

TAMPEREEN YLIOPISTO
Taloustieteiden laitos

**IFRS-NORMISTOON SIIRTYMISEN VAIKUTUKSET
YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYKSESSÄ
KÄYTETTÄVIIN TALOUDELLISIIN TUNNUSLUKUIHIN**

Yrityksen taloustiede, laskentatoimi
Pro gradu -tutkielma
Syyskuu 2006
Ohjaaja: Petri Vehmanen

Karri Pivo

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto	Taloustieteiden laitos; yrityksen taloustiede, laskentatoimi
Tekijä:	PIVO, KARRI
Tutkielman nimi:	IFRS-normistoon siirtymisen vaikutukset yrityksen arvonmäärittämisessä käytettäviin taloudellisiin tunnuslukuihin
Pro gradu –tutkielma:	81 sivua
Aika:	Syyskuu 2006
Avainsanat:	tilinpäätöskäytäntö, taloudelliset tunnusluvut, yrityksen arvonmäärittäminen

Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, millä tavoin siirtyminen suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä IFRS-tilinpäätöskäytäntöön vaikuttaa Helsingin pörssin päälistalle 1.7.2006 listautuneiden yhtiöiden taloudellisiin tunnuslukuihin. Tunnuslukujen valinnassa keskityttiin yleisesti käytettyjen kannattavuuden ja vakavaraisuuden tunnuslukuihin. Toiseksi tunnuslukujen valintaan vaikutti lisäarvomallissa käytettävien tunnuslukujen mukaan ottaminen, koska tutkimuksessa tehtiin lisäarvomallin mukainen arvonmäärittäminen niin sanotulle keskiarvoyritykselle eli yritykselle, jonka taloudellisten tunnuslukujen muutokset ovat keskimääräisiä. Tutkimukseen valitut neljä taloudellista tunnuslukua olivat: tilikauden tulos, oma pääoma, oman pääoman tuotto-% sekä omavaraisuusaste, %.

Tutkimuksen kirjallisuus- ja teoriaosuudessa perehdyttiin tilinpäätöskäytännön muutokseen, tilinpäätöksen analysointiin, taloudellisiin tunnuslukuihin sekä yrityksen arvonmäärittämiseen. Tutkimuksen empiirisen osuuden aineisto koostui Helsingin pörssin päälistan yhtiöiden vuosikertomuksista, tilinpäätöksistä ja yhtiöiden erikseen julkaisemista tiedotteista, joissa esiteltiin IFRS-raportointiin siirtymisen vaikutuksia.

Varsinainen tutkimusaineisto koostui 88 yhtiöstä, joiden IFRS-standardeihin siirtymispäivä oli 1.1.2004. Vertailuryhmäksi tutkimukseen otettiin myös vuotta aiemmin siirtyneet 6 yhtiötä, jotta tutkimukseen saataisiin ajallista perspektiiviä. Ajallisen perspektiivin saaminen tutkimukseen on tietenkin vaikeaa, koska lähes kaikki pörssiyhtiöt siirtyivät IFRS-standardeihin samanaikaisesti. Tutkimus toteutettiin kvantitatiivisesti, suuresta numeerisesta aineistosta johtuen. Tutkimusote oli nomoteettinen.

Tutkimuksessa havaittiin tilikauden tuloksen nousseen varsinaisessa tutkimusaineistossa sekä vertailuryhmässä. Oma pääoma nousi varsinaisessa tutkimusaineistossa ja laski vertailuryhmässä. Oman pääoman tuotto-% nousi niin varsinaisessa tutkimusaineistossa kuin vertailuryhmässäkin. Omavaraisuusaste laski varsinaisessa tutkimusaineistossa sekä vertailuryhmässä. Lisäarvomallin mukainen arvonmäärittäminen tehtiin varsinaisen tutkimusaineiston keskiarvomutosten perusteella. Kun arvonmäärittäminen tehtiin IFRS-standardien mukaisten tilinpäätöslukujen perusteella, antoi se noin kaksinkertaisen yrityksen arvon, verrattuna suomalaisen tilinpäätöskäytännön mukaisten tilinpäätöslukujen perusteella tehtyyn arvonmäärittämiseen.

SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO	1
1.1 Aiheen valinnan tausta	1
1.2 Keskeinen kirjallisuus	6
1.3 Tutkimuksen tavoite	7
1.4 Keskeiset rajaukset ja oletukset	8
1.5 Keskeiset käsitteet	9
1.6 Tutkimusmenetelmät	10
1.7 Tutkimuksen kulku	11
2 SUOMALAISESTA TILINPÄÄTÖSKÄYTÄNNÖSTÄ SIIRTYMINEN IFRS-STANDARDEIHIN	13
2.1 Miksi suomalaiset pörssiyritykset siirtyvät IFRS-standardeihin	13
2.2 IFRS-standardien teoreettinen tausta ja periaate-erot perinteiseen suomalaiseen kirjanpitoikäytäntöön	14
2.2.1 IFRS-standardien teoreettinen tausta ja IASB:n rakenne	14
2.2.2 Normien laadintaprosessi	15
2.2.3 Tilinpäätösinformaation painopiste	15
2.2.4 Yritystoiminnan rahoitus	16
2.2.5 Verotus ja kirjanpito	16
2.3 IFRS-standardit sijoittajan kannalta	16
3 TILINPÄÄTÖKSEN ANALYYSINTI JA TALOUDELLISET TUNNUSLUVUT ..	20
3.1 Tilinpäätösanalyysien käyttäjät	20
3.2 Tilinpäätöksen analysointi	22
3.3 Tunnusluvut yrityksen arvonmäärittämisen kannalta	24
3.3.1 Tunnuslukuanalyysi	24
3.3.2 Sijoittajan kannalta keskeisimmät tunnusluvut	25
3.3.3 Pörssiyrityksien tunnuslukujen julkaisuvaatimukset	26
3.4 IFRS:n vaikutukset tunnuslukuihin	27
4 YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS	30
4.1 Yrityksen arvonmäärittämisen lähtökohdat	30
4.2 Yrityksen arvonmäärittämismallit	31
4.2.1 Osinkoperusteiset mallit	31
4.2.2 Kassavirtaperusteiset mallit	33
4.2.3 Tilinpäätösperusteiset mallit	34
4.3 Arvonmäärittämismallin valinta	36
4.3.1 Empiirisiä tutkimustuloksia tilinpäätösperusteisistä arvonmäärittämismaalleista	39
4.4 Pääoman tuottovaatimus	44
4.4.1 Pääoman tuottovaatimus arvonmäärittämismaalleissa	44
4.4.2 Vieraan pääoman tuottovaatimus	45
4.4.3 Oman pääoman tuottovaatimus	46
4.4.4 Osakkeen riskin vaikutus oman pääoman tuottovaatimukseen	47
4.4.4.1 Markkinoiden riskipreemion määrittäminen	49
4.4.4.2 Yrityskohtaisen riskipreemion määrittäminen	50
5 VERTAILUTIETOJEN ANALYYSINTI JA YRITYSTEN ARVON MÄÄRITTÄMINEN	55
5.1 Tutkimusaineisto	55
5.1.1 Tutkimuksen kohderyhmä	55
5.1.2 Aineiston keruu ja muuttajat	56

5.2 Yhtiöiden IFRS:n ja FAS:n väliset vertailutiedot toimialoittain tilikaudelta 2004	57
5.2.1 Energia	57
5.2.2 Perusteellisuus	57
5.2.3 Teollisuustuotteet ja -palvelut	58
5.2.4 Kulutustavarat ja -palvelut	58
5.2.5 Päivittäistavarat	59
5.2.6 Terveystuotteet	59
5.2.7 Rahoitus	60
5.2.8 Informaatioteknologia	60
5.2.9 Tietoliikennepalvelut	61
5.2.10 Yhdyskuntapalvelut	62
5.3 Tutkimusaineiston tulosten yhteenveto sekä vertailuryhmän tulokset	62
5.3.1 Yhtiöt joiden IFRS-standardeihin siirtymispäivä oli 1.1.2004	62
5.3.2 Yhtiöt joiden IFRS-standardeihin siirtymispäivä oli 1.1.2003	63
5.4 Tilinpäätöskäytännön muutoksen vaikutukset keskiarvoyrityksen lisäarvomallin avulla laskettuun arvoon	64
5.4.1 Taustamuuttujat ja -oletukset	64
5.4.2 Arvonmääritys FAS -lukujen perusteella	65
5.4.3 Arvonmääritys IFRS -lukujen perusteella	66
6 TUTKIMUSTULOSTEN ANALYSOINTI	68
6.1 Tutkimuksen tulokset	68
6.1.1 Tutkimuksen kohderyhmä	68
6.1.2 Tilikauden tuloksen muutokset	69
6.1.3 Oman pääoman muutokset	69
6.1.4 Oman pääoman tuotto-%:n muutokset	70
6.1.5 Omavaraisuusasteen muutokset	71
6.1.6 Keskiarvoyrityksen arvon muutokset lisäarvomallin mukaan	71
6.2 Tutkimuksen reliabiliteetti	72
6.3 Tutkimuksen validiteetti	72
7 JOHTOPÄÄTÖKSET	74
7.1 Tutkimuksen johtopäätökset	74
7.2 Yhteenveto	75
LÄHDELUETTELO	76

1 JOHDANTO

1.1 Aiheen valinnan tausta

Yritystoiminta on viime vuosikymmenten aikana kansainvälistynyt nopeasti ja suurella osalla yhtiöistä on toimintaa useassa eri maassa. Myös sijoittaminen ulkomaille on kasvanut viime vuosikymmenien aikana merkittävästi, varsinkin kun sitä rajoittavat esteet on poistettu. Etenkin pankkien rahoitustoiminnan ja arvopaperimarkkinoiden kansainvälistymisen seurauksena, on tilinpäätösinformaation vertailukelpoisuus tullut erityisen tarpeelliseksi. Kansainvälisen tilinpäätösinformaation vertailukelpoisuus, toteutuu parhaiten harmonisoimalla tilinpäätösnormistot eri maiden välillä.

1970-luvulta lähtien EU-alueella on ollut käynnissä omia laajoja yhtiölainsäädännön muutoshankkeita, joiden tarkoituksena, on ollut osaltaan myös tilinpäätösten vertailukelpoisuuden parantaminen. 2000-luvulla yhteistyö tilinpäätösharmonisoinnissa on tiivistynyt. Euroopan unionin IAS-asetus hyväksyttiin 7.6.2002. Asetus julkistettiin EY:n virallisessa lehdessä 11.9.2002, ja se tuli voimaan 14.9.2002. Asetuksen myötä IFRS-raportointi tulee koskemaan kaikkia EU:n alueella toimivia julkisesti noteerattuja yhtiöitä niiden koosta ja kansainvälistymisen asteesta riippumatta. Asetus koskee käytännössä noin 7 000:ta EU-alueella rekisteröityä pörssiyhtiötä. (Räty & Virkkunen 2004, 25, 38)

IFRS-periaatteiden mukainen tilinpäätös tulee asetuksen mukaan laatia viimeistään vuodesta 2005 lähtien. Asetus sisältää kuitenkin joitakin kansallisesti valinnaisia siirtymäsäännöksiä. Jos yritys on aikaisemmin soveltanut konserniraportoinnissaan US GAAP-normistoa kansallisen lainsäädännön nojalla, on IFRS-normiston soveltamiseen siirryttävä vasta vuonna 2007. Sama siirtymäsäännös koskee sellaisia yhtiöitä, joilla on pelkästään velkainstrumentteja julkisen noteerauksen kohteena. Asetuksen mukaan jäsenmaat saavat ulottaa IFRS-vaatimuksen koskemaan myös julkisesti noteeraamattomien yhtiöiden konsernitilinpäätöksiä samoin kuin erillistilinpäätöksiä.

Kansallisesti voidaan myös päättää IFRS-normiston sallimisesta niin erillistilinpäätöksissä kuin muiden kuin listautuneiden emoyhtiöiden konsernitilinpäätöksissä. (Räty & Virkkunen 2004, 38-39)

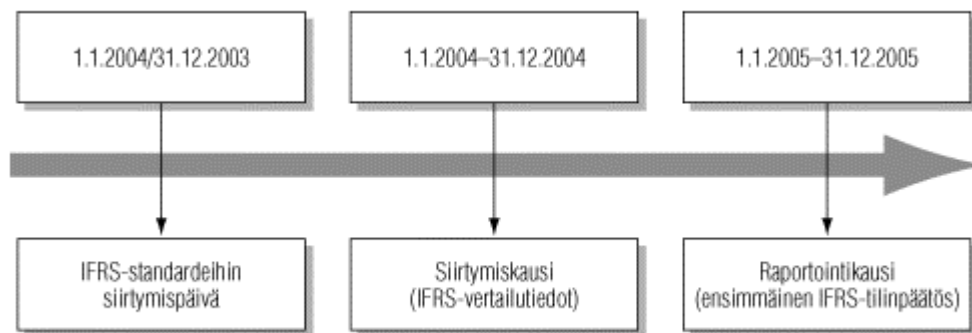
Eduskunnan talousvaliokunta otti kantaa syksyllä 2001 IAS-asetukseen liittyviin kansallisiin optioihin käsiteltäessä valtioneuvoston kirjelmää Eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi IFRS-tilinpäätösstandardien soveltamisesta. Kirjanpitolain sopeuttamista EU:n IAS-asetukseen, fair-value –direktiiviin ja modernisointidirektiiviin koskeva hallituksen esitys annettiin eduskunnalle 16.6.2004 (HE 126/2004). (Räty & Virkkunen 2004, 42-43)

Kirjanpitolakiin lisättiin uusi 7 a luku 31.12.2004 säädöksellä 1304/2004. Tässä säädöksessä määritettiin IFRS-standardien soveltamisesta Suomessa seuraavasti: Kirjanpitovelvollisen, jonka liikkeeseen laskemat arvopaperit ovat arvopaperimarkkinalaissa tarkoitetun julkisen kaupankäynnin tai sitä vastaavan kaupankäynnin kohteena Euroopan talousalueeseen kuuluvan valtion lainsäädännön alaisessa arvopaperipörssissä, tulee laatia konsernitilinpäätöksensä kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja noudattaen. Jos edellä tarkoitettu kirjanpitovelvollinen ei ole tämän lain mukaan velvollinen laatimaan konsernitilinpäätöstä, sen tulee laatia tilinpäätöksensä kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja noudattaen. Samaisessa säädöksessä säädettiin myös kansainvälisten tilinpäätösstandardien vapaaehtoisesta soveltamisesta seuraavanlaisesti: muut kuin edellä tarkoitetut kirjanpitovelvolliset saavat laatia tilinpäätöksensä tai konsernitilinpäätöksensä kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja noudattaen, jos kirjanpitovelvollisen kirjanpito, tilinpäätös ja hallinto on tarkastettava tilintarkastuslain mukaisesti ja tarkastusta suorittamaan on valittu tai asetettu tilintarkastuslain 2 §:ssä tarkoitettu hyväksytty tilintarkastaja. (Finlex www-sivusto 2006 <http://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/1997/19971336>)

Suurin osa suomalaisista listayhtiöistä laatii ensimmäisen IFRS:n mukaisen tilinpäätöksen vuodelta 2005. Osa yhtiöistä on ottanut uudet laatimisperiaatteet käytäntöön jo aiemmin. Kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja kehitetään koko ajan, joten jo aikaisemmin siirtyneiden yhtiöidenkin tilinpäätösperiaatteisiin tulee muutoksia.

Kun yhtiö laatii ensimmäisen IFRS:n mukaisen tilinpäätöksen tilivuodelta 2005, se tarvitsee samojen laatimisperiaatteiden mukaiset vertailutiedot jo vuodelta 2004. Lisäksi yhtiön tulee laatia standardien mukainen avaava tase ajankohdasta 1.1.2004. Tätä tasetta ei tarvitse erikseen julkistaa. Suomalaisen tilinpäätöskäytännön ja IFRS:n mukaisen taseen oman pääoman väliset erot tulee selvittää ja selostaa yksityiskohtaisesti erillisillä täsmäytyslaskelmilla ajankohdilta 1.1. ja 31.12.2004. Lisäksi yhtiö tekee vuodelta 2004 vastaavat täsmäytyslaskelmat sekä koko vuoden että osavuosikatsausten tuloksista (kuvio 1). (Pörssisäätiö 2005, IFRS -opas)

(Kuvio 1) IFRS-standardeihin siirtyminen (Räty & Virkkunen 2004, 61)



Täsmäytyslaskelmat kertovat sijoittajalle, miten laatimisperiaatteiden muutokset vaikuttavat siirtymävaiheessa omaan pääomaan ja tulokseen. Laskelmien läpikäynti auttaa kaikkein parhaiten ymmärtämään, miten IFRS vaikuttaa kyseisen yhtiön tilinpäätökseen. Rahoitustarkastuksen suosituksen mukaan yhtiön tulisi julkistaa täsmäytyslaskelmansa ennen maaliskuun 2005 osavuosikatsausten julkistamista, mikäli se siirtyy noudattamaan IFRS:ää siinä osavuosikatsauksessa. Siirtymävaiheen täsmäytyslaskelmista on nähtävissä kaikki olennaiset IFRS:ään siirtymisen aiheuttamat vaikutukset. Täsmäytyslaskelmien läpikäynti on tärkeää muutosten analysoimisessa ja ymmärtämisessä. (Pörssisäätiö 2005, IFRS -opas)

IFRS:ään siirtymisen ajankohta on useimmilla yhtiöillä jo 1.1.2004, vaikka ensimmäinen IFRS-tilinpäätös laaditaan vuodelta 2005. IFRS:ään siirryttäessä taseerien arvostusta voidaan muuttaa. Tasearvojen muutokset, korotukset tai alennukset

otetaan huomioon avaavan taseen omassa pääomassa. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että entisten ja uusien laatimisperiaatteiden eroista aiheutuvat arvomuutokset, jotka ovat kertyneet ennen 1.1.2004, eivät pääsääntöisesti tule missään vaiheessa kirjattavaksi tulosvaikutteisesti tuottoina tai kuluina yhtiöiden tuloslaskelmiin. Laatimisperiaatteiden muutoksista aiheutuvat tulosvaikutukset kirjataan suoraan omaan pääomaan. Siirtymisestä johtuvaa kertavaikutusta ei siten esitetä tuloslaskelmassa tuottona tai kuluna. Pääperiaate on, että avaava tase laaditaan ikään kuin yhtiö olisi aina noudattanut IFRS:n periaatteita. Siirtymäsäännökset sisältävät kuitenkin merkittäviä vaihtoehtoisia helpotuksia tähän pääperiaatteeseen. Merkittävin helpotus on, että taseen liikearvot voivat edelleen perustua aikaisempaan kirjanpitokäytäntöön. Näin ollen aikaisempia yritysostojen liikearvoja ei tarvitse määritellä uudelleen IFRS:n mukaisesti. Yhtiö voi valita, laskeeko liikearvot uudelleen IFRS:n mukaisesti vai jättääkö helpotuksen hyödyntämättä. Käyttöomaisuus voidaan arvostaa alkuperäisen hankintamenon sijasta siirtymähetken käypään arvoon. Vaihtoehdot kuvastavat hyvin sitä, että yhtiöiden vertailukelpoisuuteen liittyy edelleen ongelmia. (Pörssisäätiö 2005, IFRS -opas)

Noin 90 maassa, joko vaaditaan tai sallitaan IAS-tilinpäätöksen laatiminen. IAS-standardit – nyttemmin IFRS-standardit – ovat muodostumassa tilinpäätösmaailman esperantoksi, tai vähän nykyaikaisemmin: englanniksi. Niitä lukee nykyisin jo koko pörssimaailma. IAS-osaaminen ja -ymmärtäminen on nopeasti leviämässä, osaksi kaikkien laskennan ammattilaisten ja koko taloushallinnonkin perusammattitaitoa. Vuonna 2001 IAS-tilinpäätöksen laati vain noin 300 yritystä Euroopassa. Suomessa vuonna 2003 IAS/IFRS-standardien mukaisen tilinpäätöksen laati kaksi pörssiyhtiötä, Nokia Oyj ja StoraEnso Oyj. Vuonna 2004 päättyvältä tilikaudelta virallisen IFRS-tilinpäätöksen suunnitteli laativansa 16 pörssiyhtiötä. Valtaosa pörssiyhtiöistä (85%) ilmoitti alustavana käsityksensä laativansa ensimmäisen virallisen IFRS-tilinpäätöksen vasta kun se on pakollista eli tilikaudelta 2005, rahoitustarkastuksen tiedotteen mukaan 3/2003. (Leppiniemi 2003, 9,33,39)

Professori Martti Saarion meno-tulo-teoriaan ja verotettavan tulon laskentaan kytkeytyvään tilinpäätöskäytäntöön tottuneille laskentatoimen ammattilaisille muutos IFRS-normistoon on suuri. Kysymys ei ole vain suomalaisen käytännön ja IFRS-

normiston teknisistä eroista tulokseen ja oman pääoman laskennassa, vaan koko laskenta-ajattelun teoreettisen perustan muuttumisesta. (Räty & Virkkunen 2004, 5)

Kun tilinpäätöksen laadintaperiaatteet muuttuvat, sillä on vaikutusta sekä tuloksen laskentaan että taseen rakenteeseen. Kun nämä tekijät muuttuvat, on niillä välitön vaikutus yhtiön taloudellisiin tunnuslukuihin, koska tunnusluvut lasketaan tilinpäätös tietojen perusteella.

Yhtiöiden sidosryhmät, etupäässä sijoittajat, ovat usein hyvin kiinnostuneita taloudellisista tunnusluvuista ja tekevät näihin perustuvia päätöksiä. Myös yhtiön johto voi tehdä yhtiötä koskevia päätöksiä tunnuslukuanalyysien perusteella. Lokakuussa 2005 KPMG:n tekemän tutkimuksen mukaan, 77 prosenttia pörssianalyytikoista uskoi IFRS-normistoon siirtymisen vaikuttavan osakkeiden markkinahintoihin (KPMG 2005, On the Threshold of IFRS –Analyst Research Survey)

IFRS-normistoon siirtymisen muutoksista ollaan varmasti kiinnostuneita yhtiöissä, joiden ei ole pakko tehdä IFRS-standardien mukaista tilinpäätöstä, mutta on mahdollisuus siihen. IFRS-normistoon siirtymisen vaikutuksista tilinpäätösinformaatioon ollaan varmasti kiinnostuneita myös yhtiöissä, jotka ovat harkinneet listautumista arvopaperipörssiin ja ovat tällöin pakotettuja siirtymään IFRS-normiston mukaiseen tilinpäätösinformaatioon. Näin ollen kiinnostus IFRS-normistoon siirtymisen vaikutuksista taloudelliseen informaatioon, on varmasti erittäin laajaa ja myös hyvin oleellista tietoa. Samanlainen näkemys on myös KPMG:n *IFRSview-julkaisussa*: Pörssiyhtiöille IFRS-standardien käyttöönotto on ollut pakollista, mutta myös monet muut yritykset ovat selvittäneet tai selvittämässä IFRS:ään siirtymisen vaikutuksia tilinpäätöksiinsä ja raportointiprosessiinsa. Kansainvälisiin tilinpäätösstandardeihin siirtyminen aiheuttaa luonnollisesti työtä ja kustannuksia, mutta IFRS-tiedoista on yrityksille myös kiistatonta hyötyä. IFRS-perusteisia lukuja edellytetään yleensä yrityskauppatilanteissa ja muissa omistusjärjestelyissä. Samoin rahoituksen hankinnassa ja yhteistyössä ulkomaisten osapuolten kanssa IFRS-tiedot parantavat luottamusta yritykseen. Ylipäätään nykyinen tilanne, jossa on kahdenlaisia tilinpäätöksiä, kansainvälisen käytännön mukaisia IFRS-tilinpäätöksiä ja suomalaisen

käytännön mukaisia tilinpäätöksiä, on tilinpäätösten käyttäjien kannalta monimutkainen ja haasteellinen. KPMG:llä pidetään todennäköisenä, että lähivuosina yhä useammat suomalaisyritykset siirtyvät noudattamaan IFRS-standardeja taloudellisessa raportoinnissa. (KPMG 2005, IFRSview).

