämä yritykset myyvät pääosin erilaistettuja tuotteita. Niiden myynti

jakaantui lukuisille eri asiakkaille, eivätkä ne vaikuttaneet olleen riippuvaisia yksittäisistä tavarantoimittajista. Kilpailu näiden yritysten markkinoilla ei vaikuttanut kiivaalta vakiintuneiden toimijoiden kesken eikä tutkimusaineiston perusteella potentiaalisten kilpailijoiden uhka vaikuttanut suurelta. Tutkimusaineiston perusteella KONEen, Revenio Groupin ja Orionin tarjoamille tuotteille ja palveluille ei löytynyt selkeitä substituutteja. Tutkimustulokset olivat linjassa resurssiperusteisen teorian kanssa. KONE, Revenio Group ja Orion vaikuttivat toimineen vakaisissa ja staattisissa ympäristöissä, mikä tarkoittaa, että dynaamisten kyvykkyyksien näkökulma ei sovellu niiden kestävien kilpailuetujen arvioimiseen. Revenio Groupin yhtä suurta yrityskauppaa lukuun ottamatta, nämä yritykset eivät olleet toteuttaneet kokoonsa nähden suuria yrityskauppoja.

5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän tutkielman tavoitteena oli lisätä ymmärrystä kestävästä kilpailueduista. Tavoitteeseen pyrittiin mittaamalla ja arvioimalla laajan yritysjoukon taloudellista suorituskykyä kymmenen vuoden ajalta. Tutkimusmenetelmäksi valikoitui kvantitatiivista ja kvalitatiivista lähestymistapaa yhdistelevä monimenetelmätutkimus. Tutkielman teorettisessa viitekehyksessä käsiteltiin kestävien kilpailuetujen mittaamista laskentatoimen ja rahoituksen teorioiden kautta. Kestävien kilpailuetujen arvioimista tarkasteltiin taloustieteen ja strategisen johtamisen teoreettisten mallien kautta. Tutkielman pääasiallinen tutkimusaineisto koostui 84 suomalaisen pörssiyrityksen tilinpäätöksistä vuosilta 2013–2022.

Aineiston analyysimenetelmänä käytettiin teoriaohjaavaa sisällönanalyysia sekä tilinpäätösanalyysia. Teoriaohjaava sisällönanalyysi pohjautuu sekä aineistoon että teoriaan perustuvaan analyysiin. Tilinpäätösanalyysillä tarkoitetaan yrityksen taloudellisen tilan arvioimista päätöksentekoa varten. Tässä tutkielmassa tilinpäätösanalyysin menetelmistä käytettiin tunnuslukuanalyysia, aikasarja-analyysia sekä poikkileikkausanalyysia. Tutkimustehtävään pyrittiin vastaamaan kahden tutkimuskysymyksen kautta. Ensimmäiseen tutkimuskysymykseen saatiin selkeä vastaus, mutta toinen tutkimuskysymys jäi epäselväksi.

1. Millä tarkastelujoukon yrityksillä on ollut kestäviä kilpailuetuja?

Mittaustulosten perusteella vain KONEella, Revenio Groupilla ja Orionilla oli selkeästi kestäviä kilpailuetuja. Näiden yritysten sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvo poikkesi merkittävästi muiden tarkastelujoukon yritysten sijoitetun pääoman tuottoasteen keskiarvosta. KONEella, Revenio Groupilla ja Orionilla oli myös tuotetun taloudellisen lisäarvon perusteella kestäviä kilpailuetuja. Ne tuottivat huomattavista taloudellista lisäarvoa tarkasteluajanjakson jokaisena vuotena. Liikevoittoprosentin perusteella Revenio Groupilla ja Orionilla oli selkeästi kestäviä kilpailuetuja, koska niiden keskimääräinen liikevoittoprosentti oli yli 25 %. KONEen liikevoittoprosentti oli hyvällä tasolla, mutta ei niin korkealla, että sen perusteella voitaisiin päätellä, että KONEella on kestäviä kilpailuetuja. KONEen liikevoittoprosentin keskiarvo oli 12,8 %.