1.2 Keskeinen kirjallisuus

Tutkimuksessa käytettävä kirjallisuus voidaan jakaa karkeasti kahteen aihealueeseen, IFRS-tilinpäätöksestä kertovaan kirjallisuuteen ja yrityksen taloudellisesta analysoinnista kertovaan kirjallisuuteen. Merkittäviä tutkimuksessa käytettyjä teoksia IFRS-normistosta ja sen vaikutuksista Suomessa ovat mm. Jarmo Leppiniemen *IFRS – Johdon käsikirja* (2003), Pontus Trobergin *IAS ja kansainvälinen tilinpäätös* (2003) sekä Päivi Rätty ja Virpi Virkkunen *Kansainvälinen tilinpäätöskäytäntö – IAS – raportointi* (2004). Leppiniemi ja Troberg toimivat molemmat laskentatoimen professoreina Helsingin kauppakorkeakoulussa. Päivi Rätty toimii Elinkeinoelämän keskusliitossa taloudellisen raportoinnin asiantuntijana ja Virpi Virkkunen toimii Rahoitustarkastuksessa tilinpäätösasiantuntijana.

Yritysten taloudellisista analyyseistä ja yritysten arvonmäärittämisestä on kirjoitettu ja tehty tutkimuksia hyvin laajasti kotimaassa sekä kansainvälisesti. Kotimaisesta kirjallisuudesta yritysanalyysien ja taloudellisten tunnuslukujen osalta tutkimuksessa on keskeisellä sijalla mm. Jyrki ja Mervi Niskasén kirjat *Yritysrahoitus* (2002) ja *Tilinpäätösanalyysi* (2003) sekä Jarmo ja Raili Leppiniemen *Tilinpäätöksen tulkinta* (2000). Yrityksen arvonmäärittämisen teoria-osuus perustuu suurelta osin Juha-Pekka Kallungin ja Jaakko Niemelän kirjaan *Uusi yrityksen arvonmäärittäminen* (2004). Kyseisessä kirjassa esitellään myös tutkimuksessa käytettävä arvonmäärittämissmalli, lisäarvomalli. Arvonmäärittämissmallin valinnassa sekä valinnan perusteluissa keskeisiä lähteitä olivat mm. kanadalaisessa, globaalille lukijakunnalle tarkoitetussa tieteellisessä aikakauslehdessä CAR (Contemporary Accounting Research) julkaistut artikkelit: *A Comparison of Dividend, Cash Flow and Earnings Approaches to Equity Valuation* (Penman & Sougiannis, 1998) sekä *On Comparison Cash Flow and Accrual Accounting*

Models for Use in Equity Valuation: A Response to Lundholm and O'Keefe (CAR, Summer 2001) (Penman, Lundholm & O'Keefe, 2001).

1.3 Tutkimuksen tavoite

Tutkimuksen varsinainen tutkimusongelma on selvittää kuinka siirtyminen suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä IFRS-normistoon vaikuttaa yhtiöiden taloudellisiin tunnuslukuihin, joita käytetään yrityksen arvonmäärittämiseen. Tutkimuksessa käytettävä arvonmäärittämissä on lisäarvomalli. Siinä käytettävät taloudelliset tunnusluvut ovat tilikauden tulos sekä oma pääoma. Näiden tunnuslukujen lisäksi tutkimukseen on otettu yrityksen arvon ja sen arvon kehityksen kannalta merkittävä kannattavuuden tunnusluku, oman pääoman tuotto-%. Oman pääoman tuotto-%:a pidetään yhtenä tärkeimmistä yhtiön taloudellisen suorituskyvyn mittareista, monet pitävät sitä tärkeimpänä yksittäisenä tunnuslukuna omistajien kannalta mm. pörssiguruna pidetty Seppo Saario pitää sitä sijoittajan avainlukuna (Saario 2001, 280). Tutkimukseen haluan ottaa mukaan myös yhden vakavaraisuuden tunnusluvun eli omavaraisuusasteen. Omavaraisuusaste ei vaikuta suoraan yrityksen arvonmäärittämissä käytettävien mallien arvoihin, mutta on tärkeä yrityksen riskisyyteen liittyvä seikka. Yrityksen riskisyys puolestaan vaikuttaa yhtiön beeta-arvoon, joka taas vaikuttaa oman pääoman tuottovaatimukseen. Oman pääoman tuottovaatimus on keskeinen tekijä yrityksen arvonmäärittämissä, omistajat vaativat sitä enemmän tuottoa mitä riskisempi yritys on. Omavaraisuusaste, %:n muutokset eivät kuitenkaan vaikuta yhtiön beeta-arvon muutoksiin suoraan, mutta epäsuorasti kylläkin. Omavaraisuusaste, % on yleisesti käytetty vakavaraisuuden mittari.

Tutkimuksessa tehdään myös lisäarvomallin mukainen arvonmäärittäminen niin sanotulle keskiarvoryritykselle. Näin havainnollistetaan kuinka muutokset tilinpäätöstiedoissa muuttavat arvonmäärittämissä avulla laskettua yrityksen arvoa, jos yrityksen muutokset ovat keskimääräisten muutosten suuruisia. Lisäarvomallissa käytetään siis yrityksen tunnusluvuista tilikauden tulosta ja omaa pääomaa. Näiden mahdollisilla muutoksilla tilinpäätöskäytännön muutoksen seurauksena on vaikutusta yrityksen arvoon, jos yrityksen arvonmäärittäminen tehdään lisäarvomallin avulla.

Tutkimuksen tavoite on tuoda esille kvantitatiivisesti, kuinka tilinpäätöskäytännön muuttuminen vaikuttaa tutkimukseen valittuihin taloudellisiin tunnuslukuihin: tilikauden tulos, oma pääoma, oman pääoman tuotto-% sekä omavaraisuusaste, %. Tutkimuksessa ei siis ole tarkoitus tutkia tietyn standardin tai lainkohdan muutoksen vaikutusta ja esitellä sitä. Tutkimus pyrkii antamaan kokonaiskuvan muutoksesta ja sen vaikutuksista taloudelliseen informaatioon, joka on muuttanut koko laskenta-ajattelua Suomessa.

1.4 Keskeiset rajaukset ja oletukset

Tutkimuksen empiirinen aineisto rajataan 1.7.2006 Helsingin pörssissä päälistalle listattuihin yhtiöihin, jotka ovat siirtyneet IFRS-standardien käyttäjiksi, tilikaudella 2005 sekä tilikaudella 2004 siirtyneet 6 yhtiötä, jotka ovat tutkimuksessa ajallista perspektiiviä tuova vertailuryhmä. Tutkimuksesta rajataan näin pois ulkomaisiin pörssihin listatut yhtiöt, listaamattomat suomalaiset yhtiöt, jotka raportoivat IFRS-normiston mukaisen tilinpäätöksen, sekä aiempina vuosina IFRS-standardien käyttäjiksi siirtyneet yhtiöt. Myös muille pörssin listoille listautuneet yhtiöt, kuin pörssin päälistalle listautuneet yhtiöt rajataan pois suuren aineiston eli suuren yritysmäärän johdosta.

Rajauksen merkittävin peruste on tilinpäätösraporttien saanti ja otos on näin rajattuna kuitenkin varsin kattava. Helsingin pörssiin listautuneihin yhtiöihin kuuluu sekä suuria kansainvälisiä yhtiöitä että keskisuuria suomalaisia yhtiöitä. Pörssiin on myös listautunut yhtiöitä erittäin monelta eri alalta. Toisena rajauksen perusteena voidaan pitää tilinpäätöstietojen luotettavuutta. Tutkimuksessa oletetaan Helsingin pörssiin listautuneiden yhtiöiden tilinpäätöstietojen olevan luotettavia ja korkealaatuisia, eli yhtiöt noudattavat Suomen lakeja, kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja sekä hyvää kirjanpitoa.

1.5 Keskeiset käsitteet

- Suomalainen tilinpäätöskäytäntö

Suomalainen tilinpäätöskäytäntö, josta käytetään joissain yhteyksissä myös lyhennettä FAS (Finnish Accounting Standards), on ollut suomalaisten pörssiyritysten tilinpäätöskäytäntönä ennen niiden siirtymistä kansainväliseen tilinpäätöskäytäntöön ja on edelleen niiden listaamattomien yritysten tilinpäätöskäytäntö, jotka eivät ole siirtyneet IFRS -raportointiin. Suomen vuoden 1973 kirjanpitolaki perustuu professori Martti Saarion kehittämälle tulosteorialle, meno-tulo-teorialle. Kansainväliset vaikutteet sekä erityisesti rahoitusmarkkinoiden keskittymisen sanelemat laajentuneet tilinpäätöksen hyväksikäyttövaatimukset söivät lain voimassa ollessa vähä vähältä alkuperäisen vuoden 1973 kirjanpitolaian yhtenäistä ja selkeää teoriapohjaa. Vuoden 1997 kirjanpitolaissa irtauduttiin kokonaan meno-tulo-teorian käyttämisestä lainsäädännön perustana ja nojaututtiin teorian sijasta Euroopan yhteisöjen tilinpäätösdirektiiveihin. (Leppiniemi 2003, 21)

- Kansainvälinen tilinpäätöskäytäntö

Kansainvälinen tilinpäätöskäytäntö eli IFRS -normisto on laaja tilinpäätösinformaatiota säätelevä säännöstö. Se rakentuu kolmesta osasta:

- tilinpäätöksen laatimista ja esittämistä koskevat yleiset perusteet (Framework)
- kansainväliset tilinpäätösstandardit (IFRS, International Financial Reporting Standards; aikaisemmin IAS, International Accounting Standards)
- tulkintaohjeet (IFRIC, International Financial Reporting Interpretation Committee; aikaisemmin Standing Interpretations Committee, SIC). (Räty & Virkkunen 2004, 27)

- Taloudelliset tunnusluvut:

Taloudelliset tunnusluvut ovat tilinpäätöksestä laskettuja mittareita, jotka on kehitetty mittaamaan yrityksen taloudellista suorituskykyä. Taloudellinen suorituskyky muodostuu useammista eri osatekijöistä ja hyvin usein taloudellinen

suoritus jaetaan laveasti kannattavuuteen, vakavaraisuuteen ja maksuvalmiuteen eli likviditeettiin. Tällä perusteella luokitellaan usein myös yrityksen analysoinnissa käytettävät tunnusluvut kolmeen pääryhmään. Niiden lisäksi erotetaan usein omaksi ryhmäkseen tehokkuutta mittaavat kiertonopeustunnusluvut. (Niskanen & Niskanen 2002, 52)

- Yrityksen arvonmääritys

Arvonmääritys on päätarkoitus monissa yritysanalyseissa. Arvonmääritys viittaa prosessiin, jossa muutetaan ennustetut tulevaisuuden tuotot arvioon yrityksen arvosta. Määrittääkseen yrityksen arvon, tulee analysoijan valita arvonmääritysmalli ja arvioida yrityksen pääoman kustannus. (Wild, Subramanyam & Halsey 2003, 13-14) Yleisimmät arvonmääritysmallit ovat diskontattujen osinkojen malli, diskontattujen kassavirtojen malli sekä tilinpäätöslukuihin perustuvat arvonmääritysmallit.

1.6 Tutkimusmenetelmät

Tutkimus on kvantitatiivinen, tutkimuksen empiirinen aineisto koostuu suomalaisten pörssiyritysten julkaisemista tilinpäätöksistä vuodelta 2005, koska suurimman osan pörssiyrityksistä siirtymispäivä IFRS:n mukaiseen tilinpäätökseen oli 1.1.2004. Näin ollen vertailutiedot suomalaisen tilinpäätöksen ja IFRS tilinpäätöksen väliltä ovat tilikaudelta 1.1.2004-31.12.2004. Niiden yritysten osalta, joiden siirtymispäivä oli 1.1.2003 IFRS:n mukaiseen tilinpäätöskäytäntöön, on tutkimuksessa mukana kyseisen yrityksen vuosikertomus vuodelta 2004, koska vertailutiedot IFRS:n mukaisen tilinpäätöksen ja suomalaisen tilinpäätöskäytännön väliltä ovat tilikaudelta 1.1.2003-31.12.2003. Niissä tapauksissa, joissa yritys ei ole antanut FAS:n mukaisia vertailutietoja tilikaudelta 2004 vuoden 2005 tilinpäätöksessä tai tilikaudelta 2003 vuoden 2004 tilinpäätöksessä, vaan ainoastaan IFRS:n mukaiset, otetaan FAS:n mukaiset vertailutiedot edellisen vuoden tilinpäätöksestä.

Teoreettinen osuus koostuu kirjallisuudesta, jotka käsittelevät tilinpäätösnormistoja, tilinpäätösanalyysijä sekä yrityksen arvonmääritystä. Tilinpäätösnormeja ja niiden

muutosta käsitellään kotimaisen kirjallisuuden avulla. Samoin tilinpäätösanalysointi ja taloudellisten tunnuslukujen kirjallisuusosuudet käsitellään suomalaisen kirjallisuuden pohjalta. Tutkimuksessa käytettävä arvonmäärittäjämalli esitellään Juha-Pekka Kallungin ja Jaakko Niemelän *Uusi yrityksen arvonmäärittäjämalli perustuen* –kirjaan perustuen. Arvonmäärittäjämallin valinta pohjautuu CAR -aikakauslehdessä (Contemporary Accounting Research) julkaistuihin kansainvälisiin tieteellisiin artikkeleihin sekä yhdysvaltalaiseen kirjallisuuteen, keskeisenä teoksena mm. Whiten, Ashwinpaulin ja Friedin kirja *The analysis and use of financial statements* (2003).

Tutkimusote on nomoteettinen eli tutkimus kuvaa, selittää ja ennustaa. Nomoteettinen tutkimusote on tilastollista yleistämistä laajoista empiirisistä kvantitatiivisista aineistoista, hypoteesien kehittäjä sekä testausta. Nomoteettisen tutkimusotteen tavoitteena on yleistäminen ja lainalaisuuksien löytäminen. Nomoteettisen tutkimusotteen esikuvana on luonnontieteet. Tieteellinen katsantotapa on positivismi. Nomoteettiseen tutkimusotteeseen kuuluu teoria- ja empiriaosuus.

Tutkimus on poikkileikkaustutkimus, koska ei ole mahdollisuutta tutkia normiston muutoksen vaikutuksia pitkältä ajanjaksolta. Lähes kaikki Helsingin pörssiin listatut yhtiöt siirtyivät IFRS-normiston mukaiseen tilinpäätöskäytäntöön tilikaudella 1.1.2005-31.12.2005, jolloin siirtymäaika loppui. Vain muutama yhtiö siirtyi, ennen kuin siirtymäaika loppui. Tämän ongelman poistamiseksi, tutkimukseen otetaan myös vertailuryhmä vuotta aiemmin siirtyneistä yhtiöistä. Näitä yhtiöitä oli vain 6 kappaletta, eikä niistä näin ollen saada suurta tilastollista aineistoa, mutta niistä saadaan hyvä vertailuryhmä varsinaiselle tutkimusaineistolle.

1.7 Tutkimuksen kulku

Tutkimuksen ensimmäisessä luvussa, johdanto-luvussa, kerrotaan taustaa miksi muualla maailmassa ja Suomessa siirrytään kansainvälisten tilinpäätösstandardien käyttöön sekä miksi sen tuomaa muutosta on järkevää tutkia. Toisessa luvussa käydään läpi teoriaa ja kirjallisuutta tilinpäätösstandardeihin ja niiden muutokseen liittyen. Kolmannessa luvussa kerrotaan taloudellisista analyyseistä ja erityisesti tunnuslukuanalyyseistä. Neljännessä luvussa käydään läpi tärkeimmät arvonmäärittäjämallit ja niistä tehtyjä

empiirisiä tutkimuksia. Viidennessä luvussa on tutkimuksen empiirinen osuus, jossa tutkitaan ja analysoidaan pörssiyhtiöiden tilinpäätöksiä, erityisesti tilikauden 2004 vertailutietoja, jotka ovat tutkimuksen perusta. Siinä esitellään myös tutkimustulokset ja analysoidaan saatuja tuloksia. Viidennessä luvussa tehdään myös lisäarvomallin mukainen arvonmääritys keskiarvo muutosten perusteella. Kuudennessa luvussa pohditaan saatuja tutkimustuloksia ja seitsemännessä luvussa esitellään tutkimuksesta tehtävät johtopäätökset ja yhteenveto tutkimuksesta.

2 SUOMALAISESTA TILINPÄÄTÖSKÄYTÄNNÖSTÄ SIIRTYMINEN IFRS-STANDARDEIHIN

2.1 Miksi suomalaiset pörssiyritykset siirtyvät IFRS-standardeihin

Eri maiden tilinpäätöskäytännöt ovat perinteisesti eronneet merkittävästi toisistaan. Tilinpäätösten sisältö on pitkälti ollut kulloistenkin kansallisten tarpeiden ja painotusten sanelemaa ja kulttuurisidonnaista. Tilinpäätökselle asetetut tavoitteet ja vaatimukset ovat vaihdelleet paljolti maakohtaisesti. Uusia tilinpäätösmenettelyjä ja –standardeja on ollut helpoin toteuttaa sellaisissa maissa, joissa ei ole ollut vahvaa yritystoiminnan ja yritystoimintaa koskevaa lainsäädännön perinnettä. Euroopan maat ovat tulossa pitkän järjestäytyneen talouselämän taustansa takia jälkijunassa kansainvälisesti yhtenäisten tilinpäätösstandardien piiriin. Pyrkimykset tilinpäätösten harmonisointiin ovat lähteneet erityisesti kansainvälistyneen kaupan ja sijoitustoiminnan tarpeista. Sekä luottotietotoiminta ja lainan antaminen että riskisijoittaminen ja arvopaperien vaihdanta tarvitsevat perustakseen yritysten taloutta koskevia tietoja. Tietojen tehokas ja taloudellinen hyväksikäyttö edellyttää tilinpäätöstietojen laajaa saatavuutta, luotettavuutta sekä mahdollisuutta automatisoida prosesseja, joita käytetään analysoinnissa ja johtopäätösten tekemisessä. Keskeisesti tilinpäätösten harmonisointia edistäneitä järjestöjä ovat YK ja OECD. Ne ovat pyrkineet ennen muuta monikansallisten yritysten antaman tilinpäätösinformaation yhtenäistämiseen. YK antoi vuonna 1997 suosituksen monikansallisten yritysten tilinpäätöstietojen vähimmäissisällöstä. OECD on antanut yksityiskohtaisia suosituksia kansainvälistyneiden yritysten tilinpäätöstietojen vertailumahdollisuuden lisäämiseksi. YK ja OECD eivät kuitenkaan ole antaneet tilinpäätösstandardeja. Ne ovat edistäneet yksityisen kansainvälisen järjestön IASC:n (International Accounting Standards Committee), myöhemmin IASB:n (International Accounting Standards Board), antamien standardien aikaansaamista ja hyväksymistä tilinpäätösinformaation yhtenäistämiseksi. (Leppiniemi 2003, 21-23)

Sijoitusmarkkinat kansainvälistyvät. Tavara- ja palvelumarkkinat ovat olleet kansainväliset jo pitkään. Hyvin hajautettuna arvopaperisalkku sisältää eri toimialoilla ja eri puolilla maailmaa toimivien yritysten osakkeita ja joukkovelkakirjoja. Kansainvälisen kaupan syveneminen edellyttää, että osapuolten välillä on mahdollisuus velkakauppaan. Sijoitus- ja rahoitustoiminta edellyttää niin sijoituskohteen kuin kauppavelallisen tuntemista. Paras yritystalouden käyntikortti on tilinpäätös, jos sen sisältö on sijoittajan tai kauppakumppanin luettavissa ja ymmärrettävissä. Noin 90 maassa joko vaaditaan tai sallitaan IFRS-tilinpäätöksen laatiminen. (Leppiniemi 2003, 9)

2.2 IFRS-standardien teoreettinen tausta ja periaate-erot perinteiseen suomalaiseen kirjanpitokäytäntöön

2.2.1 IFRS-standardien teoreettinen tausta ja IASB:n rakenne

IFRS-standardit edustavat normatiivista tieteellistä teoriaa. IFRS-standardien tarkoituksena on tarjota päätöksentekijälle, eli sijoittajalle, mahdollisimman tarpeellista tietoa sijoituspäätöksen tekoa varten. IFRS-viitekehyksen mukaan kansainvälisessä tilinpäätöskäytännössä on keskeisenä vaatimuksena oikean ja riittävän kuvan antaminen kirjanpitovelvollisen tuloksesta, taloudellisesta asemasta ja rahavirroista. IASB ja IFRS-standardit edustavat näkemystä, jossa voidaan luoda universaali tilinpäätöskäytäntö. Näkemyksen mukaan yhdet ja samat tilinpäätösstandardit ovat käyttökelpoisia ympäri maailman, riippumatta historiallisista ja kulttuurillisista eroista.

Standardeista päättävä elin on nimeltään International Accounting Standards Board eli IASB. IASB:n hallitus koostuu 14 jäsenestä, joista 12 on kokoaikaisia ja kaksi osa-aikaisia. Jäsenten ensisijainen pätevyysvaatimus on asiantuntemus. Viiden jäsenen tulee olla taustaltaan ammatissa toimivia tilintarkastajia, vähintään kolmen tulee olla taustaltaan tilinpäätöksen laatijoita, vähintään kolmen tulee olla taustaltaan tilinpäätöksen käyttäjiä (sijoittajia) ja vähintään yhdellä tulee olla akateeminen tausta.