2. Mitkä asiat toimivat näiden kestävien kilpailuetujen lähteinä?

Revenio Groupilla ja Orionilla vaikutti olevan selkeästi vahvaa hinnoitteluvoimaa. KONEen kestävät kilpailuedut vaikuttivat perustuvan tehokkaaseen pääoman käyttöön. Tutkimustulosten perusteella kestäviä kilpailuetuja esiintyi vakailla ja hitaasti muuttuvilla markkinoilla. KONE, Revenio Group ja Orion olivat suurimpia yrityksiä omilla markkinoillaan, ja niille oli vaikeaa löytää selkeitä verrokkeja. Näitä yrityksiä yhdisti myös vähäinen määrä merkittäviä yritysostoja tarkasteluajanjakson aikana.

Johtopäätökset

Taloudellisen lisäarvon mittari vaikutti teoreettisesti parhaalta mittarilta kestävien kilpailuetujen mittaamiseen, koska siinä huomioidaan pääoman kustannus. Käytännössä taloudellisen lisäarvon mittarissa on useita ongelmia. Taloudellisen lisäarvon mittaaminen on työläs ja aikaa vievä prosessi. Pelkästään sijoitetun pääoman tuottoasteen laskeminen vaatii merkittävästi lukujen keräämistä yritysten tilinpäätöksistä. Pääoman kustannuksen laskemiseksi pitää tilinpäätöslukujen lisäksi määrittää markkinoiden riskipremio, beta-luku, riskittömän koron suuruus ja vieraan pääoman kustannus. Toiseksi mittarin laskeminen perustuu lukuisiin subjektiivisiin valintoihin. Markkinoiden riskipremion määrittäminen, riskittömän koron määrittäminen ja vieraan pääoman kustannuksen määrittäminen tarjoavat huomattavasti tilaa subjektiivisille valinnoille. Esimerkiksi riskittömänä korkona voidaan käyttää jotain muuta kuin yrityksen kotimaan 10 vuoden valtionvelkakirjan korkotasoa. Kolmanneksi mittariin sisältyy lukuisia oletuksia, joiden paikkaansa pitävyys on helposti kyseenalaistettavissa. Etenkin beta-lukuun sisältyy lukuisia oletuksia sijoittajien rationaalisuudesta ja markkinoiden tehokkuudesta, joita voidaan pitää ongelmallisina (Langevoort 1992).

Mauboussinin ja Callahanin (2022) ehdotuksen mukaisesti sijoitetun pääoman tuottoaste vaikutti parhaalta yksittäiseltä mittarilta kestävien kilpailuetujen mittaamiseen. Sijoitetun pääoman tuottoasteen lisäksi mittauksen luotettavuutta parantaisi myös liikevoittoprosentin mittaaminen. Liikevoittoprosentin perusteella voidaan päätellä, onko yrityksellä hinnoitteluvoimaa (Kallunki 2022, 91). Yrityksellä voidaan katsoa olevan kilpailuetuja silloin kun se tuottaa enemmän taloudellista arvoa kuin kilpailija samalla markkinalla (Peteraf & Barney 2003, 314). Tässä tutkielmassa ongelmaksi osoittautui selkeiden kilpailijoiden määrittäminen. Tämä ongelma ratkaistiin määrittämällä

subjektiivisesti taso, jonka ylittävää taloudellista suorituskykyä pidettiin merkinä kestävästä kilpailueduista.

Dynaamisten kyvykkyyksien näkökulman ideana on selittää miten yritykset voivat saavuttaa kilpailuetuja nopeasti muuttuvassa ympäristössä (Teece ym. 1997 516). Tutkimustulosten perusteella vaikuttaa siltä, että kestäviä kilpailuetuja esiintyy vain vakaisissa ja hitaasti muuttuvissa ympäristöissä. KONE, Revenio Group ja Orion eivät vaikuttaneet muokkaavan nopeasti kyvykkyyksiään vaan ennemminkin niiden vahvuudet ovat pysyneet samana toisin kuin mitä Chari ym. (2022) esittävät. Nämä kolme yritystä eivät kuitenkaan tarjoa riittävän suurta otosta, että tästä havainnosta voitaisiin tehdä yleisiä johtopäätöksiä.

Tutkielmassa ei kyetty selkeästi määrittelemään syitä KONEen, Revenio Groupin ja Orionin kestäville kilpailueduille. Tämä johtua siitä, että tutkielmassa käytettiin pelkästään julkisesti saatavilla olevaa informaatiota. IFRS-standardein laadituissa raporteissa ei tarjota riittävästi informaatiota kestävien kilpailuetujen lähteiden määrittämiseksi. Raporttien perusteella ei kyetä muun muassa erottamaan kiinteitä ja muuttuvia kustannuksia toisistaan eikä määrittämään yksittäisten tuotteiden katteita. Kilpailuetujen lähteiden määrittäminen saattaisi onnistua paremmin haastattelututkimuksella, mutta siinäkin ongelmaksi tulee, että yritykset eivät välttämättä halua paljastaa kriittistä sisäistä informaatiota kilpailijoille tai potentiaalisille kilpailijoille.

Toinen syy sille, miksi kestävien kilpailuetujen lähteiden määrittäminen osoittautui vaikeaksi voi olla kausaalinen epäselvyys. Kestävien kilpailuetujen lähteenä toimivat resurssit on voitu hankkia tai kehittää ainutlaatuisissa historiallisissa olosuhteissa polkuriippuvaisessa tai stokastisessa prosessissa (Dietricx & Cool 1989). Tällaisessa tapauksessa yritys ei välttämättä ole edes itse tietoinen omien kilpailuetujensa lähteistä, jolloin niiden imitoimisesta tulee erittäin vaikeaa. Yritysten toimintaympäristöä voidaan kuvailla monimutkaiseksi ja satunnaiseksi. Kestävien kilpailuetujen lähteitä ei kyetty ehkä määrittämään siksi, että kausaalisuhteiden määrittäminen monimutkaisessa ympäristössä on usein erittäin vaikeaa (ks. esim. Casini 2012; Vasconcelos & Ramirez 2009). Satunnaiset prosessit eivät usein jälkikäteen tarkasteltuna vaikuta satunnaisilta.

Tämä selittyy sillä, että ihmisten aivot automaattisesti luovat kaavoja ja kausaalisia selityksiä, jopa satunnaisuudelle (ks. esim. Pinker 2003; Kahneman 2011; Taleb 2020).

Jatkotutkimusaiheet

Tutkimustulosten pohjalta voitaisiin tehdä lukuisia jatkotutkimuksia. Yksi mahdollinen jatkotutkimusaihe liittyy kestävien kilpailuetujen ja ympäristön staattisuuden väliseen yhteyteen. Tämän tutkielman tulosten perusteella kestäviä kilpailuetuja on vain staattisissa ympäristöissä. Kestävien kilpailuetujen ja staattisen ympäristön välisen yhteyden tutkiminen on tärkeää, jotta yritykset eivät turhaan pyri saavuttamaan kestäviä kilpailuetuja ympäristössä, jossa niitä ei välttämättä ole mahdollista hankkia.

Toinen jatkotutkimusaihe liittyy kestävien kilpailuetujen ja yrityksen kasvun väliseen yhteyteen. Tässä tutkielmassa määritettiin kolme yritystä, joilla oli kestäviä kilpailuetuja. Näistä yrityksistä vain yksi oli kasvanut nopeasti tarkasteluajanjakson aikana. Kahden yrityksen liiketoiminta kasvoi hitaasti. Huomionarvoista tämän tutkielman tuloksissa oli myös se, että kestäviä kilpailuetuja omaavat yritykset tekivät vain vähän suuria yritysostoja. Kestävien kilpailuetujen ja kasvun yhteyden tutkiminen on tärkeää, jotta yritykset ymmärtävät kasvun ja kannattavuuden välisen yhteyden ja tekevät sen suhteen parempia strategisia päätöksiä.