IASB:n tavoitteena on:

1. Laatia yleisen edun nimissä korkealaatuisten, ymmärrettävien ja voimaan saatettavissa olevien yleismaailmallisten tilinpäätösstandardien kokonaisuus
2. Edistää näiden standardien käyttöä ja tinkimätöntä soveltamista
3. Lähentää kansallisia ja kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja toisiinsa korkealaatuisten ratkaisujen saavuttamiseksi. (Troberg 2003, 23-24)

2.2.2 Normien laadintaprosessi

Suomalainen tilinpäätösnormisto on perinteisesti laadittu yleistaloudellisten tavoitteiden näkökulmasta. Erityisesti siinä on otettu huomioon verotuksen toteuttamiseen liittyvät näkökohdat. Myös velkojan suoja korostuu. Suomen kirjanpitolainsäädäntö ankkuroituu moniin yksityiskohtaisiin laskentasäännöksiin. IFRS-tilinpäätös on yritystaloudellinen sekä arvostusperusteiltaan ja monilta tulkinnoiltaan markkinaehtoinen. (Leppiniemi 2003, 37)

2.2.3 Tilinpäätösinformaation painopiste

Suomalaisen tilinpäätöksen sisältämää informaatiota arvioidaan erityisesti velkojan suojan ja verotuksen näkökulmista. Kirjanpito- ja tilinpäätöstiedoista tulee kyetä johtamaan säännösten mukainen, luotettava tilinpäätös. Myös verotarkastuksessa kirjanpidon ja tilinpäätöksen oikeellisuuden ja luotettavuuden selvittämisellä on keskeinen rooli. IFRS-tilinpäätöksessä otetaan huomioon eri sidosryhmät, jotka käyttävät tilinpäätöstä tietolähteenään. Viimekädessä ratkaisee omistajien ja sijoittajien informaation tarve. (Leppiniemi 2003, 37)

2.2.4 Yritystoiminnan rahoitus

Suomessa yritysrahoitus on perinteisesti pankkikeskeistä. Muun muassa vakuuksien tärkeän roolin takia markkinaehtoisella rahoituksella ei ole ollut niin merkittävää vaikutusta tilinpäätösinformaatioon kuin markkinakeskeisissä rahoitusympäristöissä. Mitä tärkeämmät osakemarkkinat ovat yritysrahoituksen kannalta, sitä suuremmat vaatimukset tilinpäätösinformaation luotettavuudelle ja informaatioisällölle yleensä asetetaan. IFRS-tilinpäätöksessä lähtökohtana on markkinapainotteinen rahoitus ja siitä johtuvat informaatiovaateet. (Leppiniemi 2003, 37-38)

2.2.5 Verotus ja kirjanpito

Suomessa verotuksella ja kirjanpidolla on perinteisesti tiukka keskinäinen kytkentä. IAS/IFRS-standardeissa verotusnäkökulmia ei ole otettu ainakaan nimenomaisesti huomioon. IAS/IFRS-standardeissa on yksittäisiä määräyksiä kirjanpidon ja verotuksen kytkennöistä, kuten kirjanpidon ja verotuksen välisten jaksotuserojen huomioon ottamisesta tilinpäätöksessä. Näissä on kuitenkin kysymys enemmänkin verotuksesta johtuvien liiketapahtumien merkitsemisestä tilinpäätökseen kuin veropaineen alla tehdyistä tilinpäätösratkaisuista. Kirjanpidon ja verotuksen kytkentä on IAS/IFRS-standardeissa ainakin periaatteessa löyhä. Tietysti käytäntö voi muodostua toisenlaiseksi. Jos esimerkiksi kirjanpitoon merkityt arvonmuutokset alkaisivat vaikuttaa veronalaisen tulon määrään, tällä olisi varmasti vaikutusta siihen, ryhdytäänkö yrityksessä soveltamaan käypään arvoon vai hankintameno perustuvaa arvostusta, jos IAS/IFRS-standardeissa sallitaan molemmat vaihtoehdot. (Leppiniemi 2003, 38)

2.3 IFRS-standardit sijoittajan kannalta

Uusien kansainvälisten IFRS-standardien mukaisesti laadittu konsernitilinpäätös, tulee lisäämään käypien arvojen käyttöä tilinpäätöksessä ja liitetiedoissa. Vaikka uusi tilinpäätöskäytäntö ei johdakaan, ainakaan välittömästi, kaikkien tase-erien käypiin arvoihin arvostamiseen, monet tase-erät veloitetaan arvostamaan käypiin arvoihin. Lisäksi monet yritykset tulevat raportoimaan käyvistä arvoista tilinpäätöksen liitetiedoissa. IFRS-standardien tase-erien arvostusperusteet tulevat olemaan melko

epäyhtenäiset, sillä osa tase-eristä tullaan arvostamaan hankintamenoon tai jaksotettuun hankintamenoon ja osa käypiin arvoihin. Pääsääntöisesti käypiin arvoihin velvoitetaan arvostamaan rahoitusvarat, varat yritysostojen yhteydessä sekä niin sanotut biologiset varat, esimerkiksi metsäomaisuus. Sen sijaan yritykselle jää mahdollisuus valita joko hankintamenoon tai käypään arvoon arvostaminen aineellisten ja aineettomien käyttöomaisuuserien sekä sijoituskiinteistöjen suhteen. IFRS-viitekehyksen mukaan omaisuuden arvostamisessa sovelletaan seuraavia arvostusperusteita: alkuperäinen hankintameno, jälleenhankinta-arvo, realisointiarvo, nykyarvo ja käyttöarvo. (Kallunki & Niemelä 2004, 22, 186)

IFRS-normiston yleisiä periaatteita säätelevän viitekehyksen (framework) mukaan tilinpäätösten käyttäjien tietotarpeet tulee täytettyä, kun tilinpäätös täyttää osakesijoittajien tietotarpeet. Sijoittajat antavat yritykselle riskipääomaa, eli he kantavat suuren riskin yrityksen toiminnasta. Tämän tilinpäätösinformaation hyväksikäyttölinjauksen perusteella voidaankin todeta, että IFRS-tilinpäätös laaditaan ensisijaisesti osakesijoittajia varten. Sijoittajakeskeisyys näkyy IFRS-standardien mukaisissa monissa uusissa raportointitavoissa- ja kohteissa. (Kallunki & Niemelä 2004, 183)

Standardien soveltamisen tuloksena pitäisi olla tilinpäätös, joka tuottaa parempaa tietoa yrityksen taloudellisesta tilasta. Tätä edesauttaa esimerkiksi mahdollisuus käyttää käypiä arvoja aikaisempaa laajemmin. Uusi tilinpäätöskäytäntö antaa yrityksen johdolle ainakin periaatteessa mahdollisuuden viestiä näkemyksensä yrityksen taloudellisesta arvosta joko tilinpäätöksessä tai liitetiedoissa. IFRS-standardien viitekehyksen mukaan päävastuu tilinpäätöksen laatimisesta ja esittämisestä on yrityksen johdolla. Yrityksellä on velvollisuus antaa oikea kuva ja kertoa kaikki oleelliset tiedot sijoittajien taloudellista päätöksentekoa varten. (Kallunki & Niemelä 2004, 183)

Kun huomioidaan IFRS-viitekehyksen tekijät sijoittajan näkökulma, oikean kuvan antaminen, olennaiset tiedot, käypien arvojen käyttö ja johdon vastuu raportoitavista asioista, lopputuloksena pitäisi olla uutta informaatiota, jonka avulla sijoittajan saama kuva yrityksestä selkiintyy. Seurauksena tulisi olla sellainen yrityksen raportoima taloudellinen oman pääoman arvo (taloudellinen nettovarallisuus), joka toimisi vahvana indikaattorina siitä, mikä olisi yrityksen markkina-arvo pörssissä. Raportointi tapahtuisi

joko suoraan tilinpäätöksen luvuissa tai liitetiedoissa. Raportointi edellyttäisi käypien arvojen laajaa käyttämistä liiketoimintojen ja omaisuuserien arvostamisessa. Osakkeiden kurssi seuraisi tämän jälkeen yrityksen ilmoittamaa taloudellista nettovarallisuutta, ja osakkeen kurssin vaihtelut (volatiliteetti) vähensivät huomattavasti verrattuna nykyiseen. IFRS-standardit antaisivat näin ”parempaa informaatiota”. Oikean kurssitason löytyminen ja kurssivaihtelun merkittävä väheneminen olisi mahdollista, sillä markkina-arvo määräytyisi yrityksen pitkän aikavälin liiketoiminnan kehityksen mukaan. Liiketoiminnan arvo perustuu johdon parhaaseen näkemykseen tulevaisuuden kehityksestä. Lopputuloksena saadaan oman pääoman taloudellinen arvo, jossa kaikki tase-erät (omaisuuserät ja niiden taustalla oleva liiketoiminta) arvostetaan käypiin arvoihin. (Kallunki & Niemelä 2004, 184)

Uudenlainen käytäntö olisi vastakohta nykyiselle käytännölle, jossa ulkopuoliset toimijat pyrkivät arvioimaan yrityksen markkina-arvoa huonommalla informaatiolla ja lyhyellä aikavälillä. IFRS-standardit voivat siis tarjota mahdollisuuden irrottautua niin sanotusta kvartaalitaloudesta ja siirtyä kohti aitoa fundamenttisijoittamista. Mikään standardi ei tietenkään poista tulevaisuuden ennustamiseen liittyvää epävarmuutta ja sen heijastumista oman pääoman taloudelliseen arvoon. Kysymys on siitä, millä keinoilla taloudellisen arvon (markkina-arvon) vaihtelu voidaan minimoida. Pienempi markkina-arvojen vaihtelu eli osakekurssien volatiliteetti johtaa sijoittajan kannalta parempaan tuotto-riski-suhteeseen, mikä mahdollistaa sen, että sijoittaja voi kohdentaa osakemarkkinoille entistä suuremman osan varallisuudestaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 185)

Kriittisiäkin kommentteja IFRS-standardien käyttöönotosta on kuultu monilta eri tahoilta. Esimerkiksi arvostettu tilintarkastaja ja Helsingin Pörssin listauskomitean jäsen KHT Yrjö Tuokko kritisoi joulupakinassaan IFRS-standardeja. Kansainvälisen tilinpitostandardin eli IAS:n mukaisen IFRS:n (International Financial Reporting Standards) taloudellisten raportointistandardien uudeksi sisällöksi Tuokko määrittelee "Imagined Future Realizes Seldom" eli kuviteltu tulevaisuus toteutuu harvoin -periaatteet. Tuokko huomauttaa, että uudessa käytännössä yrityksen oma pääoma pystytään varmistamaan positiiviseksi, kun siihen nyt pystytään merkitsemään erilaisia käypään arvoon hinnoiteltuja luuloja, toiveita ja uskomusten rahastoja. Tuokon mukaan näin elämä voi jatkua ratkiriemukkaasti uuden opin siipien suojassa kunnes maailmalta

tutut skandaalit, kuten Enron ja Parmalat, saavat jatkoa kotoisissakin ympyröissä. (Tuokko 2004. < http://www.tuokko.fi/julkaisut/tuokkonen_404.pdf>)

Sijoittajien kannalta onkin kiinnostavaa, kuinka IFRS-standardeihin siirtyminen vaikuttaa yritysten markkina-arvoihin. Periaatteessahan yritys on aivan sama tilinpäätöskäytännöistä riippumatta, mutta eri tilinpäätöskäytännöt voivat antaa samasta yrityksestä erilaista, erilaatuista ja erilaajuista informaatiota. Tilintarkastusyhteisöjen tekemissä tutkimuksissa on tullut ilmi, että pörssianalyttikoiden mielestä IFRS-standardeihin siirtymisellä on vaikutusta osakkeiden osto- ja myyntipäätöksiin sekä sitä kautta tietenkin yritysten markkina-arvoihin. KPMG haastatteli lokakuussa 2005 sataa pörssianalyttikkoa kansainvälisessä tutkimuksessaan *On the Threshold of IFRS – Analyst Research Survey*. Tutkimuksessa ilmeni, että lähes neljä viidestä (77%) analyytikosta uskoo IFRS-standardeihin siirtymisellä olevan vaikutusta yritysten arvonmäärittämiseen. Analyttikoista 47 % uskoo IFRS:n antavan parempaa informaatiota yritysten todellisesta taloudellisesta suorituskyvystä. (KPMG 2005, *On the Threshold of IFRS*)

Toinen maailman laajuinen tilintarkastusyhteisö PriceWaterHouseCoopers (PWC) sai samansuuntaisia tuloksia tutkimuksessaan, joka suoritettiin vuoden 2005 viimeisen vuosineljänneksen aikana. PWC:n tutkimuksessa, *IFRS: The European investors` view*, haastateltiin 187 sijoitusrahastonhoitajaa seitsemästä eri maasta: Belgiasta, Saksasta, Italiasta, Alankomaista, Norjasta, Portugalista ja Iso-Britanniasta. Tutkimuksessa selvisi IFRS:n vaikuttaneen kolmeen neljäsosaan rahastonhoitajista, heidän tehdessään arvioita yritysten markkina-arvoista ja kahteen kolmasosaan rahastonhoitajista, heidän tehdessään arvioita eri toimialojen arvoista. Rahastonhoitajista 52 % kertoi jo käyttäneensä IFRS:n tuomaa informaatiota tehdessään investointipäätöksiä, vaikka tutkimus tehtiin ennen kuin tilikauden 2005 tilinpäätöksiä oli edes julkaistu. PWC:lla uskotaankin IFRS:n vaikutuksen kasvavan rahastonhoitajien sijoituspäätöksissä, kun ensimmäiset koko vuoden tilinpäätökset tilikaudelta 2005 julkaistaan. (PWC 2006, *IFRS: The European investors` view*)

3 TILINPÄÄTÖKSEN ANALYSOINTI JA TALOUDELLISET TUNNUSLUVUT

3.1 Tilinpäätösanalyysien käyttäjät

Tilinpäätöksillä ja tilinpäätösinformaatiolla on monia käyttäjäryhmiä. Keskeisimmät käyttäjäryhmät ovat omistajat, sijoittajat, analyytikot, yrityksen toimiva johto, työntekijät, rahoittajat, tavarantoimittajat, asiakkaat ja erilaiset viranomaistahot. Paitsi, että käyttäjiä on monia, on kaikilla käyttäjäryhmillä myös omat odotuksensa sen suhteen, millaista informaatiota ja missä muodossa ne tilinpäätöksestä saavat. (Niskanen & Niskanen 2003, 13)

Tilinpäätöksen perusteella yrityksestä yleisesti pääteltävissä olevia ominaisuuksia kutsutaan taloudellisiksi toimintaedellytyksiksi. Taloudelliset toimintaedellytykset jaetaan yleensä kahdeksi osa-alueeksi, kannattavuudeksi ja rahoitukseksi. Rahoitusta kuvataan tavallisesti sekä lyhyen että pitkän aikavälin rahoituskysymyksinä. Lyhyen aikavälin rahoituskysymykset koskevat yrityksen maksuvalmiutta eli likviditeettiä, pitkän aikavälin kysymykset vakavaraisuutta eli soliditeettia. (Leppiniemi & Leppiniemi 2000, 47-48)

Omistajat tarkastelevat tilinpäätöstä oman pääoman ehtoisten sijoitusten näkökulmasta. Samoin tekevät analyytikot ja mahdolliset tulevat omistajat eli sijoittajat. Omistajat voivat, tavoitteidensa mukaisesti, olla ensisijaisesti kiinnostuneita joko sijoituksesta saatavasta tuotosta suhteessa riskeihin tai sijoituksen mukanaan tuomasta päätäntävällästä yrityksessä. Jos sijoittaja tavoittelee tuottoa, häntä kiinnostavat tilinpäätöksen osa-alueista esimerkiksi erilaiset kannattavuuden tunnusluvut, joiden avulla arvioidaan tuloksen riittävyttä suhteessa yritykselle asetettuihin riskeihin huomioon ottaviin tuottovaatimuksiin. Toinen asia, joka tuottoa tavoittelevaa sijoittajaa saattaa kiinnostaa, ovat osingot. Myös yrityksen osingonmaksukyky käy ilmi tilinpäätöksestä.

Tilinpäätösinformaatio kiinnostaa omistajia myös johdon valvomisen näkökulmasta. Omistajia saattaa kiinnostaa esimerkiksi yrityksen rahoitusrakenteen säilyttäminen sellaisena, ettei nykyisten omistajien asema heikkene. Yritysjohto on kiinnostunut tilinpäätöksen informaatiosta monesta eri näkökulmasta ja käyttää tilinpäätösinformaatiota jatkuvasti tehdessään yrityksen päivittäiseen liiketoimintaan liittyviä operatiivisia päätöksiä tai suurempia investointi- ja rahoituspäätöksiä. Henkilökunta on kiinnostunut yrityksen taloudellisesta kehityksestä esimerkiksi työpaikan säilyvyyden näkökulmasta sekä tulos- ja voittopalkkiojärjestelmien näkökulmasta. Rahoittajat ja tavarantoimittajat ovat kiinnostuneita yrityksen maksukyvyistä luottoja antaessaan ja myöhemminkin luottoajan kuluessa. Erityisesti pitkäaikaisessa asiakassuhteessa olevat yritysasiakkaat saattavat olla kiinnostuneita heille tuotannontekijöitä toimittavien yritysten taloudellisesta suorituskyvystä. Näin on erityisesti silloin, jos yrityksen tuotantoprosessi on riippuvainen raaka-aineen jatkuvasta saannista. Lisäksi toimituksille on saatettu asettaa vakuuksia tai takauksia. Viranomaiset ovat kiinnostuneita yritysten tilinpäätöksistä tai niiden osista monista eri syistä, yksi keskeinen syy on veronkanto. (Niskanen & Niskanen 2003, 13-17)

Seuraavassa (Kallunki, Kytönen & Martikainen 1999, 18) esitetään karkea yhteenveto tilinpäätösanalyysin käyttäjistä ja heitä erityisesti kiinnostavasta tilinpäätösinformaatiosta. Jaottelu on yksinkertaistettu kuva todellisuudesta, sillä kaikki tilinpäätösanalyysin käyttäjäryhmät ovat ainakin jossain määrin kiinnostuneita kaikista yrityksen taloudellisista ominaisuuksista. Tässä kuitenkin esitetään lähinnä, mikä yrityksen ominaisuutta koskeva tilinpäätösinformaatio on kullekin käyttäjäryhmälle keskeisin.

Verottaja: Kannattavuus

Osakesijoittajat: Kannattavuus, vakavaraisuus ja kasvu

Vieraan pääoman sijoittajat: Vakavaraisuus ja kannattavuus

Tavaran toimittajat: Maksuvalmius ja kannattavuus

Asiakkaat: Kannattavuus, maksuvalmius ja vakavaraisuus

3.2 Tilinpäätöksen analysointi

Tilinpäätösanalyysillä tarkoitetaan yrityksen kannattavuuden, rahoituksen ja taloudellisten toimintaedellytysten mittaamista sekä kriittistä arviointia tilinpäätösinformaation pohjalta. Analyysissa käytetään vertailuperusteena analyysin suorittajan itse asettamia tai valitsemia tavoitteita ja toisia saman alan yrityksiä. Parhaimmillaan tilinpäätöksen analysoinnissa yhdistyvät tilinpäätöksen perusteella laskettavat tunnusluvut, niiden muutosten tarkastelu ja muutosten taustalla vaikuttavien syy-seuraussuhteiden analyysi. (Niskanen & Niskanen 2003, 8)

Tilinpäätösanalyysin yhtenä pyrkimyksenä on arvioida tuloksen riittävyyttä. Tällöin puhutaan kannattavuuden arvioinnista. Tuloksen riittävyyden lisäksi tilinpäätösanalyysin perustehtäviin kuuluu arvioida kannattavuuden kehittymiseen liittyviä riskejä. Yrityksen vakavaraisuutta arvioidaan tarkastelemalla erityisesti pitkän aikavälin rahoitusrakenteeseen liittyviä riskejä. Maksuvalmiuden arvioinnilla puolestaan pyritään selvittämään lyhyemmän, yleensä alle vuoden pituisen aikavälin rahoituksen riittävyyden riskejä. Tilinpäätösanalyysi saa uusia ulottuvuuksia, kun tilinpäätöstietoon liitetään osakemarkkinoiden informaatiota niistä yrityksistä, joiden osakkeita noteerataan julkisesti. Monet niin sanotuista osakemarkkinoiden tunnusluvuista pyrkivät havainnollistamaan markkinoiden odotuksia yrityksen tulevaisuudennäkemyksistä. (Niskanen & Niskanen 2003, 8-9)

Tilinpäätösanalyysi on termi, jota käytetään puheessa kuvaamaan monentasoista tilinpäätöksen pohjalta tehtävää analyysiä. Tarkemmin määriteltynä tilinpäätösanalyysi on sellainen analyysimuoto, joka sijoittuu tunnuslukuanalyysin ja yritystutkimuksen välimaastoon. Tunnuslukuanalyysi on analyysimuodoista suppein ja yksinkertaisin. Siinä yrityksen taloudellinen tilanne esitetään ja siitä tehdään johtopäätöksiä lähes yksinomaan muutamien vakioitujen mittareiden eli tunnuslukujen perusteella. Tunnuslukuanalyysin tuottamaa informaatiota käytetään myös yksityiskohtaisempien analyysimuotojen eli tilinpäätösanalyysin ja yritystutkimuksen osana. Tunnuslukuanalyysi voidaan nähdä myös eräänlaisena varsinaisen tilinpäätösanalyysin tiivistelmänä. Esimerkiksi talousalan lehdissä tilinpäätöstietojen ja osavuosikatsausten yhteydessä julkistettavia analyysseja voidaan perustellusti pitää tunnuslukuanalyysinä. Tilinpäätösanalyysillä tarkoitetaan kehittyneempää analyysin muotoa, jossa yrityksen

taloudellisen menestyksen osatekijöitä ja niiden kehitystä tarkastellaan edellistä kattavammin useiden erilaisten tunnuslukujen ja muiden menetelmien avulla. Tilinpäätösanalyysissa pyritään pelkkien lukuarvojen lisäksi arvioimaan niihin vaikuttaneita tekijöitä. Tällä tavoin voidaan esimerkiksi arvioida yksityiskohtaisemmin sitä, ovatko joidenkin tunnuslukujen saamat huonot tai hyvät arvot satunnaisia vai kertovatko ne pidemmän aikavälin muutoksista. Kaikkia lukujen taustalla olevia tekijöitä ei kuitenkaan yleensä saada selville tilinpäätösinformaation puutteellisuuden vuoksi. Tilinpäätösanalyysin muotoisia ja laajuisia analyysseja laativat yleensä yrityksen ulkopuoliset analytikit, joilla ei ole esimerkiksi rahoittajan asemaa yrityksessä eikä siten yksityiskohtaisia tietoja yrityksen liiketoimintaan liittyvistä menestykseen vaikuttavista tekijöistä.

Yritystutkimus on syvällisin analyysin muoto. Siinä pyritään selvittämään yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttaneet syyt yrityksen liiketoiminnan tasolla. Tietoa menestykseen vaikuttaneista tekijöistä voidaan edelleen jalostaa ja käyttää hyväksi laadittaessa tilinpäätös- ja tunnuslukutason ennusteita yrityksen tulevasta kehityksestä. Varsinainen yritystutkimus on yleensä mahdollista vain luottolaitosten tai erityisten luottoluokitusyritysten yritystutkijoille. Käytännössä yritystutkimuksen tekeminen ei ole pankeille ja muille luottolaitoksille pelkästään mahdollista vaan välttämätöntä, koska pankkeja ja niiden luotonantoa valvova Rahoitustarkastus edellyttää tällaisen analyysin tekemistä jokaisen luottopäätöksen yhteydessä. Yritystutkimuksesta voidaan puhua myös silloin, kun yritys itse hankkii maksullisen luottoluokituksen niihin erikoistuneelta yritykseltä. Yrityksen saattaa olla tarpeen hankkia ulkopuolisen tahon tekemä luottoluokitus esimerkiksi silloin, jos se haluaa laskea liikkeelle joukkovelkakirjalainoja tai käyttää yritystodistuksia lyhytaikaisten rahoitustarpeidensa kattamiseen. Luottoluokitukset voidaankin jakaa käyttötarkoituksen mukaan joko pitkän tai lyhyen aikavälin luottoluokituksiin. Päätasolla tarkastelukohteet jakautuvat yritystutkimuksessa taloudellisen aseman, liiketoimintaprofiilin ja toimialan tarkasteluun. Taloudellisen aseman osalta tarkastellaan esimerkiksi tunnuslukuja, rahoituspolitiikkaa ja rahoituksellista liikkumavaraa. Liiketoimintaprofiilin osalta tarkastellaan yrityksen strategiaa, kilpailuasemaa ja johtoa. Toimialan näkökulmasta puolestaan keskitytään tarkastelemaan toimialan syklisyyttä, kasvunäkymiä ja teknologian kehittymisnopeutta. Näihin osa-alueisiin liittyvää tietoa kerätään erilaisista lähteistä, esimerkiksi

tilinpäätöksistä, yrityskäynneillä ja keskustelemalla johdon kanssa. (Niskanen & Niskanen 2003, 9-13)

Yrityksillä on mahdollisuus vaikuttaa tilinpäätöstensä sisältöön harkinnanvaraisilla kirjauksilla. Jotta yritysten julkaisemat tilinpäätökset olisivat vertailukelpoisia, ne on oikaistava vastaamaan yritysten taloudellista tilaa. Julkisesti listattujen yritysten tilinpäätökset ovat useimmiten hyvin vertailukelpoisia, ja niiden oikaisun tarve on vähäinen. (Kallunki & Niemelä 2004, 30)

Tutkimuksen ollessa näin laaja, että se käsittää kaikki Helsingin pörssiin listatut yritykset, on tutkimusaineistoa niin paljon, että sen käsittelyyn sopii paremmin tunnuslukuanalyysin tarjoamat mittarit, kuin syvälliset yritystutkimuksen tarjoamat analyysit. Tunnuslukuja käytetään varsinkin lehdissä paljon, koska ne ovat helposti luettavia ja havainnollistettavia. Tutkimuksessa ei lähdetä oikaisemaan yritysten tilinpäätöstietoja, vaan oletetaan pörssiin listattujen yritysten antavan luotettavaa ja vertailukelpoista tilinpäätösinformaatiota. IFRS-standardien tarjoama informaatio pitäisi olla selkeämpää ja antaa parempaa tietoa yrityksen taloudellisesta tilasta. Näin myös tilinpäätöksestä laskettavien tunnuslukujen pitäisi antaa oikeampi kuva yrityksen taloudellisesta asemasta kuin FAS:n mukaan laskettujen tunnuslukujen.