Kolmas jatkotutkimusaihe liittyy KONEen, Revenio Groupin ja Orionin kestävien kilpailuetujen lähteiden yksityiskohtaiseen määrittämiseen. Tässä tutkielmassa kyettiin selvittämään, että näillä yrityksillä on ollut kestäviä kilpailuetuja, mutta ei kyetty määrittämään kestävien kilpailuetujen lähteitä. Kestävien kilpailuetujen lähteitä voitaisiin pyrkiä selvittämään esimerkiksi haastattelututkimuksen avulla. Kestävien kilpailuetujen lähteiden ymmärtäminen on tärkeää, jotta kilpailuetuja omaavat yritykset voivat tehdä parempia strategisia liiketoimintapäätöksiä.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus

Abernethy, M.A., Chua, W.F., Lockett, P.F. and Selto, F.H. (1999), —Research in managerial accounting: Learning from others' experiences, Accounting and Finance, Vol. 39, pp. 127.

Alasuutari, Pertti. (1999). *Laadullinen tutkimus* (3. uud. p.). Vastapaino.

Alkula, T., Pöntinen, S. & Ylöstalo, P. (2002) *Sosiaalitutkimuksen kvantitatiiviset menetelmät*. 4. painos. WSOY, Helsinki.

Arsawan, I. W. E., Koval, V., Rajiani, I., Rustiarini, N. W., Supartha, W. G., & Suryantini, N. P. S. (2022). Leveraging knowledge sharing and innovation culture into SMEs sustainable competitive advantage. *International journal of productivity and performance management*, 71(2), 405–428.

Bain, J. (1956). *Barriers to New Competition*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17(1), 99–120.

Barney, J. B. & Hesterly, W. S. (2019). *Strategic management and competitive advantage: Concepts and cases*. Harlow: Pearson.

Barney, J. B. (1986). Organizational culture: can it be a source of sustained competitive advantage?. *Academy of management review*, 11(3), 656–665.

Barney, J. B. (1999). How a firm's capabilities affect boundary decisions. *MIT Sloan Management Review*.

Barney, J. B., & Clark, D. N. (2007). *Resource-based theory: Creating and sustaining competitive advantage*. Oup Oxford.

Barney, J. B., & Hoskisson, R. E. (1990). Strategic groups: Untested assertions and research proposals. *Managerial and decision Economics*, 11(3), 187–198.

Bass, R. F. (2011). *Stochastic processes*. Cambridge University Press.

Begg, D., Vernasca, G., Fischer, S., & Dornbusch, R. (2014). *Economics* (11th ed.). McGraw-Hill Higher Education.

Bhimani, A., Horngren, C. T., Datar, S. M., & Rajan, M. V. (2019). *Management and cost accounting* (Seventh edition.). Pearson.

Black, J. S., & van Esch, P. (2020). AI-enabled recruiting: What is it and how should a manager use it?. *Business Horizons*, 63(2), 215–226.

Chamberlin, E. (1933). *The theory of monopolistic competition*.

Chamberlin, E. H. (1937). Monopolistic or imperfect competition?. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(4), 557–580.

Chari, A., Niedenzu, D., Despeisse, M., Machado, C. G., Azevedo, J. D., Boavida-Dias, R., & Johansson, B. (2022). Dynamic capabilities for circular manufacturing supply chains—Exploring the role of Industry 4.0 and resilience. *Business Strategy and the Environment*, 31(5), 2500–2517.

Chatterjee, S., Rana, N. P., Tamilmani, K., & Sharma, A. (2021). The effect of AI-based CRM on organization performance and competitive advantage: An empirical analysis in the B2B context. *Industrial Marketing Management*, 97, 205-219.

Clark, K. B., & Fujimoto, Takahiro. (1991). *Product development performance: strategy, organization, and management in the world auto industry*. Harvard Business School Press.

Collins, C. J. (2021). Expanding the resource-based view model of strategic human resource management. *The International Journal of Human Resource Management*, 32(2), 331-358.

Conner, K. R. (1991). A historical comparison of resource-based theory and five schools of thought within industrial organization economics: do we have a new theory of the firm?. *Journal of management*, 17(1), 121-154.

Creswell, J. W., & Plano Clark, V. L. (2018). *Designing and conducting mixed methods research* (Third edition.). SAGE.