3.3 Tunnusluvut yrityksen arvonmäärittämisen kannalta

3.3.1 Tunnuslukuanalyysi

Vaikka tilinpäätöksestä voikin lukea yhä useampia seikkoja suoraan laskematta tunnuslukuja tai tekemättä muitakaan laskutoimituksia, tunnusluvuilla on kuitenkin yhä merkittävä rooli. Tunnuslukuja tarvitaan ennen muuta yhteismitallistamaan eri yrityksiä ja eri ajankohtina tehtyjä havaintoja. (Leppiniemi & Leppiniemi 2000, 24)

Tunnuslukuanalyysi on Suomessa laajimmin käytetty tilinpäätösanalyysin menetelmä (Niskanen & Niskanen 2003, 142). Tunnusluvut ovat tilinpäätöksestä laskettuja mittareita, jotka on kehitetty mittaamaan yrityksen taloudellista suorituskykyä.

Tunnuslukuluokitteluja on olemassa runsaasti. Taloudellinen suorituskyky muodostuu useammista eri osatekijöistä ja hyvin usein taloudellinen suorituskyky jaetaan laveasti kannattavuuteen, vakavaraisuuteen ja maksuvalmiuteen. Tällä perusteella luokitellaan yrityksen analysoinnissa käytettävät tunnusluvut kolmeen pääryhmään. Niiden lisäksi erotetaan usein omaksi ryhmäkseen tehokkuutta mittaavat kiertonopeustunnusluvut. Jokaisessa ryhmässä on useita erilaisia tunnuslukuja, jotka mittaavat yrityksen ominaisuuksia suorituskyvyn eri osa-alueilla. Tunnusluvut ovat useimmiten suhdelukumuotoisia, eli tyyppiä x/y . Usein nämä suhdeluvut kerrotaan sadalla, jolloin tuloksena on prosenttiluku. Tunnuslujen suhdelukumuotoisuus mahdollistaa vertailun erikokoisten yritysten ja eri vuosien välillä. (Niskanen & Niskanen 2002, 52)

3.3.2 Sijoittajan kannalta keskeisimmät tunnusluvut

Julkisen kaupankäynnin kohteena on Suomessa parisataa yhtiötä, ja ne julkaisevat parhaimmillaan 100-sivuisen vuosikertomuksen. Luettavaa ja pohtimista siis riittää. Kukaan ei lue kaikkia vuosikertomuksia kannesta kanteen. Asioita on pelkistettävä ja on pystyttävä löytämään sijoittajan kannalta katsottuna olennainen tieto nopeasti. Hyödyllistä on aloittaa sijoittajan kannalta tärkeimmistä tiedoista, jolloin saa käsityksen yhtiön tuloskehityksestä ja taloudellisesta asemasta. Nämä avainluvut löytyvät viiden vuoden jakson kattavasta tunnusluku-aulukosta. Suomalainen pörssisijoittamisen asiantuntija Seppo Saario kirjoittaa kirjassaan, *Miten sijoitan pörssiosakkeisiin*, katsovansa ensimmäisenä neljä lukusarjaa: tulos/osake (EPS eli earnings per share), oman pääoman tuotto (ROE eli return on equity)%, nettovelkaantumisaste (gearing)% sekä osakekohtaista osinkoa. (Saario 2001, 278-279)

Tulos/osake-luku on tärkeä luku. Voitto syntyy tulojen ja menojen erotuksesta. Satunnaisia eli kertaluonteisia tuottoja ja kuluja ei oteta mukaan laskettaessa tulos/osake-lukua. (Saario 2001, 279)

Oman pääoman tuottoprosentti on osakkeenomistajan avainluku tulos/osake-luvun rinnalla. Nyrkkisääntönä voidaan pitää, että ellei yhtiön oman pääoman tuotto ylitä tasoa 10-12 %, yhtiön omistusrarvo ei kasva. Tämä luku saadaan, kun riskittömän sijoituksen käypään korkoon (valtion obligaatioiden korko) lisätään

sijoitusmarkkinoiden pitkän aikavälin riskilisa, joka on ollut 4-6 %. Pääsäännön mukaan sellaisten yhtiöiden osakkeita ei kannata omistaa, joissa oman pääoman tuotto jää jatkuvasti alle 10-12 %. Jos halutaan vaurastua pörssimarkkinoilla, omistusten pääosa pitää sijoittaa korkean pääoman tuoton yhtiöihin. Toisin sanoen pelkkä voiton tuottaminen ei ole riittävä. Jos oman pääoman tuotto jää alle tuon 10 %:n tason, yhtiö ei tuota omistajilleen taloudellista lisäarvoa (Economic Value Added eli EVA). Yhtiö tuottaa taloudellista lisäarvoa eli EVA:ta vasta, kun tulos ylittää sijoittajien yhtiölle asettaman oman pääoman tuottovaatimuksen. (Saario 2001, 95-96, 100, 280)

Seppo Saario (Saario 2001, 280-281) pitää nettovelkaantumisasetta parempana lukuna kuin omavaraisuusastetta. Nettovelkaantumisaste saadaan vertaamalla korollisten nettovelkojen määrää oman pääoman määrään lisättynä vähemmistöosuudella. Korollisista veloista on vähennetty likvidit varat, jolloin nähdään, mitkä ovat yhtiön nettovelat. Kun yhtiön velkaantumisaste on 0-50 % omaan pääomaan verrattuna, yhtiön vakavaraisuustilanne on kunnossa. Velkaa on sopivasti. Jos yhtiö toimii kannattavasti, tämän suuruinen velka parantaa oman pääoman tuottoastetta. Kun yhtiön nettovelat ylittävät oman pääoman määrän, yhtiön johto joutuu käyttämään aikaa rahoitusaseman seuraamiseen.

Neljäs keskeinen tunnusluku Saarion (Saario 2001, 281) mukaan on osinko/osake. Sen muutoksesta selviää osingonjaon trendi ja vertaamalla sitä tulos/osake-lukuun, käy ilmi yhtiön harjoittama osingonjakopolitiikka.

3.3.3 Pörssiyhtiöiden tunnuslukujen julkaisuvaatimukset

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevalla yrityksellä on tiedonantovelvollisuus, josta säädetään valtiovarainministeriön päätöksellä (390/1999) arvopaperin liikkeellelaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta. Päätöksen mukaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevan osakeyhtiön on esitettävä tilinpäätöksensä yhteydessä taloudellista kehitystään kuvaavat, päätöksessä erikseen luetellut tunnusluvut viideltä viimeiseltä tilikaudelta, tai jos yhtiö on toiminut vähemmän kuin viisi tilikautta, luvut on annettava koko toiminta-ajalta. Kirjanpitolautakunta antoi 29.10.2002 yleisohjeen valtiovarainministeriön päätöksessä (390/1999) tarkoitetun tilinpäätöksen,

tilinpäätöstiedotteen ja osavuosikatsauksen laatimisesta sekä siinä lueteltujen tunnuslukujen yksityiskohtaisesta laskemistavasta. Valtiovarainministeriön päätöksen mukaan yrityksen on raportoitava seuraavat taloudellista kehitystä kuvaavat tunnusluvut: yleisellä tasolla yrityksen toimintaa kuvaavista tunnusluvuista on raportoitava liikevaihto, liikevoitto ja sen osuus liikevaihdosta, voitto ennen tilinpäätössiirtoja sekä sen osuus liikevaihdosta. Kannattavuuden tunnusluvuista raportoitaviksi säädetään voittoprosenttien lisäksi oman pääoman tuotto prosentteina sekä sijoitetun pääoman tuotto prosentteina tilikauden ja edellisen tilikauden taseen mukaisten arvojen keskiarvoista. Pääomarakenteen tunnusluvuista pitää raportoida omavaraisuusaste prosentteina taseen loppusummasta niin, että sekä jaettava että jakaja lasketaan tilinpäätöspäivän arvojen perusteella. Edellisten, varsinaisten tunnuslukujen lisäksi yritysten pitää raportoida joukko muita taloudellista kehitystä kuvaavia lukuja. Lisäksi on suositeltavaa ilmoittaa nettovelkaantumisasetta esittävä tunnusluku, jota kutsutaan myös gearing-prosentiksi. Kirjanpitolautakunnan yleisohjeesta löytyy lisäksi tarkempaa tietoa siitä, miten tilinpäätöksen jotkut erät huomioidaan tunnuslukuja laskettaessa, sekä tunnuslukujen sisältö ja laskukaavat. Valtiovarainministeriön päätöksessä (390/1999) säädetään myös osakekohtaisten tunnuslukujen ja osavuosikatsausten tunnuslukujen esittämisestä. Myös niihin esitetään täsmennyksiä ja laskuohjeita kirjanpitolautakunnan valtionvarainministeriön päätöstä koskevassa yleisohjeessa. (Niskanen & Niskanen 2003, 140-141)

3.4 IFRS:n vaikutukset tunnuslukuihin

Tunnuslukuihin voi tulla merkittäviä muutoksia laskentateknisistä syistä, kun yritykset siirtyvät IAS/IFRS-standardien soveltamiseen. Standardeissa on monia määräyksiä, jotka vaikuttavat perinteiseen tuloksenlaskentaan. Jos valmistustoimintaa harjoittava yritys on sisällyttänyt taseessaan esittämäänsä hankintamenoon pelkästään hankinnan ja valmistuksen muuttuvat menot, pakollinen hankinnan ja valmistuksen kiinteiden menojen aktivoiminen voi lisätä tulosta merkittäväällä tavalla. Eräiden aktivointien, kuten perustamismenojen ja tutkimusmenojen kieltäminen, saattaa puolestaan vaikuttaa toiseen suuntaan. Tällaisten menojen vähentäminen vuosikuluina on kuitenkin pörssiyhtiöissä pääsääntö jo nykyisin. Näin ollen puheena olevat muutokset johtanevat yleensä tilinpäätöksessä esitettävän tuloksen kasvamiseen. Hyvin merkittävä voi olla

muutos siirtymisessä käyvän arvon laskentaan. Osa arvontarkistuksista merkitään tuloslaskelmaan, osa taseeseen *Käyvän arvon rahastoon*. Kummallakin tavalla käsitelty oman pääoman lisäys näyttäisi tulevan jakokelpoiseksi. Tästä näkökulmasta hallussapitovoitoilla eli arvonnousun kerryttämällä omalla pääomalla saattaa olla muitakin merkittäviä vaikutuksia kuin yrityksen menestymisestä annettava informaation muuttuminen. Tilinpäätöksessä esitettävien yksittäisten lukujen ja tilinpäätöksen perusteella laskettavien tunnuslukujen vaikutus saattaa ulottua mitä moninaisimpiin sopimuksiin. Kun tilinpäätöksen laadintaperiaatteet ja tunnuslukujen sisältö muuttuvat, tunnuslukuina ilmoitettavien tavoitteiden saavuttamismahdollisuus saattaa helpottua tai vaikeutua. Tältä osin tarvittaneen uusia neuvotteluita ja sopimisia. (Leppiniemi 2003, 253-255)

IFRS:n käyttöönotto ei muuta tunnuslukujen laskentaperiaatteita, mutta koska se vaikuttaa tilikauden tulokseen, taseen kokonaismäärään, omiin pääomiin ja muihin tase-eriin, sillä on näin ollen merkittävä vaikutus myös tunnuslukuihin. Kuvassa 2 esitetään tulosta mahdollisesti parantavat ja heikentävät muutokset, sekä tasetta mahdollisesti kasvattavat ja pienentävät muutokset. (Pörssisäätiö 2005, IFRS -opas)

(2) IFRS: vaikutukset tulokseen ja taseeseen. (Pörssisäätiö 2005, IFRS -opas)

<p>Tulosta parantavat</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ liikearvopoistojen loppuminen ■ etuusperusteiset eläkejärjestelyt ■ tase-erien arvostaminen käypään arvoon ■ valmistusasteen mukainen tuloutus ■ laskennalliset verosaamiset ■ menojen aktivoinnit ■ vaihto-omaisuuden arvostus 	<p>Tulosta heikentävät</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ mahdolliset arvonalentumiset liikearvoista ja aineellisista ja aineettomista hyödykkeistä ■ etuusperusteiset eläkejärjestelyt ■ laskennalliset verovelat ■ menojen aktivointien peruutukset ■ menojen aktivoinneista myöhemmin tehtävät poistot
<p>Tasetta kasvattavat</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ liikearvopoistojen loppuminen ■ etuusperusteiset eläkejärjestelyt ■ tase-erien arvostaminen käypään arvoon ■ vuokrasopimukset (rahoitusleasing) ■ laskennalliset verosaamiset ja -velat ■ menojen aktivoinnit ■ vaihto-omaisuuden arvostus 	<p>Tasetta pienentävät</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ menojen aktivointien peruutukset ■ omien osakkeiden esittämistapa

Suurimmalla osalla suomalaisista noteeratuista yrityksistä ensimmäinen varsinainen IFRS-tilinpäätös tulee olemaan vuoden 2005 tilinpäätös. Tällöin vuoden 2005 IFRS-tiedot sekä vuoden 2004 vertailutiedot laaditaan vuoden 2005 lopussa voimassa olevia IFRS-standardeja noudattaen. Siirtymästandardin mukaan vertailutiedot vaaditaan vain yhdeltä tilikaudelta, mutta vuoden 2004 tuloslaskelman ja rahavirtalaskelman laatiminen edellyttää jo vuoden 2003 lopun taseen laatimista IFRS-periaatteita noudattaen. Arvopaperimarkkinalaki ja sen perusteella annettu valtiovarainministeriön asetus edellyttävät, että arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden on esitettävä siten, että vain kahden viimeisimmän vuoden tiedot esitetään IFRS:n mukaisina. Kolmen vanhimman vuoden tiedot saa esittää, kuten ne on aikanaan esitetty. Tällaisessa tapauksessa yrityksen tulee kuitenkin esittää selostus merkittävimmistä vanhoja vuosia koskevista oikaisuksista, joilla tiedot saatetaan vertailukelpoisiksi IFRS-tietojen kanssa. (Troberg 2003, 186-187)

4 YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS

4.1 Yrityksen arvonmäärityksen lähtökohdat

Yrityksen arvon määrittäminen on merkityksellinen monissa tilanteissa. Arvonmääritystä tarvitaan yrityskaupoissa, vakuutta koskevissa arvioinneissa, yrityksen tervehdyttämiskelpoisuutta koskevassa arvioinnissa, sijoittajan päätöksenteossa (osakkeiden myyminen tai ostaminen) jne. Yrityksen oikea hinta ei yleensä ole laskettavissa. Yritykset ovat ainutkertaisia. Hinnan määrittämiseen voidaan saada tukea tilinpäätösinformaatioon perustuvien laskelmien avulla. Yrityksen arvonmäärityksessä käytetään usein kahta apukäsitettä, substanssiarvoa ja tuottoarvoa. Substanssiarvolla tarkoitetaan sitä rahamäärää, joka saataisiin, jos yrityksen toiminta lopetettaisiin, sen tuotannontekijät myytäisiin ja velat maksettaisiin. Toimivan yrityksen arvo on yleensä substanssiarvoa suurempi. Toimivan yrityksen arvona pidetään yleisesti sen tuottoarvoa. Tuottoarvolla tarkoitetaan tulevien tuottojen nykyarvoa (Leppiniemi & Leppiniemi 2000, 248).

Pörssiyhtiön arvo määräytyy osakkeiden pörssissä tapahtuvan osakekaupankäynnin perusteella eli sijoittajien tarjoamien myyntihintojen ja ostohintojen seurauksena. Pörssiyhtiön arvo on siis markkinoilla toimivien sijoittajien arvio yhtiön arvosta ja sitä kutsutaan yhtiön markkina-arvoksi. Koska yhtiön arvo on sen tulevaisuuden tuottojen nykyarvo, on yhtiön oikeaa arvoa mahdotonta määrittää. Kukaan ei kykene näkemään tulevaisuuteen ja sanoa varmuudella kuinka paljon yritys tulee tulevaisuudessa tuottamaan. Periaatteessa pörssiyhtiön markkina-arvo on sijoittajien veikkaus sen tulevaisuuden tuotoista. Markkinoiden veikkausta auttamaan on kehitetty erilaisia arvonmääritysmalleja, jotka auttavat sijoittajia veikkaamaan mahdollisimman oikein, siis arviomaan pörssiyhtiön markkina-arvo mahdollisimman lähelle todellista yrityksen arvoa.

4.2 Yrityksen arvonmääritysmallit

Yrityksen ”oikeaa arvoa” ei voi kukaan määrittää ainakaan toimivan yrityksen kohdalla. Yrityksen arvo perustuu yrityksen tulevaisuudessa kerryttämien tuottojen diskontattuun nykyarvoon, eikä näitä tulevaisuuden tuottoja voi kukaan varmuudella ennustaa. Sijoittajien avuksi yhtiön osakkeen arvonmäärittämiseksi onkin kehitetty useita erilaisia arvonmääritysmalleja. Tärkeimpiä arvonmääritysmallien pääryhmiä ovat kassavirtaperusteiset mallit, tilinpäätösperusteiset mallit ja osinkoihin perustuvat mallit. Seuraavaksi käydään läpi esimerkkejä eri malleista ja niiden käytöstä sekä vertaillaan eri mallien hyviä ja huonoja puolia. Mikäli mallien muuttujat olisivat oikein spesifioituja eikä epävarmuutta tulevaisuudesta olisi, kaikki mallit antaisivat todellisessa mittaustilanteessa pitkälti saman lopputuloksen. Käytännössä malleissa tarvittavien muuttujien arviointi on kuitenkin hankalaa ja mallit antavat usein toisistaan poikkeavia tuloksia. Arvostusmalli tulisi valita aina kohteen taloudellisten fundamenttien pohjalta. Tältä osin ei ole olemassa ehdottoman oikeaa arvostusmallia. (Kallunki & Niemelä 2004, 124)

4.2.1 Osinkoperusteiset mallit

Osinkoperusteinen on perinteinen arvonmääritysmalli ja se on myös lähtökohtana kehittyneimmissä malleissa, kuten vapaan kassavirran mallissa ja lisäarvomallissa. Osinkoperusteisen mallin mukaan osakkeen arvo P_0 on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen D nykyarvo (kaava 1).

$$(Kaava 1) \quad P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \frac{D_4}{(1+r)^4} + \dots$$

Oman pääoman sijoituksella ei ole määräaikaa, joten osakkeen arvo muodostuu päättymättömästä osinkovirrasta. Tulevien vuosien osinkojen nykyhetken diskonttaamisessa käytetty korkokanta r on oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus. Jos yrityksen jakamat osingot kasvavat tasaista vauhtia g , saadaan vuoden t osingot Dt kaavalla 2.

$$(Kaava 2) \quad D_t = D_0 \times (1 + g)^t$$

D_t = Osingot vuonna t

D_0 = Osingot lähtövuonna (0)

g = Osinkojen vuosittainen kasvuvauhti

t = vuosia (1,2,3,...,n)

Kun kaavat 1 ja 2 yhdistetään ja supistetaan yksinkertaisempaan muotoon, saadaan kaava 3.

$$(Kaava 3) \quad P_0 = \frac{D_0(1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}$$

Kaavan mukaan osakkeen tämän hetken arvo on ensi vuoden odotetut osingot jaettuna oman pääoman tuottovaatimuksen ja osinkojen kasvun erotuksella. Kaavaa kutsutaan osinkojen kasvumalliksi. Käytännön arvonmäärityssovellusten kannalta osinkoperusteisen arvostusmallin ongelma on se, että yritykset jakavat tuloksesta vain osan osinkoina, ja osingonjakosuhte vaihtelee hyvin paljon yrityksittäin, samoin kuin vuosittain. Siten osinkojen lähtötaso voi poiketa merkittävästi. Käytännön ongelma on vielä se, että osinkoennusteita on mahdollista saada yleensä ainoastaan 1-2 vuodelle, kun tulosenusteiden saatavuus on selvästi parempi. Jos osinkoperusteista mallia käytetään kaavan 3 mukaisesti osinkojen kasvumallin muodossa, on tehtävä oletus osinkojen tasaisesta kasvusta. Käytännössä osinkovirta ei useinkaan kasva tasaisesti. Tasaisen kasvun oletusta voidaan lieventää laajentamalla osinkoperusteista mallia siten, että siinä käytetään kahden tai useamman eri suuruisen kasvun jaksoa. Kaavassa 4 on esimerkki tällaisesta osinkoperusteisesta mallista. Siinä vuotuiset osingot arvioidaan erikseen seuraaville t vuosille, jonka jälkeen osinkojen oletetaan kasvavan tasaisesti.

$$(Kaava 4) \quad P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_t}{(1+r)^t}$$

Osakkeen arvo vuoden t alussa, P_t , voidaan määrittää diskonttaamalla kyseessä olevasta vuodesta eteenpäin saatavat osingot kaavan 3 avulla, jolloin yhtälö 4 saa seuraavanlaisen muodon (kaava 5), kun osinkojen kasvuvauhdiksi oletetaan g .