Crook, T. R., Ketchen Jr, D. J., Combs, J. G., & Todd, S. Y. (2008). Strategic resources and performance: a meta-analysis. *Strategic management journal*, 29(11), 1141-1154.

Daft, R. L. (2015). *Organization theory and design*. Cengage learning.

Damodaran, A. (2007) “Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications.” *SSRN Electronic Journal*. Web.

Damodaran, A. (2015). *Applied corporate finance* (Fourth edition.). Wiley.

D'Aveni, R. A., Dagnino, G. B., & Smith, K. G. (2010). The age of temporary advantage. *Strategic management journal*, 31(13), 1371-1385.

Dierickx, I., & Cool, K. (1989). Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management science*, 35(12), 1504–1511.

Eugene, F., & French, K. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427–465.

Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of economic perspectives*, 18(3), 25-46.

Farber, A., Gillet, R. L., & Szafarz, A. (2006). A General Formula for the WACC. *International Journal of Business*, 11(2).

Foss, N. J., & Knudsen, T. (2003). The resource-based tangle: towards a sustainable explanation of competitive advantage. *Managerial and decision economics*, 24(4), 291–307.

Garvin, D. A. (1988). *Managing quality: The strategic and competitive edge*. Simon and Schuster.

Grabowska, M. (2014). Economic value added and competitive position of enterprises. *Business and Economic Horizons*, 10(3), 165-176.

Greenwald, B. C. & Kahn, J. (2005). *Competition demystified: A radically simplified approach to business strategy*. New York: Penguin.

Helfat, C. E., & Peteraf, M. A. (2003). The dynamic resource-based view: Capability lifecycles. *Strategic management journal*, 24(10), 997-1010.

Henderson, R. M., & Clark, K. B. (1990). Architectural innovation: The reconfiguration of existing product technologies and the failure of established firms. *Administrative science quarterly*, 9–30.

Hill, Charles, Melissa Schilling , and Gareth Jones. 2019. *Strategic Management: Theory & Cases: An Integrated Approach*. South-Western College Publishing.

Hirsjärvi, S., Remes, P., & Sajavaara, P. (2007). *Tutki ja kirjoita* (13. osin uud. laitos.). Tammi.

Holt, C. A. (2019). *Markets, games, and strategic behavior: an introduction to experimental economics* (Second edition.). Princeton University Press.

Horngren, C. T., Sundem, G. L., Elliott, J. A., & Philbrick, D. R. (2012). *Introduction to financial accounting* (9th ed.). Pearson.

Huang, K. F., Dyerson, R., Wu, L. Y., & Harindranath, G. (2015). From temporary competitive advantage to sustainable competitive advantage. *British Journal of Management*, 26(4), 617-636.

Ihantola, E.-M., & Kihn, L.-A. (2011). Threats to validity and reliability in mixed methods accounting research. *Qualitative Research in Accounting and Management*, 8(1), 39–58.