(Kaava 5)
$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{D_t(1+g)}{r-g}$$

Käytännön arvonmäärityssovelluksissa osinkoperusteinen malli on käyttökelpoisen kaavan 5 mukaisena. Tällöin yrityksen tulevat vuotuiset osingot arvioidaan niin pitkälle eteenpäin kun on luotettavasti mahdollista, ja siitä eteenpäin arvioidaan osinkojen kasvuvauhti. (Kallunki & Niemelä 2004, 103-105)

4.2.2 Kassavirtaperusteiset mallit

Kassavirtalaskelmien käyttöä yrityksen arvonmäärityksessä, samoin kuin muissakin tilinpäätösanalyysissä, perustellaan sillä, etteivät tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet vaikuta kassavirtoihin. Virallisissa tilinpäätöksissä tilikauden tulokseen vaikuttaa ratkaisevasti menojen ja tulojen jaksottaminen eri tilikausille, erityisesti käyttöomaisuuden investointimenojen jaksotukset poistoina käyttöomaisuuden pitoajalle. Myös erilaiset tilinpäätöskäytännöt, yritysjohdon mahdollinen tuloksenjärjestely ja muut tilinpäätöksen joustokohdat vaikuttavat virallisen tilinpäätöksen mukaiseen tilikauden tulokseen. Kassavirtalaskelmissa seurataan pelkästään rahan liikkeitä, eli tilikauden aikaisia kassaan- ja kassastamaksuja. (Kallunki & Niemelä 2004, 107-108)

Kassavirtaperusteisen arvonmääritysmallin etuihin kuuluu myös, että sillä voidaan tarkastella yrityksen tuloksen kasvun taustatekijöitä ja tulevan tuloskehityksen edellytyksiä. Yrityksen johdon näkökulmasta tämä merkitsee huomion siirtämistä lyhyen aikavälin tuloskehityksestä niihin tekijöihin, jotka maksimoivat yrityksen arvon pitkällä aikavälillä. (Kallunki & Niemelä 2004, 108)

Samalla tavoin kuin osinkoperusteisessa arvonmääritysmallissa yrityksen arvo on tulevien osinkojen nykyarvo, kassavirtaperusteisen mallin mukaan yrityksen arvo on yrityksen tulevien kassavirtojen nykyarvo. Kirjallisuudessa on esitetty erilaisia kassavirtalaskelmia, jotka poikkeavat jonkin verran toisistaan. Tässä esittelen niin sanotun vapaan kassavirran mallin (free cash flow, FCF), joka on yleisimmin käytetty kassavirtaperusteinen arvonmääritysmalli. Vapaan kassavirran mallilla voidaan

määrittää oman pääoman arvo (free cash flow to equity, FCFE) tai koko yrityksen arvo (free cash flow to firm, FCFF). Valinta omalle pääomalle tai kokonaispääomalle kohdistuvan kassavirtaperusteisen hinnoittelumallin välillä tulisi pääsääntöisesti suorittaa sen mukaan, kumpi malleista on helpommin sovellettavissa. Oman pääoman arvo saadaan diskonttaamalla osakkeenomistajille kuuluva vapaa kassavirta eli kassavirta kaikkien liiketoiminnan kulujen, verojen sekä korkomenojen jälkeen (FCF) oman pääoman kustannuksella (r_e) (kaava 6).

$$(Kaava 6) \quad P_0 = \frac{FCF_1}{1+r_e} + \frac{FCF_2}{(1+r_e)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r_e)^3} + \dots$$

Vastaavasti koko yrityksen arvo saadaan diskonttaamalla koko yrityksen odotetut vapaat kassavirrat nykyhetkeen pääoman keskimääräiskustannuksilla (weighted average cost of capital, WACC) (kaava 7). Kun vapaan kassavirran mallilla määritetään koko yrityksen arvo, oman pääoman arvo saadaan vähentämällä koko yrityksen arvosta vieraan pääoman rahoittajien osuus. Jäljelle jäävä osuus on osakkeenomistajan osuus yrityksen arvosta. (Kallunki & Niemelä 2004, 108-109)

$$(Kaava 7) \quad WACC = \frac{E}{E+D} \times r + \frac{D}{E+D} \times i$$

E = Oma pääoma

D = Vieras pääoma

r = Oman pääoman tuottovaatimus (%)

i = Vieraan pääoman tuottovaatimus (%)

4.2.3 Tilinpäätösperusteiset mallit

Eräs tilinpäätösperusteinen malli on lisäarvomalli. Sen lähtökohtana on osinkoperusteinen malli, jota on kehitetty siten, että osinkojen sijaan mallissa käytetään yrityksen voittoja. Lisäarvomallin mukaan osakkeen arvon P_0 muodostuu oman

pääoman kirjanpidollisesta arvosta BV_0 ja tulevista lisävoitoista ae_t , kaavan 8 mukaisesti.

$$(Kaava 8) \quad P_0 = BV_0 + \frac{ae_1}{1+r} + \frac{ae_2}{(1+r)^2} + \frac{ae_3}{(1+r)^3} + \frac{ae_4}{(1+r)^4} + \dots$$

Diskonttaustekijä r on oman pääoman tuottovaatimus. Yrityksen tuottama lisävoitto ae on ennustetun/arvioidun voiton ja sijoittajien vaatiman voiton erotus. Lisävoitto mittaa, kuinka paljon yritys pystyy tekemään voittoa sijoittajien tuottovaatimusta enemmän. Jos lisävoitto on positiivinen, yritys pystyy toiminnallaan tuottamaan taloudellista lisäarvoa sijoitetulle pääomalle. Negatiivinen lisävoitto merkitsee, että yritys ei pysty tuottamaan taloudellista lisäarvoa, vaan yrityksen liiketoiminta vähentää omistajan varallisuutta. (Kallunki & Niemelä 2004, 119)

Lisäarvomallilla on tärkeitä etuja perinteisiin arvonmääritysmalleihin verrattuna. Mallin mukaan yrityksen arvo on sen kirjanpidollinen arvo lisättynä yrityksen tulevilla taloudellisilla lisäarvoilla. Suuri osa osakkeen arvosta tulee useilla yrityksillä tilinpäätöksestä saatavasta kirjanpidollisesta arvosta. Tulevien voittojen ennustevirheet eivät tämän vuoksi vaikuta ratkaisevasti mallin antamiin tuloksiin, koska diskontattava virta on tuloksen ja vaadittavan tuloksen (tuottovaatimuksen) erotus. Esimerkiksi osinkoperusteisessa ja kassavirtaperusteisessa arvonmääritysmallissa osakkeen arvon oletetaan muodostuvan kokonaisuudessaan ennustettujen tulevien virtojen nykyarvosta, jolloin niistä voitaisiin käyttää nimitystä bruttomalli. Koska lisäarvomallissa diskontataan nettotuloksen ja vaaditun tuloksen erotusta vuosittaisen bruttovirran (osinko, kassavirran tms.) sijasta, se merkitsee käytännössä huomattavaa vakautta myös käytetyille kasvunopeuksille. Lisäksi esimerkiksi vapaan kassavirran malli on hyvin herkkä pääomarakenteen muutoksille, mitä ongelmaa ei esiinny lisäarvomallissa. Lisäarvomallissa käytetään arvioita yrityksen tulevista voitoista. Yrityksen sisäisessä arvonmäärittämisessä arviot voivat perustua yrityksen omiin arvioihin tulevasta tuloskehityksestä. Ulkopuoliset arvonmäärittämisjärjestelmät voivat käyttää esimerkiksi analyytikoiden ennusteita yrityksen tulevista voitoista. Tässä suhteessa lisäarvomallin tärkeä etu on se, että mallissa käytetään tulosennusteita ennustettujen osinkojen ja kassavirtojen sijasta. (Kallunki & Niemelä 2004, 119-120)

Vuosien ajan rahoituskirjallisuudessa on esitetty, ettei ole hyväksyttävää keinoa määrittää yrityksen arvoa tilinpäätöksen numeroiden pohjalta muuttamatta niitä ensin kassavirtaperusteisiksi. On oltu sitä mieltä, että tilinpäätösnumerot eivät heijasta oikein kassaan maksuja ja investointeja, jotka kehittävät rahavirtoja. Tilinpäätösnumeroita pidetään helppoina manipuloinnin kohteina ja niihin vaikuttavat eri tilinpäätösметодit, joilla ei ole vaikutusta yrityksen arvoon. Viime aikoina sekä käytännön että akateemiset piirit ovat uudelleen huomioineet seikan, joka on pitkään esiintynyt kirjallisuudessa. On mahdollista määrittää yrityksen arvo diskonttaamalla tilinpäätöksen numerot suoraan, jos käytetään oikeaa tekniikkaa. Tässä tekniikassa yrityksen markkina-arvo saadaan kirja-arvosta ja yrityksen kyvystä tuottaa ylisuuria tuottoja eli käyttämällä edellä mainittua Kallungin ja Niemelän suosittamaa lisäarvomallia tai muuta vastaavanlaiseen ajatusmaailmaan perustuvaa arvonmäärittämissä. (Palepu, Bernard & Healy 1996, 7-1 – 7-2)

Kaikki kolme arvonmäärittämissämallien pääryhmää eli diskontattujen osinkojen, vapaan kassavirran ja residual income -mallit ovat identtisiä ja tarkkoja päättymättömällä ajanjaksolla. Arvonmäärittämissämallin valinta rajallisella ajanjaksolla perustuu käytännön päättelyyn. Vielä tärkeämpää arvonmäärittämissämallin valinnassa on, että se olisi vähiten riippuvainen jatkuvasta arvosta. Vaikka vapaan kassavirran malli ja diskontattujen osinkojen malli toimivat hyvin tietyissä olosuhteissa rajallisella ajanjaksolla, niin residual income -malli yleisesti ottaen päihittää molemmat. (Wild, Subramanyam & Halsey 2003, 37-38)

4.3 Arvonmäärittämissämallin valinta

Vapaisiin kassavirtoihin ja lisäarvoihin perustuvien mallien voidaan yleensä olettaa tuottavan luotettavamman kuvan yrityksen todellisesta arvosta kuin osinkoperusteisen mallin. Mikäli yrityksen tuottama kassavirta jaetaan kokonaisuudessaan osinkoina, kaikki edellä esitetyt lähestymistavat antavat samanlaisen lopputuloksen arvosta, joka yrityksestä kannattaa maksaa. Viimeaikaisissa tieteellisissä tutkimuksissa on pyritty vertaamaan eri arvonmäärittämissämallia toisiinsa. Yhdysvaltalaiset professorit Stephen Penman ja Theodore Sougiannis vertasivat eri mallien toimivuutta tutkimalla arvonmäärittämissämallien yhdysvaltalaisessa havaintoaineistossa vuosina 1973-1990

todettuja mittausvirheitä eli mallien antamien hintojen eroja kulloisistakin markkinahinnoista. Tulokset osoittavat, että lisäarvoihin perustuva lähestymistapa johti valitussa otoksessa pienempiin mittausvirheisiin kuin vapaisiin kassavirtoihin tai osinkoihin pohjautuvat mallit. Cornellin yliopiston tutkijat Charles Lee ja Bhaskaran Swaminathan tutkivat lisäarvomallin antaman arvon poikkeamista markkinahinnoista vuosina 1979-1995 Yhdysvaltain osakemarkkinoilla. Malliin perustuva P/V-luku (osakkeen hinta/ arvonmäärittäjämallin antama hinta) on ollut varsin lähellä arvoa 1 koko periodin ajan. (Kallunki & Niemelä 2004, 125-126)

Tilinpäätösstandardien muutos ei vaikuta millään tavoin osinkoperusteisiin arvonmäärittäjämalliin, koska osingonjako eli osingon suuruus ei ole sidoksissa tilinpäätöskäytäntöön. Myöskään kassavirtoihin tilinpäätösstandardeilla ei ole suurta vaikutusta, koska kassavirtalaskelmat seuraavat rahan liikettä. Raha puolestaan liikkuu samansuuruisena ja samanaikaisesti tilinpäätöksissä tehdyistä arvostus- ja jaksotussäännöistä riippumatta. Kassavirtalaskelmat saattavat vaihdella eri puolilla maailmaa johtuen erilaisista kassavirtalaskelmien kaavoista. Sen lisäksi eri kirjanpitolähtökäytännöt saattavat vaikuttaa kassavirtalaskelmiin, mutta vaihtelut eri maiden kassavirtalaskelmien välillä ovat huomattavasti pienemmät kuin vaihtelut eri tilinpäätöskäytäntöjen välillä. (White, Sondhi & Fried, 2002, 98)

IFRS-standardeihin siirtyminen suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä ei kuitenkaan vaikuta juuri ollenkaan rahavirtalaskelmaan. IAS 7-standardi, jossa säädetään IFRS:n mukaisesta rahavirtalaskelmasta, on ollut pohjana laadittaessa vuonna 1999 uusittua kirjanpitolautakunnan yleisohjetta rahoituslaskelman laadinnasta (Yleisohje rahoituslaskelman laatimisesta, annettu 9.11.1999). Maksuperusteisen rahoituslaskelman eli rahavirtalaskelman laadinnan yksityiskohdissa ei ole huomattavia eroja IAS 7-standardin ja KILAn yleisohjeen välillä. IAS 7-standardi edellyttää kuitenkin huomattavasti laajempia liitetietoja rahavirtalaskelmaan liittyen kuin KILAn yleisohje. (Räty & Virkkunen 2004,133)

Tilinpäätösperusteisiin arvonmäärittäjämalliin puolestaan vaikuttavat eri tilinpäätöskäytännöt, koska eri tilinpäätöskäytännöissä ovat omat arvostus ja jaksotus sääntönsä. Nyt, tilinpäätöskäytäntöjen muuttuessa Suomessa suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä kansainväliseen tilinpäätöskäytäntöön, tarjoutuu muutoksen

seurauksena hyvä mahdollisuus analysoida kuinka tilinpäätöskäytännön muutos vaikuttaa lisäarvomallin avulla tehtävää arvonmäärittelyyn.

Tilinpäätösperusteista arvonmäärittelymallin paremmuutta voidaan myös perustella sillä, että ylipäättensä on kehitetty tilinpäätös, joka perustuu arvostus- ja jaksotussääntöihin. Yksi peruspiirteistä yritysten taloudellisissa raporteissa on, että ne ovat yleisemmin tilinpäätösperusteisia kuin rahavirtaperusteisia. Toisin kuin rahavirtaperusteinen, tilinpäätösperusteinen tekee eron meno- ja tulojen kirjaamisessa taloudellisen toiminnan ja tosiasiallisen rahan liikkeen välillä. Tilikauden tulos on näin ennen kaikkea ajanjakson suorituskyvyn mittari. Tilikauden tulosta laskettaessa taloudelliset toiminnot kirjataan odotettujen, ei välttämättä tapahtuneiden, rahan liikkeiden perusteella. Tarve tilinpäätösperusteiselle tuloslaskennalle tuli sijoittajien vaatimuksesta saada raportteja ajanjaksoittain. Koska yritysten liiketoiminta on jatkuvaa, kirjanpidon mielivaltaisen päättäminen tilikauden lopussa johtaa perustavanlaatuisen mittaamisen ongelmaan. Koska rahavirtaperusteinen kirjanpito ei raportoi kaikkia ajanjakson aikana tehtyjä taloudellisia toimia, on kehitetty tilinpäätösperusteinen kirjanpito antamaan täydellisempi kuva yrityksen tilikauden suorituskyvystä. (Palepu ym. 1996, 1-2 – 1-4)

Lisäarvomallista on paljon erilaisia muunnoksia ja eri yhteyksissä saatetaan käyttää eri nimityksiä. Lisäarvomallista, jäännöskatteesta eli RI:sta (Residual Income), Economic Profitista eli EP:sta, taloudellisesta lisäarvosta eli EVA:sta (Economic Value Added) ja EBO-mallista (Edwards-Bell-Ohlson) puhutaan paljon ristiin ja yhdistetään eri alkuperäistermejä ja kotimaisia termejä. Jäännöskate, Residual Income, on esiintynyt Hamiltonin (1777) toimesta kirjallisuudessa jo 1700-luvulla. Myöhemmin tätä ajattelua ovat tuoneet esiin mm. Economic Profitin muodossa Alfred Marshall (1890), Residual Income –mallin muodossa mm. Preinreich (1938). Ns. ylisuurten tuottojen tai Edwards-Bell-Ohlson- eli EBO-mallin muodossa Edwards ja Bell (1961) sekä Ohlson (1991 ja 1995). Suuren suosion tämän tapainen menetelmä on kuitenkin saavuttanut vasta 1980- ja 1990-lukujen vaihteessa, kun Stern Steward & Co. on muunnellut mallia ja rekisteröinyt EVA (Economic Value Added) tuotemerkin. Tässä mallissa Residual Income on muunnettu EVA:ksi oikaisemalla kirjanpidon lukuja. Kirjanpidollisten lukujen oikaisuerien määrä on tässä mallissa täysin tapaus- ja yrityskohtainen. Stern Steward on esim. määritellyt 160 mahdollista muutosta kirjanpidolliseen liikevoittoon, jotta päästäisiin parempaan lopputulokseen. EVA on saavuttanut suurta suosiota

kannustinjärjestelmäväliseenä, mutta sitä sekä sen edeltäjiä ja johdannaisia käytetään laajalti myös arvonmääritysmenetelmänä. Yhteistä näillä kaikilla arvonmääritysmenetelmillä on kuitenkin se, että ne perustuvat samaan ajattelutapaan. (Ward 2001, 10-11)

Edellä mainittujen mallien teoreettinen pohja nojautuu siis Residual Income-muuttujaan. Se perustuu ajatukseen, että voidakseen luoda vaurautta omistajilleen, yrityksen täytyy kyetä ansaitsemaan koko investoidulle pääomalle enemmän kuin sen kustannus on eli kaavan 9 mukaisesti. (Ward 2001, 11)

(Kaava 9) Taloudellinen lisäarvo = sijoitettu pääoma \times [(yritykseen sijoitetun pääoman tuotto (ROIC, ROCE tai ROE tms.) – yritykseen sijoitetun pääoman kustannus (WACC tai oman pääoman tuottovaatimus tms.)]

ROIC = Return On Invested Capital

ROCE = Return On Capital Employed

ROE = Return On Equity

4.3.1 Empiirisiä tutkimustuloksia tilinpäätösperusteisista arvonmääritysmalleista

Stephen H. Penman ja Theodore Sougiannis vertailivat tutkimuksessaan ”A Comparison of Dividends, Cash Flow and Earning Approaches” eri arvonmääritysmallien, osinkoperusteisen, kassavirtaperusteisen ja tilinpäätösperusteisen, kykyä ennakoida tulevia osakekursseja parhaiten yhden-, kahden-, viiden- ja kahdeksan vuoden päähän. Tutkimus toteutettiin COMPUSTAT aineistolla vuosien 1973-1990 välillä, pois lukien rahoitusalan yritykset. COMPUSTAT aineisto kattaa yritykset, jotka ovat listautuneet Yhdysvalloissa seuraaviin pörssiin NYSE (New York Stock Exchange), AMEX (American Stock Exchange) ja NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations). Tutkimuksessa oli vuosittain mukana 3 544-5 642 yritystä, keskiarvo oli 4 192 yritystä. Tutkimus osoitti tilinpäätösperusteisten arvonmääritysmallien olevan tarkempia eli erot arvonmääritysmallin avulla saaduilla arvoilla ja toteutuneilla yritysten markkina-arvoilla olivat pienempiä kuin

osinkoperusteisilla ja kassavirtaperusteisilla arvonmääritysmalleilla. (Penman & Sougiannis 1998, 343-383)

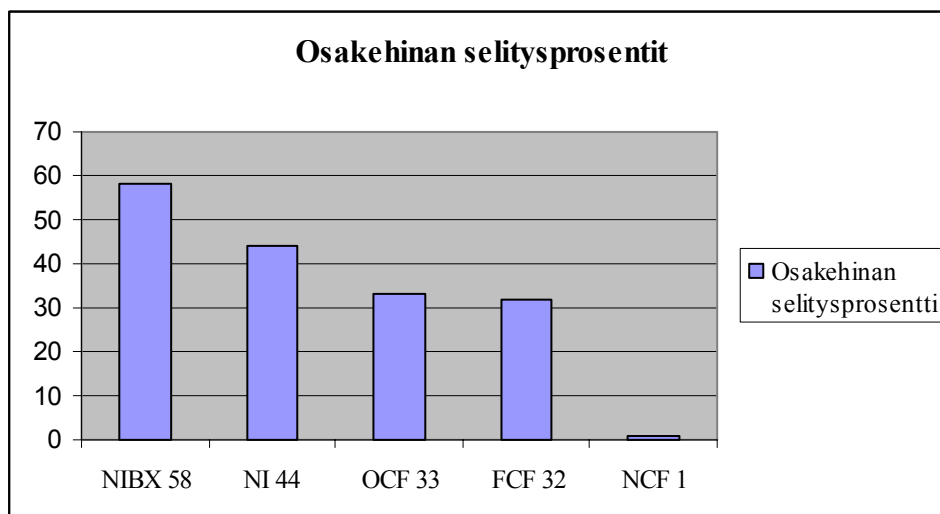
Stephen H. Penman, Russel J. Lunholm ja Terrence B. O'Keefe analysoivat artikkelissaan "On Comparing Cash Flow and Accrual Accounting Models for Use in Equity Valuation: A Response to Lundholm and O'Keefe" miksi tilinpäätösperusteiset arvonmääritysmallit ovat empiirisissä tutkimuksissa olleet parempia kuin osinkoperusteiset ja kassavirtaperusteiset arvonmääritysmallit. Kuitenkin teoreettisesti tarkasteltuna näiden kaikkien mallien pitäisi antaa oikea tulos. Kirjanpito ja tilinpäätös eivät ole luonnollisia ilmiöitä, vaan ihmisten kehittämiä apuvälineitä tyydyttämään tiettyjä tarpeita. Yksi tilinpäätöksen tehtävä on auttaa analyytikkoja ja sijoittajia arvioimaan yrityksen arvoa. Tästä syystä laskennan arvonmääritystutkimuksen tarkoitus on kehittää menetelmiä auttamaan arvonmääritystä. Tilinpäätösten on katsottu tarjoavan informaatiota yritysten arvosta. Arvioidakseen yritysten arvoja on analyytikkojen ennustettava tulevaisuuden tuottoja ja tilinpäätöksen antavaa informaatiota ennustamista varten. Yhdysvalloissa laskennan rooliksi nähdään tulevaisuuden rahavirtojen arviointi. Tuleeko analyytikon ennustaa kassavirtaa, osinkoja, tuloksia vai jotain muuta? Toisin sanoen, miten tulevaisuudesta tulisi pitää kirjaa? Tulisiko analyytikon arvioida tulevaisuudessa maksettavia osinkoja, rahavirtoja vai tuloslaskelmaa ja tasetta? Eri arvonmääritysmallit ovat vain eri vaihtoehtoja siitä, miten tulevaisuudesta tulisi pitää kirjaa. Kun valitaan diskontattujen rahavirtojen ja residual income arvonmääritysmallien väliltä, muoto on sama, vain laskennan sisältö eroaa. Diskontattujen rahavirtojen malli on ainoastaan erityistapaus residual income mallista. Siinä tilinpäätöksen tuloksen ja taseen kirja-arvon sijasta käytetään rahavirtoja. Diskontattujen rahavirtojen mallissa kirja-arvon sijasta käytetään nettorahavaroja ja tilikauden tuloksen sijasta vapaata kassavirtaa lisättynä nettokorkotuloilla. Residual income mallia voidaan käyttää niin tilinpäätösperusteisiin lukuihin, rahavirtaperusteisiin lukuihin kuin mihin tahansa lukuihin. Valinta rahavirtaperusteisten lukujen ja tilinpäätösperusteisten lukujen välillä on oleellinen, tilinpäätöskäytäntö sisältää liiketapahtuman tunnistuksen ja mittaamisen. Rajallisessa ajanjaksossa, ennustettaessa osinkoja ja kassavirtoja ilmenee ongelmia. Ennustettaessa äärettömyyteen osinkoja, ne ovat epäilyksettä tuotot osakkeiden hallussapidosta. Ennustettaessa rajallista ajanjaksoa osingot eivät ole kovinkaan informatiivisia. Seuraavien viiden tai kymmenen vuoden osingot eivät juurikaan viittaa osinkojen määrään pitkällä aikavälillä. Osingot ovat

arvon jakamista, eivät arvon tuottamista. Tilinpäätös esittää yrityksestä sen, mikä tuottaa arvoa ja näin esittää arvon, joka voidaan kaiken kaikkiaan jakaa osinkoina. Myös vapaa kassavirta kärsii perustavaa laatua olevista ongelmista. Vapaa kassavirta on tietenkin operatiivinen kassavirta vähennettynä rahallisilla investoinneilla. Operatiivinen rahavirta nähdään positiivisena arvon lisääjänä. Rahalliset investoinnit ovat myös positiivisia arvon lisääjiä, jos investoinnin nettonykyarvo on positiivinen. Investoinnit kuitenkin vähentävät vapaata kassavirtaa. Vapaa kassavirta on huono arvon mittari, koska yritysten vapaa kassavirta vähenee yritysten tehdessä investointeja, mitkä tuottavat yritykselle lisäarvoa. Vapaa kassavirta puolestaan kasvaa yrityksen purkaessa investointeja, mitkä tuottaisivat yritykselle lisäarvoa tulevaisuudessa. Positiivista rahavirtaa sijoittajat lopulta hakevat, mutta lyhyen aikavälin kassavirrat eivät välttämättä ole hyvä indikaattori pitkän aikavälin rahavirroista. Tilinpäätös, ainakin periaatteessa, käsittelee rahainvestointeja erilailla kuin rahavirtalaskelmat. Siinä lisätään investoinnit taseeseen varoiksi. Tilinpäätös myös esimerkiksi tunnistaa saatavat, jotka eivät siis tuota rahavirtaa. Onkin hyvä pitää mielessä, että tilinpäätös tekee käytännön työn arvonmääritysprosessissa muuttamalla rahavirtojen ajoitusta. (Penman, Russel & O'Keefe 2001, 681-696)

Tutkittaessa regressioanalyysin avulla tilikauden tuloksen ja yrityksen kirja-arvon kykyä selittää osakkeiden hintoja yksittäin ja yhdistettynä. Tutkimuksessa oli suuri määrä eri alojen yrityksiä viimeisen kolmenkymmenen vuoden ajalta. Tutkimuksessa havaitaan tilikauden tuloksen ja yrityksen kirja-arvon yhdessä selittävän 50%-75% osakkeiden hinnoista. Tilinpäätöksen luvut eivät voi koskaan selittää täysin osakkeiden hintoja, koska on olemassa muitakin informaation lähteitä kuten esimerkiksi analyytikkojen ennusteet ja talouden tilastot. Analyysi joka tapauksessa osoittaa vahvan siteen tilinpäätöslukujen ja osakkeiden hintojen välillä. (Wild ym. 2003, 78-79)

Kuviossa 2 nähdään eri tilikauden tulos ja rahavirtamittareiden suhde osakehintoihin. Analyysi käsittää suuren määrän yrityksiä viimeisen kymmenen vuoden ajanjaksolta. Kuvassa on mittaustuloksia R^2 , jotka esittävät eri suorituskykymittareiden kykyä selittää osakkeiden hintoja. Molemmat tilikauden tulosmittareista (NI ja NIBX) selittävät paremmin osakkeiden hintoja kuin operatiivinen kassavirta (OCF) tai vapaa kassavirta (FCF). Myöskään netto kassavirta (muutos rahan määrässä) ei ole informatiivinen. (Wild ym. 2003, 85)

(Kuvio 2) Muutamien tilikauden tuloksen mittareiden ja kassavirran mittareiden suhde osakehintoihin prosentteina (Wild ym. 2003, 86)



NIBX = Netto tulos ennen satunnaiseriä ja rahoituseriä

NI = Tilikauden tulos

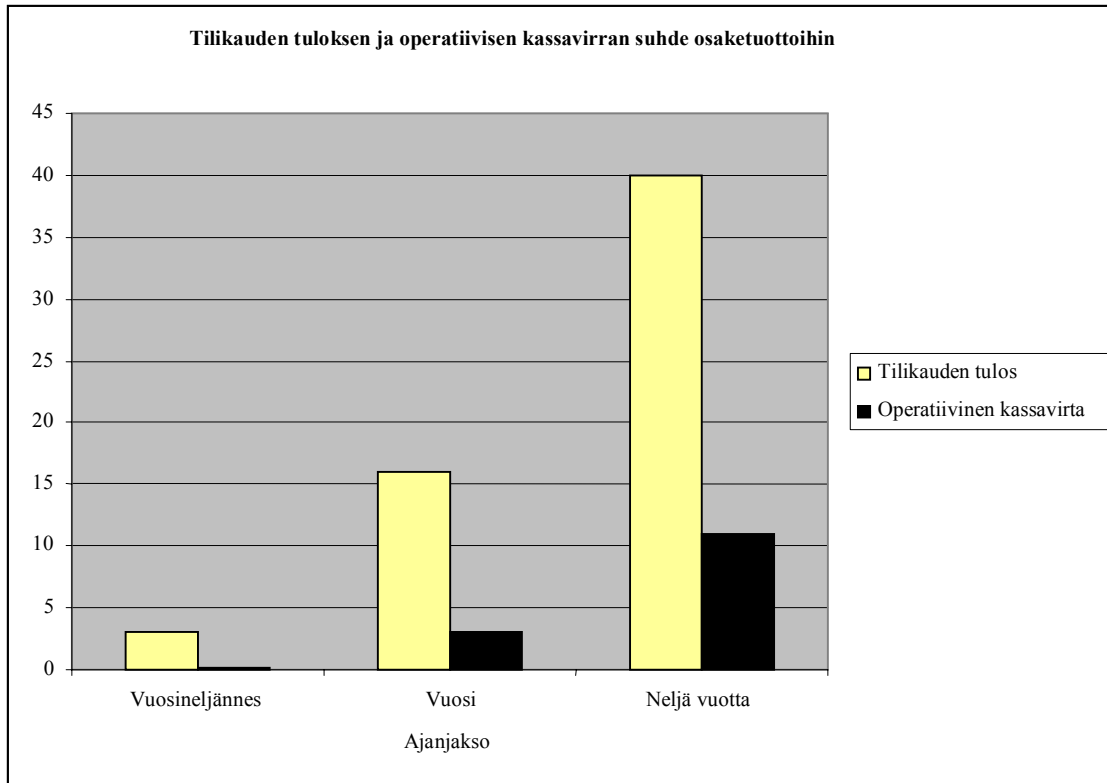
OCF = Operatiivinen kassavirta

FCF = Vapaa kassavirta

NCF = Netto kassavirta

Tärkein ero tilinpäätöslukujen ja rahavirtojen välillä on aikaväli, jolla tunnistetaan liiketapahtumat. Tilinpäätöksen tulos tunnistaa suuremman osan liiketapahtumien vaikutuksista oikeamman aikaisesti. Kuviossa 3 nähdään kuinka tilikauden tulos ja operatiivinen kassavirta selittävät osakkeiden tuottoja vuosineljänneksittäin, vuosittain ja neljän vuoden ajanjaksolla. Tilikauden tulos selittää paremmin osaketuottoja kaikkina ajanjaksoina kuin operatiivinen kassavirta. (Wild ym. 2003, 85-86)

(Kuvio 3) Tilikauden tuloksen ja operatiivisen kassavirran selitysprosentit osaketuotoista (Wild ym. 2003, 86)



Vastakkaisiakin näkemyksiä on paljon, diskontattujen kassavirtojen malli on Suomessa analyytikoiden käytössä yleisempi kuin lisäarvomalli (Ward 2001). Rahoituksen opetuksessa kassavirtamallit ovat yleisimmin käytettyjä ja rahoituksen kurseilla yleisesti ottaen diskontataan rahavirtoja, ei tilikauden tuloksia (Ross, Westerfield & Jaffe 2005, 178). Monet pitävät diskontattujen kassavirtojen mallia loogisesti ylivertaisena. Tilinpäätöslukuihin perustuva arvonmääritys ei määritä sitä arvoa mitä sijoittajat haluavat. Sijoittajat eivät voi ostaa taloja ja autoja tilikauden tuloksella. Ainoastaan yrityksen tuottama rahavirta voidaan käyttää kulutukseen tai vaihtoehtoisin sijoituskohteisiin. (Copeland, Koller & Murrin 2000, 63) Mielestäni Copelandin, Kollerin ja Murrinin olisi kuitenkin hyvä muistaa, että yrityksestä osakkeenomistajille jaettava raha, millä näitä edellä mainittuja asioita voi ostaa, jaetaan tilikauden ja edellisten tilikausien kirjanpidollisista tuloksista ei kassavirroista.

4.4 Pääoman tuottovaatimus

4.4.1 Pääoman tuottovaatimus arvonmääritysmalleissa

Yrityksen liiketoimintaan hankittu omaisuus rahoitetaan joko omalla tai vieraalla pääomalla. Pääoman tuottovaatimus eli pääoman kustannus on keskeinen muuttuja myös yrityksen arvonmääritysmalleissa. Verrattain pienetkin virheet pääoman tuottovaatimuksen määrittämisessä voivat vaikuttaa suuresti arvonmääritysmallien antamaan kuvaan yrityksen arvosta. Sijoittajat, erityisesti oman pääoman sijoittajat, ovat kiinnostuneita yrityksen riskistä ja siksi pääoman tuottovaatimuksesta. Pääoman tuottovaatimus on tärkeä muuttuja myös muissa yhteyksissä kuin arvonmäärityksessä. Yritys tarvitsee pääoman keskimääräiskustannuksia investoinnin tulevien kassavirtojen diskonttaamisessa, kun se esimerkiksi arvioi investointiensa kannattavuutta. Uusien tilinpäätösstandardien mukaisesti myös tilinpäätöserien arvostaminen edellyttää, että tarkasteltavaan omaisuuserään tai liiketoimintaan oikeansuuruista pääoman kustannusta. (Kallunki & Niemelä 2004, 127-128)

Yritykset saavat investointeihinsa tarvittavan rahoituksen sijoittajilta, jotka sijoittavat varojaan yrityksen liikkeelle laskemiin arvopapereihin. Erilaisilla arvopapereilla on erilaiset oikeudet yrityksen tuleviin kassavirtoihin. Vieraan pääoman ehdoilla sijoittavat saavat ennalta sovitun kiinteän maksun sovitun aikataulun mukaisesti korvauksena sijoittamalleen pääomalle. Osakkeenomistajat sijoittavat varoja yritykseen joko merkitsemällä yrityksen liikkeelle laskemia osakkeita tai jättämällä osan tilikauden voitoista yrityksen toiminnan rahoittamiseen. Osakkeenomistajat saavat korvauksen sijoitukselleen osakkeen hinnan nousuna ja jaettuina osinkoina. Sekä oman että vieraan pääoman sijoittajat saavat sijoituksilleen tuoton rahavirtana tulevaisuudessa. Tämän vuoksi eri aikoina saatujen rahavirtojen aika-arvo on otettava huomioon yrityksen arvoa määritettäessä. Esimerkiksi kymmenen vuoden kuluttua saatavan 1 000 euron suuruisen osingon arvo on huomattavasti pienempi kuin tänään saatavan vastaavan suuruisen osingon arvo. Tämä johtuu siitä, että sijoittaja voi käyttää aikaisemmin saadun kassavirran heti hyväkseen, mutta myöhemmin saatavaa kassavirtaa hänen täytyy odottaa. Pääoman tuottovaatimusta tarvitaan muuttamaan eri aikoina tulevaisuudessa saatavat kassavirrat yhteismitallisiksi eli diskontata ne nykyhetkeen. Pääoman tuottovaatimus on sijoittajan vaihtoehtoiskustannus, jolla hän olisi valmis sijoittamaan

varansa johonkin toiseen vastaavan riskin sisältävään sijoituskohteeseen. Yrityksen arvonmääritysmalleissa pääoman tuottovaatimus on erittäin tärkeä muuttuja. Jos tuottovaatimus arvioidaan väärin, antavat arvonmääritysmallit virheellisiä tuloksia. (Kallunki & Niemelä 2004, 128-129)

4.4.2 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Vieraan pääoman kustannus on pääoman lajeista helpoimmin määriteltävissä, sillä se on usein välittömästi havaittavissa ja yritykselle konkreettinen kassasta maksu. Vieraan pääoman tuottovaatimus on tuotto, jonka yrityksen vieraan pääoman sijoittajat vaativat yrityksen luotoille. Vieraan pääoman tuottovaatimus tai vieraan pääoman kustannus lasketaan yleensä joko olemassa olevan vieraan pääoman (pankkilainat ja pitkäaikaiset joukkovelkakirjalainat) kesikorkona, tai uusien lainojen kesikorkona, jos yritys uudelleen rahoittaisi joko kokonaan tai osittain lainasalkkunsu. Yrityksen vieraan pääoman rahoitus tapahtuu usein joko pankkilainoina tai pitkäaikaisena joukkolainana. Pankkilaina voi olla lyhyt- tai pitkäkestoista sekä korkoehdoiltaan hyvin monenlaista (esimerkiksi kiinteä tai vaihtuva). Jos yritys on laskenut liikkeelle joukkovelkakirjalainoja, on vieraan pääoman tuottovaatimus kyseisten joukkovelkakirjalainojen todellinen tuotto eli niin sanottu yield. Yrityksen joukkolainojen nimellistuottoa ei voi käyttää vieraan pääoman tuottovaatimuksen arvona. Nimellistuotto kertoo ainoastaan kuinka suuri yrityksen vieraan pääoman tuottovaatimus oli (likimäärin) silloin, kun laina laskettiin liikkeelle. Jos yritys ei ole äskettäin laskenut joukkolainoja liikkeelle, vieraan pääoman tuottovaatimuksen arviona voidaan käyttää samalla toimialalla toimivan, riskiltään vastaavan, yrityksen joukkolainojen tuottoa. Yrityksen vieraan pääoman hintaan vaikuttaa käytännössä muun muassa yrityksen luottoluokitus sekä luoton maturiteetti. Luottoluokitukseen eli niin sanottuun ratingiin vaikuttavat pitkälti samat seikat kuin oman pääoman kustannukseenkin. Kuitenkin esimerkiksi aineellisen omaisuuden määrä voi alentaa vieraan pääoman kustannusta, mutta se ei välttämättä vaikuta lainkaan oman pääoman kustannukseen. (Kallunki & Niemelä 2004, 130-133)

4.4.3 Oman pääoman tuottovaatimus

Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen on huomattavasti vaikeampaa kuin vieraan pääoman tuottovaatimuksen, sillä oman pääoman tuottovaatimus ei ole suoraan nähtävillä. Vieraan pääoman tuottovaatimus voidaan pitkälti määrittää vuosittain maksettujen korkomaksujen avulla, mutta omalle pääomalle maksettu osinkovirta on vain osa sijoittajan vaatimasta tuotosta. Oman pääoman tuottovaatimuksen eli yrityksen näkökulmasta oman pääoman kustannuksen määrittäminen onkin rahoitusteorian yksi haasteellisimmista osa-alueista. (Kallunki & Niemelä 2004, 133)

Yrityksen oman pääoman ehtoinen rahoitus muodostuu osakeanneilla kerättävästä pääomasta ja kannattavan liiketoiminnan avulla hankitusta tulorahoituksesta. Yrityksen näkökulmasta pääoman kustannus on se hinta, jolla yritys saa rahoitusmarkkinoilta käyttöönsä pääomia investointiensa tai yritysostojensa rahoittamiseen. Tuottovaatimus perustuu yrityksen menestymiseen liittyviin tulevaisuuden tuotto-odotuksiin, joissa otetaan huomioon ennakoitu riski. Yrityksen oman pääoman tuottovaatimuksen suuruuteen vaikuttaa oman pääoman ehtoiseen sijoitukseen eli osakesijoitukseen liittyvä riski. Rahoitusteorian perusolettamusten mukaan tuottovaatimus määräytyy aina sijoituskohteen riskin mukaan. Mitä suurempi riski, sitä suuremman tuottovaatimuksen sijoittajat haluavat riskin korvauksena. Oman pääoman sijoittajat eivät saa sijoitukselleen ennalta sovittua tuottoa, kuten vieraan pääoman sijoittajat, jotka saavat yleensä kiinteän koron. Myös yrityksen konkurssitilanteessa oman pääoman sijoittajat ovat varojen saamisen etuoikeusjärjestyksessä viimeisenä. Lisäksi oman pääoman ehtoinen rahoitus annetaan yritykselle ilman määräaikaa, kun vieraan pääoman rahoitus on yleisesti enintään 5-10 vuotta. Näiden syiden vuoksi oman pääoman ehtoisen sijoittamisen riski on huomattavasti korkeampi kuin vieraan pääoman ehtoisen sijoittamisen. Oman pääoman tuottovaatimus vaihtelee myös yrityksittäin niiden riskisyyden mukaan. Yrityksellä, jonka riski on suuri, oman pääoman tuottovaatimus on korkeampi kuin yrityksellä, jonka riski on pieni. Yrityksen riskisyyteen vaikuttavat muun muassa rahoitus- ja liikeriski. (Kallunki & Niemelä 2004, 133-134)

4.4.4 Osakkeen riskin vaikutus oman pääoman tuottovaatimukseen

Millä tavalla oman pääoman tuottovaatimus sitten kasvaa yrityksen riskin kasvaessa? Osakkeen riskin ja tuottovaatimuksen välisen riippuvuuden kuvaamiseksi William Sharpe, John Lintner ja Jack Treynor kehittivät 1960-luvun puolella välissä nykyisin laajasti tunnetun Capital Asset Pricing –mallin (CAPM)(Brealey & Myers 2006, 189). Kyseisen mallin avulla voidaan arvioida sijoituskohteen tuoton odotusarvon ja riskin välistä riippuvuutta. CAPM-mallin mukaan sijoituskohteen tuottovaatimus koostuu kahdesta osasta: riskittömästä tuotosta ja riskilisästä. Riskitön tuotto on se korvaus, jonka sijoittajat saavat sijoittaessaan varojaan riskittömiin arvopapereihin, esimerkiksi valtion obligaatioihin. Riskilisiä on sitä suurempi, mitä riskisempi sijoituskohde on. Mitä riskisemmästä sijoituskohteesta on kyse, sitä suurempaa korvausta sijoittajat odottavat sijoittamalleen pääomalle. Siten yhtiön osakkeeseen kannattaa sijoittaa vain silloin, jos siitä voidaan odottaa saatavan huomattavasti korkeampi tuotto kuin valtion obligaatioista. CAPM-mallin mukaan osakkeen tuottovaatimuksen ja riskin riippuvuus on lineaarista. Se voidaan tehokkaasti toimivilla markkinoilla esittää kaavan 10 avulla.

$$(Kaava 10) \quad E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

$E(R_i)$ = yrityksen osakkeen tuottovaatimus

R_f = riskittömän sijoituskohteen tuotto

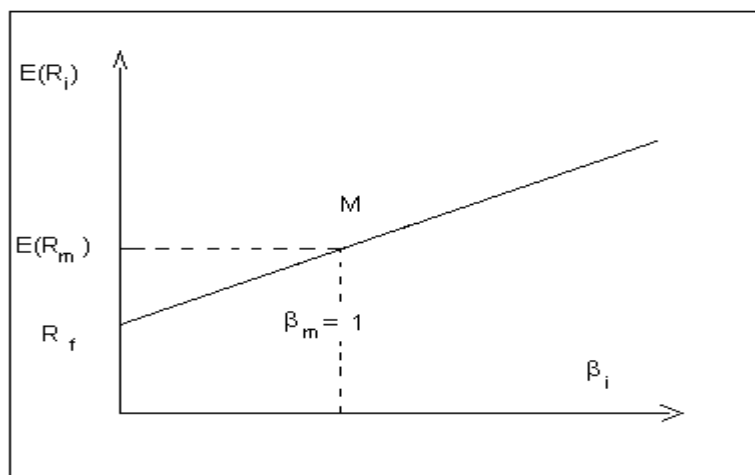
β_i = yrityksen i osakkeen riskiä kuvaava beeta-kerroin

$E(R_m)$ = ns. markkinaportfolion odotettu tuotto

Termi $E(R_m) - R_f$ kuvaa riskittömän tuoton ylittävää osaa markkinaportfolion tuotosta eli markkinoiden yleistä riskipreemiota (riskilisää). Markkinaportfolio on kaikki sijoituskohteet sisältävä portfolio. Se on siis yhtä suuri kaikille (noteeratuille) osakkeille. Markkinoiden yleisestä riskipreemiosta käytetään myös nimitystä markkinariskin hinta. Beeta-kerroin puolestaan kuvaa tarkasteltavan osakkeen riskin määrää, ja sen arvo vaihtelee yritysten välillä. Kaavan 10 mukaan oman pääoman tuottovaatimus on riskitön tuotto lisätynä Beeta-kertoimella kerrotulla markkinoiden yleisellä riskipreemiolla. Beeta-kerroin kuvaa markkinoiden yleisestä vaihtelusta

aiheutuvaa niin sanottua systemaattista riskiä kyseessä olevalle osakkeelle. Jos osake vastaa riskisyydeltään osakemarkkinoiden keskimääräistä riskisyyttä, on beeta-kertoimen arvo yksi. Jos osake sen sijaan on vähemmän riskinen kuin markkinat keskimäärin, on sen beeta-kerroin alle yksi. Markkinoita riskisemmän osakkeen beeta-kerroin on vastaavasti yli yksi. Riskittömän sijoituskohteen kerroin on 0. Uskoessaan kurssien nousevan sijoittajan kannattaa suosia osakkeita, joilla on suuri beeta-kertoimen arvo (ns. hyökkäävät eli aggressiiviset osakkeet, $\beta > 1$). Näiden osakkeiden kurssit nousevat voimakkaammin kuin markkinat keskimäärin, mutta laskukaudella toisaalta myös laskevat voimakkaammin kuin markkinat keskimäärin. Puolustautuvat eli defensiiviset osakkeet ($\beta < 1$) käyttäytyvät päinvastoin. CAPM-mallin keskeinen ajatus on, että sijoituksen kokonaisriski jakautuu kahteen osaan: systemaattiseen ja epäsystemaattiseen riskiin. Sijoittajan tuottovaatimukseen vaikuttaa ainoastaan markkinoiden kokonaisvaihtelusta aiheutuva systemaattinen riski, jota mitataan beeta-kertoimella. Tätä osaa sijoituksen riskistä ei voi hajauttaa muodostamalla sijoitussalkku eli portfolio. Yrityskohtaisen eli niin sanotun epäsystemaattisen riskin sijoittaja voi sen sijaan poistaa hajauttamalla sijoituksensa useampaan sijoituskohteeseen, joten se ei vaikuta tuottovaatimukseen. Kuvio 4 havainnollistaa CAPM-mallin mukaista oman pääoman tuottovaatimuksen, $E(R_i)$, ja riskin, β_i , välistä lineaarista riippuvuutta. Markkinaportfolion, M , riski on β_m ja tuotto-odotus on $E(R_m)$.