- Ihantola, E.-M., & Leppänen, P. (2021). *Yrityksen kirjanpito: liiketapahtumista tilinpäätökseen* (5. laitos, 1. painos.). Gaudeamus.
- Kahneman, Daniel. (2011). *Thinking, fast and slow*. Farrar, Straus and Giroux.
- Kallunki, J.-P. (2022). *Tilinpäätösanalyysi* (2., uudistettu painos.). Alma Talent.
- Kerlinger, H. (1964), *Foundations of Behavioral Research*, Holt, Rinehart and Winston, Inc., New York.
- Keynes, J. M. (1930). *A treatise on money: v.1, The pure theory of money; v.2, A treatise on money*.
- Kihn, L. A., & Ihantola, E. M. (2008). Tutkimuksen laadun arvioinnista. In *Laskenta-ajattelun tutkija ja kehittäjä Professori Salme Näsi 60 vuotta* (pp. 81–95).
- Knüpfer, S., & Puttonen, V. (2018). *Moderni rahoitus* (10., uudistettu painos.). Alma Talent.
- Koskinen, I., Alasuutari, P., & Peltonen, T. (2005). *Laadulliset menetelmät kauppatieteissä*. Vastapaino.
- Krugman, P. R., Wells, Robin., & Graddy, Kathryn. (2007). *Economics* (European ed.). Worth.
- Langevoort, D. C. (1992). Theories, assumptions, and securities regulation: Market efficiency revisited. *University of Pennsylvania Law Review*, 140(3), 851-920.
- Lintner, J. (1965). Security prices, risk, and maximal gains from diversification. *The journal of finance*, 20(4), 587–615.
- Lippman, S. A., & Rumelt, R. P. (1982). Uncertain imitability: An analysis of interfirm differences in efficiency under competition. *The bell journal of Economics*, 418–438.
- Lubis, M. F. F., & Rokhim, R. (2021, December). The effect of environmental, social, and governance (ESG) disclosure and competitive advantage on companies performance as an implementation of sustainable economic growth in Indonesia for period of 2015-2019. In *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science* (Vol. 940, No. 1, p. 012059). IOP Publishing.
- Madni, A. M., & Jackson, S. (2009). Towards a conceptual framework for resilience engineering. *IEEE Systems Journal*, 3(2), 181–191.
- Mahoney, J., & Schensul, D. (2006). Historical context and path dependence.
- Marshall, A. (1890). *Principles of economics*. Cosimo, Inc.

Mason, E. S. (1939). Price and production policies of large-scale enterprise. *The American economic review*, 29(1), 61–74.

Mauboussin, Michael J., and Dan Callahan. 2022. Return on Invested Capital, How to Calculate ROIC and Handle Common Issues. Morgan Stanley Investment Management.

McGahan, A. M., & Porter, M. E. (2003). The emergence and sustainability of abnormal profits. *Strategic organization*, 1(1), 79–108.

McKinnon, J. (1988), —Reliability and validity in field research: some strategies and tactics, *Accounting, Auditing and Accountability*, No. 1, pp. 34-54.

Medhi, J. (Jyotiprasad). (2012). *Stochastic processes* (3rd ed.). New Academic Science Limited.

Merchant, K. A., & Van der Stede, W. A. (2012). *Management control systems: performance measurement, evaluation, and incentives* (3rd ed.). Financial Times/Prentice Hall.

Miller, M., & Modigliani, F. (1958). The cost of capital. *Corporate Finance and the Theory of Investment. American Economic Review*, 48(3), 261–297.

Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015.

Morgenstern, O., & Neumann, J. von. (1944). *Theory of games and economic behavior*.

Mueller, D. C. (1986). *Profits in the long run*. Cambridge University Press.

Neilimo, Kari., & Uusi-Rauva, Erkki. (2005). *Johdon laskentatoimi* (6. uud. p.). Edita.
Niskanen, J., & Niskanen, M. (2016). *Yritysrahoitus*. Edita.

Peteraf, M. A. (1993). The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. *Strategic management journal*, 14(3), 179–191.

Peteraf, M. A. (1995). Sunk costs, contestability, and airline monopoly power. *Review of industrial organization*, 10, 289–306.

Peteraf, M. A., & Barney, J. B. (2003). Unraveling the resource-based tangle. *Managerial and decision economics*, 24(4), 309–323.

Pigou, A. C. (1938). Money wages in relation to unemployment. *The Economic Journal*, 48(189), 134–138.

Porter, M. E. (1979). The structure within industries and companies' performance. *The review of economics and statistics*, 214–227.

Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*. Free Press.

Porter, M. E. (1981). The contributions of industrial organization to strategic management. *Academy of management review*, 6(4), 609–620.

Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance*. Free Press.

Porter, M. E. (2008). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard business review*, 86(1), 78.

Powell, T. C. (2001). Competitive advantage: logical and philosophical considerations. *Strategic management journal*, 22(9), 875-888.

Reed, R., & DeFillippi, R. J. (1990). Causal ambiguity, barriers to imitation, and sustainable competitive advantage. *Academy of management review*, 15(1), 88–102.

Robinson, J. (1934). What is perfect competition?. *The Quarterly Journal of Economics*, 49(1), 104-120.