(Kuvio 2) Riskin vaikutus osakkeen tuottovaatimukseen (Kallunki & Niemelä 2004, 137)



Oman pääoman tuottovaatimuksen empiirisen määrittämisen kannalta CAPM-mallin teoreettinen johtopäätös tuottovaatimuksen ja riskin välisestä riippuvuudesta on tärkeä. Tuottovaatimus voidaan määrittää, kun ensin selvitetään markkinoiden yleinen riskipreemio ja yrityskohtainen beeta-kerroin. Beeta-kerroin määritetään joko niin sanotun markkinamallin avulla osakkeiden tuottosarjoista tai tilinpäätösperusteisesti käyttämällä informaatiota osakkeen riskin taustalla olevista yrityksen ominaisuuksista. Riskitön tuotto saadaan suoraan korkomarkkinoilta valtion viitelainojen noteerauksista. Tuottovaatimuksen ja riskin välinen lineaarisuus on myös tärkeä oletus. Sen perusteella tiedetään, kuinka paljon tuottovaatimus muuttuu osakkeissa, jos niiden riskissä on tietyn suuruinen ero. (Kallunki & Niemelä 2004, 134-137)

4.4.4.1 Markkinoiden riskipreemion määrittäminen

Markkinoiden riskipreemiolla on merkittävä vaikutus yrityksen oman pääoman tuottovaatimukseen. Perinteisesti markkinoiden riskipreemiota on tarkasteltu lähinnä vertaamalla osakkeiden aikaisempia tuottoja valtion obligaatioiden tuottoihin. Yksi tapa määrittää markkinoiden yleinen riskipreemio onkin mitata osakkeiden toteutunutta historiallista ylituottoa suhteessa riskittömään tuottoon. Toinen tapa määrittää yleinen riskipreemio on etsiä arvonmääritysmallien avulla sellainen riskipreemion taso, joka toteuttaa osakkeen nykyisen arvostuksen. Kolmas tapa on kysyä riskipreemion tasoa ammattimaisilta sijoittajilta. (Kallunki & Niemelä 2004, 137-138)

Toteutuneiden historiallisten riskipreemioiden tulokset vaihtelevat ajanjaksoittain ja markkinoittain. Keskeistä on, että mittausperiodi olisi mahdollisimman pitkä. Toisaalta pitkä aikaväli saattaa vääristää lopputulosta, mikäli riskipreemion trendi on nousemassa tai laskemassa. Markkinoiden ylituotto suhteessa riskittömään tuottoon on vaihdellut Suomessa voimakkaasti. Keskimäärin toteutunut, historiallinen riskipreemio on ollut viimeisen vajaan 30 vuoden aikana 4,60 prosenttiyksikköä ja mediaani 7,08 prosenttiyksikköä. Historiallisia, toteutuneita riskipreemioita käytettäessä on muistettava, että talouden rakenne, sijoittajien suhtautuminen riskiin sekä yritysten riski ja kasvu saattavat olla erilaisia tulevaisuudessa kuin menneisyydessä. Suomessa pitkän aikavälin tarkastelua vaikeuttaa myös osakemarkkinoiden kehittymättömyys ainakin 1980-luvulle saakka. On myös huomattava, että aikaisemmilta vuosilta mitattu

markkinaindeksi ei aina ole edustava otos nykyään listatuista yrityksistä. Tämän vuoksi riskipreemiotarkastelujen olisikin hyvä perustua odotuksiin, jotka kohdistuvat markkinoilla tällä hetkellä listattujen yritysten tulevaan taloudelliseen tilaan. Tällaiseksi soveltuu muun muassa lisäarvomalli. Käyttämällä esimerkiksi analyytikkojen konsensusennusteita sekä olettamalla, että yritysten tuottamat lisäarvot kasvavat pitkällä aikavälillä odotetun inflaation verran, voidaan ratkaista tietyn hetken ”implisiittinen” riskipremio. Saatujen mittaustulosten mukaan riskipremio on vaihdellut 4,0-5,0 prosenttiyksikön välillä. Muutamissa kansainvälisissä tutkimuksissa on saatu jopa alle neljän prosentin riskipremio muun muassa Thomas ja Claus (1998) sekä Ivo Welch (1999). (Kallunki & Niemelä 2004, 138-140)

4.4.4.2 Yrityskohtaisen riskipreemion määrittäminen

CAPM-mallin avulla tapahtuvan oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämisessä hankalinta on määrittää osakkeen systemaattista riskiä mittaava beeta-kerroin. Osakkeiden beeta-kertoimet lasketaan osakkeiden aikaisemmista tuotoista regressioanalyysin avulla. Regressioanalyysillä määritetään muuttujien väliset riippuvuussuhteet. Beeta-kerroin lasketaan osakkeiden tuottoaineistosta käyttämällä Sharpen markkinamallia, jossa osakkeen tuoton oletetaan vaihtelevan osakemarkkinoiden yleisindeksin tuoton mukana kaavan 11 regressioyhtälön mukaisesti.

$$(Kaava 11) \quad R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} = osakkeen i tuotto hetkellä t

α_i = vakiotermi osakkeelle i, jonka oletetaan pitkällä aikavälillä olevan 0

β_i = osakkeen i beeta-kerroin

R_{mt} = markkinasalkun eli yleisindeksin tuotto hetkellä t

ε_{it} = tilastollinen virhetermi

Edellisessä yhtälössä osakkeen beeta-kerroin voidaan myös esittää kaavan 12 muodossa.

$$(Kaava 12) \quad \beta_i = \text{cov}(R_i, R_m) / \text{var}(R_m)$$

Kaavassa 12 osoittaja, $\text{cov}(R_i, R_m)$, tarkoittaa osakkeen i tuoton ja markkinoiden yleisindeksin välistä yhteisvaihtelua, eli kovarianssia. Nimittäjä, $\text{var}(R_m)$, kuvaa markkinoiden yleisindeksin kokonaisvaihtelua, eli varianssia. Esittämällä beeta-kerroin tässä muodossa voidaan havaita, että sen arvoon vaikuttavat osakkeen tuoton herkkyys markkinatuoton vaihtelulle ja markkinatuoton kokonaisvaihtelu. Beeta-kerroin voidaan määrittää myös ilman regressioanalyysiä laskemalla kovarianssi- ja varianssitermit. (Kallunki & Niemelä 2004, 140-141)

Markkinabeeta kuvaa yksittäisen osakkeen vaihtelua suhteessa johonkin hajautettuun markkinaportfolioon (esimerkiksi yleisindeksiin). Se mittaa nimenomaan osakkeen aiheuttamaa riskin lisäystä, kun osake otetaan mukaan sijoittajan salkkuun. Markkinabeeta voidaankin luonnehtia kovarianssiriskin (yhteisvaihtelun) mittariksi suhteessa markkinaportfolioon. Näin ollen markkinabeeta soveltuu tilanteisiin, jossa päätöksentekijällä (sijoittajalla) on aidosti hajautettu sijoitussalkku. Markkinabeeta ei sen sijaan sovellu tilanteisiin, joissa riskisyys tulee mitata ilman, että päätöksentekijä (esimerkiksi yritys) omistaa hajautettua markkinaportfoliota. Tällaisia tilanteita ovat yritysten investointi- ja yritysostopäätökset tai tilinpäätöserien arvostaminen. Näissä tilanteissa riskin mittaaminen on tehtävä parhaiten soveltuvalla tavalla hyödyntäen kuitenkin rahoitusteorian mukaisia yleisesti hyväksytyjä malleja. Markkinamallin käyttö riskin mittaamisessa lienee ollut huomattavasti yleisempää kuin mitkä ovat sen todelliset sovellusalueet. Vaihtoehtoisten tapojen kehittäminen ei vielä ole kovin pitkällä, vaikka jo 1980-luvulla rahoitustutkijat Watts ja Zimmermann (1986) totesivat seuraavasti: ”On syytä uskoa, että tilinpäätösaineistoa voidaan käyttää estimoimaan beetaa listaamattomille yrityksille. Lisäksi on mahdollista, että listatuille yrityksille voidaan saada paremmat arviot, kun tilinpäätösaineisto ja markkinabeetan estimaatti yhdistetään.” (Kallunki & Niemelä 2004, 142)

Markkinabeetan arvoon vaikuttaa ratkaisevasti osakkeen yhteisvaihtelu suhteessa markkinaportfolioon. Yhteisvaihtelua mitataan kovarianssin ja korrelaatiokertoimien avulla. Yhteisvaihtelua kutsutaan usein myös keskinäiseksi riippuvuudeksi. Mitä enemmän yksittäisen osakkeen tuotto seuraa markkinoita, sen suurempi on niiden välinen korrelaatio. Tällöin myös markkinabeetan arvo nousee suureksi. Sen sijaan osakkeiden, joiden kurssikehitys menee markkinoiden vastaisesti, yhteisvaihtelu on pientä ja markkinabeeta saa alhaisia arvoja. Joskus korrelaatio jää negatiiviseksi. Ajoittain ilmenevät negatiiviset markkinabeetan arvot johtuvat yksittäisten osakkeiden negatiivisesta korrelaatiosta suhteessa markkinaportfolioon. Myös yksittäisen osakkeen yhteisvaihtelu suhteessa markkinoihin vaihtelee eri ajanjaksoin. Sen vuoksi beeta-arvot vaihtelevat eri ajanjaksoina. Markkinamallin käyttöön riskin mittaamisessa liittyy useita etuja, mutta myös selviä ongelmia. Markkinamallissa riskin mittaaminen tapahtuu osakkeiden ja markkinaportfolion tuottojen aikasarjoista. Yleisindeksin käyttö markkinaportfolion vastineena voi tuottaa ongelmia, sillä yleisindeksi ei välttämättä kuvaa tyypillistä markkinoiden sijoitusportfoliota eikä edes tyypillistä osakemarkkinoiden tuottoa. Suomessa tähän vaikuttaa erityisesti Nokian suuri paino markkina-arvopainotteisessa yleisindeksissä, mikä alentaa muiden yhtiöiden tai toimialojen beeta-kertoimien arvoja. Toinen beetan estimointiin liittyvä ongelmakohta on osakkeen tuottosarjojen perättäisten havaintojen riippuvuus toisistaan eli niin sanottu autokorrelaatio. Tämän ilmiön aiheuttaa esimerkiksi suomalaisille osakemarkkinoille tyypillinen kaupankäynnin vähyys. Helsingin Pörssi on hyvä esimerkki markkinapaikasta, jossa useilla osakesarjoilla käydään kauppaa verrattain vähän. Jos osakkeella ei käydä riittävästi kauppaa tai sillä ei jonakin päivinä käydä kauppaa ollenkaan, ei osakkeen hinta muodostu markkinoilla vapaasti kysynnän ja tarjonnan perusteella. Osakkeen hinta ei tällöin päivitty markkinoiden yleisindeksin muutosten mukana, sillä vähäisen kaupankäynnin vuoksi kaikki informaatio ei pääse täysin vaikuttamaan osakkeen hintaan. Tällaisten osakkeiden beeta-kertoimien osoittajassa oleva kovarianssitermi saa helposti liian pieniä arvoja. Vastaavasti beeta-kertoimet saavat silloin liian matalia arvoja, mikä saattaa johtaa väärään arvioon yrityksen tuottovaatimuksen suuruudesta. Kolmas ongelma beetan mittaamisessa liittyy muihin estimoinnin yleisiin teknisiin ongelmiin, kuten tuottojen jakautumaan. Vaikka markkinamallin käytöllä on tietyt rajoitteet, sen antamat tulokset antavat oikeansuuntaista viestiä osakkeeseen sisältyvästä riskistä. (Kallunki & Niemelä 2004, 143-150)

Millä tavoin markkinamallin avulla saadulla beeta-kertoimella sitten määritetään yrityksen oman pääoman tuottovaatimus? Kaavassa 10 esitettiin tuottovaatimuksen ja riskin välinen yhteys CAPM-mallin avulla. Sijoittamalla tähän yhtälöön markkinamallin beeta-kerroin β_i , riskitön tuotto R_f ja markkinoiden yleinen riskipremio $E(R_m) - R_f$ saadaan oman pääoman tuottovaatimus ratkaistua. Riskittömänä tuottona voidaan käyttää esimerkiksi valtion viitelainojen tuottoa. Markkinoiden yleinen riskipremio eli sijoittajien vaatima korvaus osakkeiden riskitöntä sijoitusta korkeammasta riskistä voidaan laskea osakemarkkinoiden yleisindeksin tuoton ja valtion viitelainojen tuoton keskimääräisestä erosta aikaisemmilta vuosilta. Vaihtoehtoisesti voidaan käyttää arvonmääritysmallien avulla saatavaa riskipremio arviota, joka perustuu markkinoiden tulevaisuuden odotuksiin. (Kallunki & Niemelä 2004, 152)

Yrityksen tilinpäätöksestä laskettujen tunnuslukujen yhteyttä osakkeen tuottoon ja riskiin on tutkittu paljon sekä Suomessa että ulkomailla. Tutkimuksissa on osoitettu tiettyjen yrityksen ominaisuuksien, kuten liikeriskin ja rahoituksellisen sekä operatiivisen velkaisuuden, teoreettinen yhteys osakkeen riskiin. Nämä teoriat ovat saaneet vahvistuksen useissa empiirisissä tutkimuksissa. Erityisesti USA:ssa on käytössä sovelluksia, joiden avulla osakkeen riski määritetään tilinpäätöstietojen avulla. Ensimmäiset tutkijat, jotka selvittivät tilinpäätösnumeroiden sekä markkinamallin antamia estimaatteja yhtiökohtaisesta riskistä olivat Ball ja Brown (1969). Heidän ajatuksensa oli, että yhtiön tuloksen vaihtelu suhteessa markkinoiden keskimääräiseen tuloksen vaihteluun on keskeinen riskiin liittyvä seikka. He estimoivat tilinpäätösbeetansa kaavasta 13.

$$(Kaava 13) \quad \Delta A_{it} = g_i + h_i \Delta M_t + \varepsilon_{it}$$

ΔA_{it} = Yhtiön i tuloksen muutos vuonna t

g_i = vakiotermi yhtiölle i

h_i = yhtiön tulokseen perustuva beeta-kerroin

ΔM_t = markkinaindeksin mukaisen tuloksen muutos vuonna t

ε_{it} = tilastollinen virhetermi

Ball ja Brown vertasivat markkinamallin ja edellisen kaavan 13 antamia tuloksia ja löysivät korkeahkon korrelaation markkinabeetan ja tilinpäätösbeetan välillä. Markkinabeetan korrelaatio suhteessa liikevoittoon oli 0,46 ja suhteessa nettotulokseen 0,39. Beaver, Kettlet ja Scholes (1970) laajensivat Ballin ja Brownin tutkimusta. He tutkivat (tuloksen lisäksi) muiden tilinpäätösperusteisten seikkojen yhteyttä yrityksen riskiin. Heidän valitsemat muuttujat olivat sellaisia, joiden intuitiivisesti voidaan mieltää vaikuttavan riskisyyteen. Joidenkin seikkojen on todistettu vaikuttavan riskisyyteen teoreettisesti, mutta osalle teoreettinen viitekehys on löysempi. Heidän valitsemansa muuttujat olivat seuraavat:

1. Osingonjakosuhte
2. Taseen kasvu
3. Velkaisuus
4. Yrityksen maksuvalmius
5. Yrityksen (taseen) koko
6. Tuloksen vaihtelu
7. Tuloksen vaihtelu suhteessa markkinoiden keskimääräiseen vaihteluun (ns.

tilinpäätösbeeta).

Tilinpäätösbeeta (yrityksen tuloksen vaihtelu suhteessa markkinoiden vaihteluun) oli määritelty samanlaisen yhtälön avulla kuin mitä Ball ja Brown käyttivät. Erona oli ainoastaan se, että sekä yrityksen että markkinoiden tulokäsitteet oli määritelty E/P-suhteen avulla. Tilinpäätösperusteinen menetelmä sopii myös listaamattomien yritysten riskin määrittämiseen. (Kallunki & Niemelä 2004, 154-158)

5 VERTAILUTIETOJEN ANALYSOINTI JA YRITYSTEN ARVON MÄÄRITTÄMINEN

5.1 Tutkimusaineisto

5.1.1 Tutkimuksen kohderyhmä

Tutkimuksen kohderyhmään kuuluvat 1.7.2006 Helsingin arvopaperipörssin (OMX Helsinki) päälistalle listautuneet yritykset. Tällä tavoin kohderyhmä ei ole liian suuri, mutta kuitenkin varsin kattava tutkimuksen tavoitteiden kannalta. Päälistalle on 1.7.2006 listautunut 107 yritystä. Näistä 107 yhtiöstä jouduttiin karsimaan pois 19 yhtiötä ja näin lopulliseksi tutkimusotokseksi muodostui 88 yhtiötä. Karsimisen syyt olivat aiempi siirtyminen IFRS –raportointiin (10 yhtiötä), ruotsalaisen kirjanpitokäytännön mukainen tilinpäätös ennen siirtymistä IFRS- raportointiin (2 yhtiötä) sekä yrityksen ollessa niin uusi, ettei tilinpäätöstietoja ole lainkaan tilikaudelta 2004 tai muusta syystä ei ole saatavilla IFRS:n tai FAS:n mukaisia vertailutietoja tilikaudelta 2004 (7 yhtiötä).

Tutkimustiedot on jaoteltu toimialakohtaisesti Helsingin pörssin toimialajaon mukaisesti: energia (1 yhtiö), perusteollisuus (12 yhtiötä), teollisuustuotteet ja –palvelut (27 yhtiötä), kulutustavarat ja –palvelut (14 yhtiötä), päivittäistavarat (7 yhtiötä), terveydenhuolto (2 yhtiötä), rahoitus (16 yhtiötä), informaatioteknologia (24 yhtiötä), tietoliikennepalvelut (2 yhtiötä) sekä yhdyskuntapalvelut (2 yhtiötä). Toimialakohtaisen jaottelun jälkeen on kaikkien yhtiöiden tiedot koottu yhteen. Näin voidaan vertailla tilinpäätöskäytännön muutoksen vaikutuksia myös toimialojen välillä. Lisäarvomallin mukainen arvonnääritys tehdään keskiarvoryitykselle eli miten yrityksen lisäarvomallin mukainen arvo muuttuu, jos muutokset ovat keskiarvomutosten suuruisia.

Varsinaisen tutkimusotoksen ulkopuolelle jäi 10 aiemmin IFRS-raportointiin siirtynyttä yhtiötä. Näistä 6 yhtiötä siirtyi 1.1.2003, nämä yhtiöt otetaan tutkimukseen omaksi

vertailuryhmäksi, jotta saataisiin hieman ajallista vertailtavuutta. Tämän tyyppisessä siirtymisprosessissa on kuitenkin varsin hankalaa saada ajallista perspektiiviä.

5.1.2 Aineiston keruu ja muuttajat

Tutkimusaineisto kerättiin heinäkuun 2006 aikana tutkimuksessa mukana olleiden yhtiöiden omilla www-sivuilla julkaisemista tiedotteista kuten vuosikertomuksista, tilinpäätöstiedotteista ja erillisistä pörssitiedotteista, jotka on annettu IFRS-tilinpäätöskäytäntöön siirtymisen vaikutuksista.

Tutkimuksen muuttujiksi valittiin seuraavat tunnusluvut: tilikauden tulos, taseen oman pääoman kirja-arvo, oman pääoman tuotto-% (ROE) ja omavaraisuusaste, %. Näihin tunnuslukuihin päädyttiin, koska tilikauden tulos ja oma pääoma ovat olennaisia lisäarvomallin mukaisessa arvonmäärittämisessä. Niiden muutokset ovat myös ilman muuta merkittäviä sijoittajien kannalta. Tilikauden tulos on merkittävä, koska se kertoo kuinka monta euroa yhtiö on tilikauden aikana tuottanut omistajilleen. Tilikauden tuloksesta ja edellisten tilikausien tuloksista jaetaan myös osingot osakkeenomistajille. Oma pääoma on yrityksen arvo tasetietojen perusteella. Karkeasti ottaen oma pääoma on yhtiön varojen ja velkojen erotus. Oman pääoman tuotto-% on oman pääoman sijoittajan kannalta erittäin merkittävä tunnusluku, koska se kertoo kuinka monta prosenttia tuottoa yrityksen liiketoiminta tuottaa osakkeenomistajille. Omavaraisuusaste kertoo oman pääoman suhteen kaikkiin pääomiin eli se kertoo kuinka varakas yhtiö on. Tutkimuksessa tutkitaan siis valittujen tunnuslukujen prosentuaalisia muutoksia siirryttäessä suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä kansainväliseen tilinpäätöskäytäntöön. Oman pääoman muutosta FAS:n ja IFRS:n välillä tutkitaan taseen 31.12.2004 muutoksien mukaan.

5.2 Yhtiöiden IFRS:n ja FAS:n väliset vertailutiedot toimialoittain tilikaudelta 2004

5.2.1 Energia

Helsingin pörssiin on energia-alalle 1.7.2006 listautunut vain yksi yhtiö Neste Oil Oyj. Neste Oil Oyj listautui pörssiin 18.4.2005 irtauduttuaan Fortum Oyj:stä 1.4.2005, joten yhtiöltä ei ole tilinpäätöstietoja tilikaudelta 2004 lainkaan. Se aloitti suoraan IFRS:n mukaisen raportoinnin, joten FAS:n mukaisia tilinpäätöstietoja ei Neste Oil Oyj:ltä ole.

5.2.2 Perusteellisuus

Helsingin pörssiin on 1.7.2006 perusteellisuuden alalle listautunut 12 yhtiötä. Tutkimuksesta rajattiin 5 perusteellisuusyhtiötä pois, koska näiden siirtymispäivä IFRS-tilinpäätöskäytäntöön oli aiemmin kuin 1.1.2004. Pois rajatut yhtiöt ovat Huhtamäki Oyj, Kemira Oyj, Outokumpu Oyj, Stora Enso Oyj sekä UPM-Kymmene Oyj. Näin tutkimukseen kuuluu perusteellisuuden alalta 7 yhtiötä. 7 yhtiöstä tilikauden tulos parani IFRS-standardeihin siirryttäessä kaikilla 7 yhtiöllä. Oma pääoma nousi 2 yhtiöllä, laski 4 yhtiöllä ja 1 yhtiöllä pysyi samana. Oman pääoman tuotto-% parani 6 yhtiöllä ja huononi yhdellä. Omavaraisuusaste, % laski 6 yhtiöllä ja 1 yhtiöllä pysyi samana.

Keskiarvomuutosprosentit siirryttäessä suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä IFRS-standardeihin perusteellisuuden alalla:

- Tilikauden tulos kasvoi keskimäärin 26,4 %
- Oma pääoma laski keskimäärin 8 %
- Oman pääoman tuotto-% kasvoi keskimäärin 32,6 %
- Omavaraisuusaste, % laski keskimäärin 9,4 %

Tilikauden tuloksen keskimääräisessä muutosprosentissa on mukana vain 6 yhtiötä. M-real Oyj:n tilikauden muutosprosenttia ei ole laskettu, koska se kasvoi IFRS -muutosten vaikutuksesta tappiollisesta positiiviseksi. M-real Oyj:n tilikauden 2004 FAS:n

mukainen tilikauden tulos on tappiollinen 15,3 miljoonaa euroa ja IFRS:n mukainen tilikauden tulos tilikaudelta 2004 on voitollinen 48 miljoonaa euroa.

5.2.3 Teollisuustuotteet ja -palvelut

Helsingin pörssiin on 1.7.2006 teollisuustuotteiden ja -palveluiden alalle listautunut 27 yhtiötä. Näistä karsittiin 3 yhtiötä pois Cargotec Oyj, Efore Oyj sekä Kone Oyj. Kone Oyj jakautui 1.6.2005 kahdeksi yhtiöksi, Cargotec Oyj:ksi ja Kone Oyj:ksi. Näiden yhtiöiden vertailutiedot tilikaudelta 2004 ovat pro forma tietoja eli kuin ne olisivat olleet kaksi eri yhtiötä vuonna 2004, vaikka ne olivat samaa yhtiötä. Efore Oyj karsittiin tutkimuksesta pois sen poikkeavan tilikauden takia, se siirtyi IFRS-standardeihin vasta 1.11.2005. 24 yhtiöstä tilikauden tulos parani 18 yhtiöllä, pysyi saman 2 yhtiöllä ja huononi 4 yhtiöllä. Oma pääoma nousi 12 yhtiöllä, laski 11 yhtiöllä ja pysyi muuttumattomana 1 yhtiöllä. Oman pääoman tuotto-% parani 16 yhtiöllä, pysyi samana 3 yhtiöllä ja laski 5 yhtiöllä. Omavaraisuusaste, % nousi 7 yhtiöllä, pysyi samana 4 yhtiöllä ja laski 13 yhtiöllä.

Keskiarvomuutosprosentit siirryttäessä suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä IFRS-standardeihin teollisuustuotteiden ja -palveluiden alalla:

- Tilikauden tulos kasvoi keskimäärin 25,3 %
- Oma pääoma kasvoi keskimäärin 0,8 %
- Oman pääoman tuotto-% kasvoi keskimäärin 21,2 %
- Omavaraisuusaste, % laski keskimäärin 3,7 %

5.2.4 Kulutustavarat ja -palvelut

Helsingin pörssiin on 1.7.2006 listautunut kulutustavaroiden ja -palveluiden alalle 14 yhtiötä, joista karsittiin 2 yhtiötä pois. Amer Sports Oyj siirtyi aiemmin IFRS-standardeihin ja Viking Line Abp:llä on poikkeava tilikausi eikä FAS:n ja IFRS:n välisiä vertailutietoja ole vielä julkaistu. 12 yhtiöstä kaikilla 12 yhtiöllä tilikauden tulos parani. Oma pääoma nousi 7 yhtiöllä ja laski 5 yhtiöllä. Oman pääoman tuotto-% parani

9 yhtiöllä, huononi 1 yhtiöllä ja 2 yhtiötä ei ilmoittanut tilinpäätöksessään oman pääoman tuotto-%:a. Omavaraisuusaste, % laski 9 yhtiöllä ja nousi 3 yhtiöllä.

Keskiarvomuutosprosentit siirryttäessä suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä IFRS-standardeihin kulutustavaroiden ja –palveluiden alalla:

- Tilikauden tulos kasvoi keskimäärin 26,1 %
- Oma pääoma laski keskimäärin 0,2 %
- Oman pääoman tuotto-% kasvoi keskimäärin 22,7 %
- Omavaraisuusaste, % laski keskimäärin 3,1 %

5.2.5 Päivittäistavarat

Helsingin pörssiin on 1.7.2006 listautunut päivittäistavaroiden alalle 7 yhtiötä. Tilikauden tulos kasvoi kaikilla 7 yhtiöllä siirryttäessä suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä IFRS-standardeihin. Oma pääoma nousi 5 yhtiöllä ja laski 2 yhtiöllä. Oman pääoman tuotto-% kasvoi kaikilla 7 yhtiöllä. Omavaraisuusaste, % laski 6 yhtiöllä ja nousi yhdellä.