Robinson, J. (1969). *The economics of imperfect competition*. Springer.

Rumelt, R. P. (1991). How much does industry matter?. *Strategic management journal*, 12(3), 167–185.

Rumelt, R. P. (1991). How much does industry matter?. *Strategic management journal*, 12(3), 167–185.

Ryan, B., Scapens, R.W. and Theobald, M. (2002), *Research Method & Methodology in Finance & Accounting*, 2nd edition. Thomson, London.

Salkind, N. J. (2011). *Statistics for people who (think they) hate statistics* (4. ed.). Sage.

Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, Adrian. (2016). *Research methods for business students* (Seventh edition.). Pearson Education.

Scott, W. R. (2015). *Financial accounting theory* (7th ed.). Pearson.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425–442.

Smith, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations: Volume One*. London: printed for W. Strahan; and T. Cadell, 1776.

Smith, W. R. (1995). Product differentiation and market segmentation as alternative marketing strategies. *Marketing management*, 4(3), 63.

- Stigler, G. J. (1957). Perfect competition, historically contemplated. *Journal of political economy*, 65(1), 1-17.
- Taleb, N. N. (2020). Statistical consequences of fat tails: Real world preasymptotics, epistemology, and applications. *arXiv preprint arXiv:2001.10488*.
- Teece, D. J. (2007). Explicating dynamic capabilities: the nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance. *Strategic management journal*, 28(13), 1319-1350.
- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic management journal*, 18(7), 509-533.
- Tirole, J. (1988). *The theory of industrial organization* (pp. xii–xii).
- Tuomi, J., & Sarajärvi, A. (2003). *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*. Tammi.
- Wamba-Taguimdje, S. L., Fosso Wamba, S., Kala Kamdjoug, J. R., & Tchatchouang Wanko, C. E. (2020). Influence of artificial intelligence (AI) on firm performance: the business value of AI-based transformation projects. *Business Process Management Journal*, 26(7), 1893–1924.
- Wang, C. L., & Ahmed, P. K. (2007). Dynamic capabilities: A review and research agenda. *International journal of management reviews*, 9(1), 31-51.
- Webb, E. J., Campbell, D. T., Schwartz, R. D., & Sechrest, L. (1966). *Unobtrusive measures: Nonreactive research in the social sciences*. Chicago: Rand McNally.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic management journal*, 5(2), 171-180.
- Wernerfelt, B. (1989). From critical resources to corporate strategy. *Journal of general management*, 14(3), 4–12.
- Wiggins, R. R., & Ruefli, T. W. (2002). Sustained competitive advantage: Temporal dynamics and the incidence and persistence of superior economic performance. *Organization science*, 13(1), 81-105.
- Williamson, O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*. Free Press.

Virallislähteet

Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336

Muut lähteet

Damodaran, A. (2023) *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Luettu 26.11.2023. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Yritystutkimus ry (2017). Luettu 26.11.2023. http://yritystutkimusry.fi/wp-content/uploads/2021/04/Yritystutkimuksen_Tilinpaatosanalyysi.pdf

Revenio Group (2023). Luettu 26.11.2023. <https://www.reveniogroup.fi/fi/meista/tuotteet>

Justia (2023). Luettu 25.11.2023. <https://patents.justia.com/assignee/orion-corporation>

Justia (2023). Luettu 26.11.2023. <https://patents.justia.com/search?q=revenio>

Valtionvarainministeriö. (2023). *Elinkeinoverotus*. Luettu 27.10.2023. <https://vm.fi/verotus/elinkeinoverotus>

Veronmaksajat. (2022), *Yhteisöverotus*. Luettu 27.10.2023. <https://www.veronmaksajat.fi/tutkimus-ja-tilastot/yhteisoverotus/#6f87b4cb>

Tilastokeskus (2023). *Hinnat ja kulutus*. Luettu 10.11.2023. https://www.tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk_hinnat.html#inflaatio

Tilastokeskus (2023). *Kansantalous*. Luettu 10.11.2023. https://www.tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk_kansantalous.html#bruttokansantuotteen-volyymien-vuosimuutos