Keskiarvomuutosprosentit siirryttäessä suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä IFRS-standardeihin päivittäistavaroiden alalla:

- Tilikauden tulos kasvoi keskimäärin 45,7 %
- Oma pääoma kasvoi keskimäärin 2,9 %
- Oman pääoman tuotto-% kasvoi keskimäärin 47,8 %
- Omavaraisuusaste, % laski keskimäärin 1,3 %

5.2.6 Terveysthuolto

Helsingin pörssiin on 1.7.2006 listautunut terveydenhuoltoalalle 2 yhtiötä, Oriola Oyj sekä Orion Oyj. Oriola Oyj irtaantui Orion Oyj:stä ja listautui pörssiin itsenäisenä yrityksenä 1.7.2006. Terveysthuoltoalalta on vertailutiedot FAS:n ja IFRS:n väliltä näin ollen vain Orion Oyj:ltä.

- Orion Oyj:n tilikauden tulos kasvoi 7,8 %
- Orion Oyj:n oma pääoma kasvoi 6,1 %
- Orion Oyj:n oman pääoman tuotto-% laski 5 %
- Orion Oyj:n omavaraisuusaste, % nousi 2,8 %

5.2.7 Rahoitus

Helsingin pörssiin on 1.7.2006 listautunut rahoituslalle 16 yhtiötä, joista 2 karsitaan pois tutkimuksesta. Nordea Bank AB:llä ja OMX AB:llä on ollut Ruotsin kirjanpitolain mukaiset tilinpäätökset ennen niiden siirtymistä 1.1.2005 IFRS-standardeihin. 14 yhtiöstä tilikauden tulos nousi 6 yhtiöllä ja laski 8 yhtiöllä. Oma pääoma nousi 11 yhtiöllä ja laski 3 yhtiöllä. Oman pääoman tuotto-% parani 6 yhtiöllä, laski 7 yhtiöllä ja yksi ei ilmoittanut oman pääoman tuotto-% tilinpäätöksessään. Omavaraisuusaste, % nousi 8 yhtiöllä, pysyi samana 2 yhtiöllä ja laski 4 yhtiöllä.

Keskiarvomuutosprosentit siirryttäessä suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä IFRS-standardeihin rahoituslalla:

- Tilikauden tulos laski keskimäärin 1,5 %
- Oma pääoma kasvoi keskimäärin 8,5 %
- Oman pääoman tuotto-% laski keskimäärin 8,6 %
- Omavaraisuusaste, % nousi keskimäärin 5 %

5.2.8 Informaatioteknologia

Helsingin pörssiin on 1.7.2006 listautunut informaatioteknologia-alalle 24 yhtiötä, joista 4 karsitaan tutkimuksesta pois. Elcoteq SE, Nokia Oyj ja SSH Oyj ovat siirtyneet kansainväliseen tilinpäätöskäytäntöön jo aiemmin. AffectoGenimap Oyj:ltä ei ollut saatavissa yhtiön www-sivuilta FAS:n mukaisia vertailutietoja tilikaudelta 2004, ainoastaan IFRS:n mukaiset. AffectoGenimap on listautunut Helsingin pörssiin 27.5.2005. 20 yhtiöstä tilikauden tulos kasvoi 17 yhtiöllä ja laski 3 yhtiöllä. Oma pääoma nousi 11 yhtiöllä, laski 8 yhtiöllä ja 1 yhtiöllä pysyi muuttumattomana. Oman

pääoman tuotto-% kasvoi 17 yhtiöllä ja laski 3 yhtiöllä. Omavaraisuusaste, % nousi 10 yhtiöllä, laski 7 yhtiöllä ja 3 yhtiöllä pysyi muuttumattomana.

Keskiarvomuutosprosentit siirryttäessä suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä IFRS-standardeihin informaatioteknologia-alalla:

- Tilikauden tulos kasvoi keskimäärin 42,3 %
- Oma pääoma kasvoi keskimäärin 3,8 %
- Oman pääoman tuotto-% kasvoi keskimäärin 34,8 %
- Omavaraisuusaste, % nousi keskimäärin 2,5 %

Tilikauden tuloksen ja oman pääoman tuotto-%:n keskimääräisessä muutosprosentissa on otettu huomioon vain 19 yhtiötä, koska Salcomp Oyj:n tilikauden tulos ja oman pääoman tuotto-% kääntyivät negatiivisista positiivisiksi siirryttäessä FAS:sta IFRS:ään. Salcomp Oyj:n FAS:n mukainen tilikauden tulos tilikaudelta 2004 on tappiollinen 8,8 miljoonaa euroa ja IFRS:n mukainen tilikauden tulos on voitollinen 0,2 miljoonaa euroa. FAS:n mukaisen tilinpäätöskäytännön mukainen oman pääoman tuotto-% on negatiivinen 56,6 % ja kansainvälisen tilinpäätöskäytännön mukaisesti laskettu oman pääoman tuotto-% on positiivinen 1 %:n verran tilikaudelta 2004.

5.2.9 Tietoliikennepalvelut

Helsingin pörssiin on 1.7.2006 listautunut tietoliikennepalveluiden alalle 2 yhtiötä, joista toinen eli TeliaSonera AB karsitaan tutkimuksesta pois, koska se on siirtynyt jo aiemmin kansainväliseen tilinpäätöskäytäntöön. Tietoliikennepalveluiden alalta on vertailutiedot FAS:n ja IFRS:n väliltä tilikaudelta 2004 näin ollen vain Elisa Oyj:ltä.

- Elisa Oyj:n tilikauden tulos kasvoi 42,1 %
- Elisa Oyj:n oma pääoma kasvoi 7,5 %
- Elisa Oyj:n oman pääoman tuotto-% kasvoi 40,1 %
- Elisa Oyj:n omavaraisuusaste, % laski 3,5 %

5.2.10 Yhdyskuntapalvelut

Helsingin pörssiin on 1.7.2006 listautunut yhdyskuntapalveluiden alalle 2 yhtiötä, Fortum Oyj sekä Fortum Espoo Oyj eli entinen E. ON Finland Oyj (27.6.2006 asti). Fortum Oyj:n tilikauden tulos kasvoi ja Forum Espoo Oyj:n tilikauden tulos puolestaan laski. Fortum Oyj:n oma pääoma pysyi muuttumattomana ja Fortum Espoo Oyj:n oma pääoma kasvoi. Fortum Oyj:n oman pääoman tuotto-% kasvoi ja Fortum Espoo Oyj:n laski. Molempien yhtiöiden omavaraisuusaste, % laski.

Keskiarvomuutosprosentit siirryttäessä suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä IFRS-standardeihin yhdyskuntapalveluiden alalla:

- Tilikauden tulos laski keskimäärin 7,2 %
- Oma pääoma kasvoi keskimäärin 0,7 %
- Oman pääoman tuotto-% laski keskimäärin 7,9 %
- Omavaraisuusaste, % laski keskimäärin 7,4 %

5.3 Tutkimusaineiston tulosten yhteenveto sekä vertailuryhmän tulokset

5.3.1 Yhtiöt joiden IFRS-standardeihin siirtymispäivä oli 1.1.2004

Tutkimuksessa verrataan siis tilikauden tuloksen, oman pääoman suuruuden, oman pääoman tuotto-%:n ja omavavaraisuusaste, %:n muutoksia siirryttäessä suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä kansainväliseen tilinpäätöskäytäntöön tilikauden 2004 tietojen perusteella. Tutkimuksessa on mukana 88 yhtiötä 107:stä Helsingin pörssin päälistalle listatusta yhtiöstä. Edellä käytiin muutokset läpi toimialakohtaisesti. Seuraavassa on kooste kaikkien tutkimuksessa mukana olleiden yhtiöiden muutoksista.

Tilikauden tulos:

- Tilikauden tulos kasvoi 70 yhtiöllä

- Tilikauden tulos laski 16 yhtiöllä
- Tilikauden tulos pysyi muuttumattomana 2 yhtiöllä
- Tilikauden tulos nousi keskimäärin 25,8 %

Oma pääoma:

- Oma pääoma kasvoi 51 yhtiöllä
- Oma pääoma laski 33 yhtiöllä
- Oma pääoma pysyi muuttumattomana 4 yhtiöllä
- Oma pääoma kasvoi keskimäärin 2,2 %

Oman pääoman tuotto-%:

- Oman pääoman tuotto-% kasvoi 63 yhtiöllä
- Oman pääoman tuotto-% laski 19 yhtiöllä
- Oman pääoman tuotto-% pysyi muuttumattomana 3 yhtiöllä
- 3 yhtiötä ei ilmoittanut oman pääoman tuotto-%:a tilinpäätöstiedoissaan
- Oman pääoman tuotto-% nousi keskimäärin 22,2 %

Omavaraisuusaste, %:

- Omavaraisuusaste, % nousi 30 yhtiöllä
- Omavaraisuusaste, % laski 48 yhtiöllä
- Omavaraisuusaste, % pysyi muuttumattomana 10 yhtiöllä
- Omavaraisuusaste, % laski keskimäärin 1,1 %

5.3.2 Yhtiöt joiden IFRS-standardeihin siirtymispäivä oli 1.1.2003

Varsinaisen tutkimusotoksen eli 1.1.2004 IFRS-standardeihin siirtyneiden päälistan yhtiöiden vertailuotokseksi otettiin vuotta aiemmin IFRS-standardeihin siirtyneet päälistan yhtiöt eli 1.1.2003 siirtyneet. Tämä siksi, että tutkimukseen saataisiin ajallista perspektiiviä. Näitä 1.1.2003 siirtyneitä päälistan yhtiöitä on 6 kappaletta: Amer Sports

Oyj, Elcoteq SE, Kemira Oyj, Outokumpu Oyj, SSH Oyj sekä UPM-Kymmene Oyj. Seuraavassa on esitetty näiden 6 yhtiön muutokset, kun ne siirtyivät suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä kansainväliseen tilinpäätöskäytäntöön. Tilikauden tulos nousi 3 yhtiöllä ja laski 3 yhtiöllä. Oma pääoma nousi 2 yhtiöllä ja laski 4 yhtiöllä. Oman pääoman tuotto-% nousi 3 yhtiöllä, laski 1 yhtiöllä ja 2 yhtiöllä pysyi muuttumattomana. Omavaraisuusaste, % nousi 1 yhtiöllä, laski 4 yhtiöllä ja 1 yhtiöllä pysyi muuttumattomana.

- Tilikauden tulos nousi keskimäärin 5 %
- Oma pääoma laski keskimäärin 1,4 %
- Oman pääoman tuotto-% nousi keskimäärin 8,9%
- Omavaraisuusaste, % laski keskimäärin 3,7 %

5.4 Tilinpäätöskäytännön muutoksen vaikutukset keskiarvoyrityksen lisäarvomallin avulla laskettuun arvoon

5.4.1 Taustamuuttujat ja -oletukset

Tutkimusotoksen perusteella 1.1.2004 suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä IFRS-standardeihin siirtyneiden yhtiöiden tilikauden tulos kasvoi keskimäärin 25,8 % ja oma pääoma kasvoi keskimäärin 2,2 %. Näillä muutoksilla on oleellista merkitystä, kun lasketaan yhtiön arvoa lisäarvomallin avulla. Tämän jälkeen tutkitaankin näiden muutosten vaikutusta yhtiön arvoon, jos yhtiön arvo määritetään lisäarvomallin avulla. Koska arvonmäärittäessä lisäarvomallin avulla tarvitaan monenlaisia muuttujia, seuraa tästä, että joudutaan tekemään oletuksia yhtiöstä ja markkinoista. Oletusten tekemisessä pyritään siihen, että ne ovat mahdollisimman realistisia. Seuraavaksi käydään läpi tehdyt taustaoletukset, jotka ovat FAS -lukujen mukaisen arvonmäärittäksen taustalla. IFRS -lukujen perusteella tehtäessä arvonmäärittäystä nämä taustamuuttujat ja -oletukset pysyvät muuten samoina, mutta IFRS -lukujen perusteella tehtävässä arvonmäärittäksessä tulos on 25,8 % ja oma pääoma 2,2 % suurempi kuin FAS -lukujen perusteella tehtävässä arvonmäärittäksessä. Näiden muutosten seurauksena myös oman pääoman tuotto-% kasvaa.

Yhtiön oman pääoman arvo on 100 miljoonaa euroa. Oman pääoman tuotto-% (ROE) on 10 %. Tilikauden tulos on 10 miljoonaa euroa ($100 \text{ milj. €} \times 0,10 = 10 \text{ milj. €}$). Osakkeiden lukumäärä on 10 miljoonaa kappaletta eli oman pääoman kirja-arvo osaketta kohden on $10 \text{ €} / \text{osake}$. Yhtiön osingonjakosuhte on 50 %, suuri osa suomalaisista pörssiyrityksistä ilmoittaa jakavansa tai pyrkivänsä jakamaan voitoista puolet pois osinkoina. Yhtiön riski on markkinoiden keskiarvoriski eli $\beta = 1$. Markkinoiden riskipremio on 4,6 % eli keskimäärin toteutunut, historiallinen riskipremio Suomessa viimeisen vajaan 30 vuoden ajalta (Kallunki & Niemelä 2004, 138). Riskittömän sijoituksen korko on arvonmäärittäytshetkellä 31.12.2004 3,7 % eli valtion 10 vuoden obligaation korko 31.12.2004

<http://www.suomenpankki.fi/fin/5_tilastot/5.2_Tilastojulkaisut/index.asp?page=korot2.stm>.

5.4.2 Arvonmäärittäminen FAS -lukujen perusteella

Lisäarvomallin mukaan osakkeen arvo P_0 muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta BV_0 ja tulevista lisävoitoista ae_t sivulla 35 esitetyn kaavan 8 mukaisesti.

$$(Kaava 8) \quad P_0 = BV_0 + \frac{ae_1}{1+r} + \frac{ae_2}{(1+r)^2} + \frac{ae_3}{(1+r)^3} + \frac{ae_4}{(1+r)^4} + \dots$$

Diskonttaustekijä r on oman pääoman tuottovaatimus. Yrityksen tuottama lisävoitto ae on ennustetun/arvioitun voiton ja sijoittajien vaatiman voiton erotus. Lisävoitto mittaa kuinka paljon yritys pystyy tekemään voittoa sijoittajien tuottovaatimusta enemmän. (Kallunki & Niemelä 2004, 119)

$$BV_0 = 10 \text{ €} / \text{osake}$$

r saadaan CAPM-mallista, joka on esitetty sivulla 47 (kaava 10).

$$(Kaava 10) \quad r = R_f + \beta_1(R_m - R_f), \text{ kun}$$

$$R_f = 3,7\%, \text{ valtion 10 vuoden obligaation tuotto 31.12.2004}$$

$(R_m - R_f) = 4,6\%$, markkinoiden keskimääräinen riskipremio viimeisen vajaan 30 vuoden ajalta Suomessa

$\beta_1 = 1$, yrityksen riski on keskimääräisen markkinariskin tasolla

niin $r = 8,3\%$

ae on arvioitun voiton ja sijoittajien vaatiman voiton erotus. Arvioitu voitto saadaan laskemalla oman pääoman tuotto-% omasta pääomasta (100 milj.€ x 0,10 = 10 milj. €). Sijoittajien vaatima voitto saadaan laskemalla oman pääoman tuottovaatimus omasta pääomasta (100 milj. € x 0,083 = 8,3 milj. €). $ae = 1,7$ milj. € (10 milj. € - 8,3 milj. € = 1,7 milj. €). $ae = 0,17$ € / osake.

Yrityksen odotettu vuotuinen kasvu-% g , myös siis lisävoittojen vuotuinen kasvu-%, saadaan kaavalla 14 (Ross ym. 2005, 117-118).

(Kaava 14) $g = \text{osingonjakosuhte} \times \text{ROE}$

Osingonjakosuhte = 50 %

ROE = 10 %

$g = 0,5 \times 0,10 = 0,05 = 5 \%$

$$P_0 = BV_0 + \frac{ae}{r - g} = 10 + \frac{0,17}{0,083 - 0,05} = 15,20 \text{ € / osake}$$

5.4.3 Arvonmääritys IFRS -lukujen perusteella

IFRS-standardeihin siirryttäessä yhtiöiden omat pääomat kasvoivat keskimäärin 2,2 %, joten nyt esimerkkiyrityksen oman pääoman kirja-arvo on 102,2 milj. € (100 milj. € x 1,022 = 102,2 milj. €). Omaksi pääomaksi osaketta kohden tulee nyt siis 10,22 € / osake. Tilikausien tulokset kasvoivat IFRS-standardeihin siirryttäessä keskimäärin 25,8 %. Näin esimerkkiyrityksen tilikauden tulokseksi saadaan 12 580 000 € (10 milj. € x 1,258 = 12 580 000 €). Oman pääoman ja tilikauden erilaisten prosentuaalisten muutosten seurauksena myös oman pääoman tuotto-% (ROE) muuttuu. ROE = Tilikauden tulos / OPO = 12 580 000 € / 102 200 000 € = 0,123 = 12,3 %.

$$BV_0 = 10,22 \text{ € / osake}$$

$$r = 8,3 \%$$

$$ae = 12\,580\,000 \text{ €} - 8\,300\,000 \text{ €} = 4\,280\,000 \approx 0,43 \text{ € / osake}$$

$$g = \text{osingonjakosuhde} \times \text{ROE} = 0,5 \times 0,123 = 0,0615 = 6,15 \%$$

$$P_0 = BV_0 + \frac{ae}{r - g} = 10,22 + \frac{0,43}{0,083 - 0,0615} = 30,22 \text{ € / osake}$$

6 TUTKIMUSTULOSTEN ANALYSOINTI

6.1 Tutkimuksen tulokset

6.1.1 Tutkimuksen kohderyhmä

Tutkimuksessa tutkittiin taloudellisten tunnuslukujen muutoksia siirryttäessä suomalaisesta tilinpäätöskäytännöstä IFRS-standardeihin pörssin päälistan yhtiöissä. Viime vuosina suomalainen tilinpäätöskäytäntö on kansainvälistynyt ja irrottautunut Martti Saarion meno-tulo-teoriasta. Se on vuodesta 1997 perustunut Euroopan yhteisön tilinpäätösdirektiiveihin. Siirtyminen IFRS-standardeihin on kuitenkin suuri muutos teoreettisella ja käytännön tasolla. Tutkimus keskittyi tutkimaan muutoksia käytännössä kvantitatiivisen aineiston avulla eli millä tavoin tilinpäätöskäytännön muuttuminen vaikuttaa yhtiöiden tilinpäätöksiin lukuihin. Yhtiöiden sidosryhmät ja varsinkin sijoittajat tekevät päätöksiä tilinpäätöksen taloudellisen informaation perusteella. Jopa yksittäisten tunnuslukujen arvot saattavat vaikuttaa merkittävästi sijoittajien tekemiin sijoituspäätöksiin. Analytiikot ja sijoitusneuvojat käyttävät osakkeiden arvostamistason arviointiin usein erilaisia arvonmäärittämissä. Muutokset tuloslaskelmassa ja taseessa vaikuttavat olennaisesti tilinpäätösperusteisiin arvonmäärittämissä.

Varsinaiseen tutkimusotokseen kuului 88 Helsingin pörssin päälistan yhtiötä. Sen lisäksi, ajallisen perspektiivin saamiseksi, otettiin vertailuryhmäksi 6 yhtiötä, jotka olivat siirtyneet vuotta aiemmin IFRS-standardeihin. Varsinaisen tutkimusotoksen yhtiöiden IFRS-standardeihin siirtymispäivä oli 1.1.2004 eli tutkimuksen tilinpäätösaineisto on tilikaudelta 1.1.2004-31.12.2004. Vertailuryhmän IFRS-standardeihin siirtymispäivä oli 1.1.2003 eli vertailuryhmän tilinpäätösaineisto on tilikaudelta 1.1.2003-31.12.2003.

6.1.2 Tilikauden tuloksen muutokset

Tutkimus osoitti tilikauden tuloksen olevan suurempi IFRS-standardien mukaan laaditussa tuloslaskelmassa kuin suomalaisen tilinpäätöskäytännön mukaisessa tuloslaskelmassa. Tutkituista 88 yhtiöstä 70 yhtiöllä tilikauden tulos oli IFRS-standardien mukaan suurempi. Keskimäärin tilikauden tulokset olivat 25,8 % suurempia IFRS:n mukaisessa tuloslaskelmassa. Tilikauden tuloksen tulkitseminen on helppoa, mitä suurempi sen parempi. Toki tuloslaskelma sisältää paljon harkinnanvaraisia eriä ja analyytikot oikovat näitä eriä, jotta tilikauden tulos kertoisi enemmän yhtiön liiketoiminnan tuloksellisuudesta. Tilikauden tulos ei myöskään ole suoraan vertailukelpoinen eri yhtiöiden välillä. On kuitenkin selvää, jos yhtiö tekee jatkuvasti suuria tilikauden tuloksia, on se parempi kuin se, että se tekisi pieniä saati tappiollisia tuloksia. Tilikauden voitollinen tulos kasvattaa yhtiön jakokelpoista omaa pääomaa, jota voidaan sitten jakaa osakkaille osinkoina. Mitä enemmän se kasvaa, sitä enemmän voidaan osinkoja jakaa tai vaihtoehtoisesti kasvattaa yhtiötä. Tämä on tietenkin osakkeenomistajien mielestä suotavaa. Tappiolliset tulokset puolestaan syövät omaa pääomaa eli omistajien varallisuutta eikä näin voi tietenkään kovin kauan jatkua. Korkeammat tilikauden tulokset tekevät yhtiön houkuttelevammaksi sijoittajien kannalta ja voivat siis nostaa yhtiön markkina-arvoa.

Tutkimuksessa havaittiin 2 yhtiön tilikauden tuloksen kääntyneen tappiollisesta voitolliseksi tilinpäätöskäytännön muuttuessa. M-real Oyj:n tilikauden 2004 FAS:n mukainen tilikauden tulos on tappiollinen 15,3 miljoonaa euroa ja IFRS:n mukainen tilikauden tulos tilikaudelta 2004 on voitollinen 48 miljoonaa euroa. Salcomp Oyj:n FAS:n mukainen tilikauden tulos tilikaudelta 2004 on tappiollinen 8,8 miljoonaa euroa ja IFRS:n mukainen tilikauden tulos on voitollinen 0,2 miljoonaa euroa. Tilikauden tulos kasvoi 7 toimialalla ja laski 2 toimialalla, rahoituksessa ja yhdyskuntapalveluissa. Myös vertailuryhmässä tilikauden keskimääräinen tulos kasvoi.

6.1.3 Oman pääoman muutokset

Tutkimus osoitti oman pääoman olevan suurempi IFRS-standardien mukaisessa taseessa kuin suomalaisen tilinpäätöskäytännön mukaisessa taseessa. 88 yhtiöstä 51 yhtiöllä oma

pääoma oli suurempi IFRS-standardien mukaisesti laaditussa taseessa. Keskimääräinen muutos ei kuitenkaan ollut kovin suuri. Keskimäärin oma pääoma oli 2,2 % suurempi IFRS-standardien mukaan kuin FAS:n mukaan laaditussa taseessa. Oma pääoma kasvoi 7 toimialalla ja laski 2 toimialalla, perusteellisuudessa sekä kulutustavaroissa ja – palveluissa. Myös vertailuryhmässä oma pääoma laski.

Omaa pääomaa ovat osakkailta saadut varat sekä jakamattomat voittovarot. Oma pääoma jaetaan sidottuun ja vapaaseen omaan pääomaan. Yhtiö voi jakaa osinkoa ainoastaan vapaista omista pääomista, jotka muodostuvat tilikauden sekä aikaisempien tilikausien voitoista. (Saario 2001, 295) Oma pääoma on karkeasti ottaen yhtiön varojen ja velkojen erotus eli yhtiön kirja-arvo. Oman pääoman kasvu on siis yhtiön omistajien kannalta suotavaa ja sen kasvu teoriassa kasvattaa omistajien varallisuutta. Markkina-arvoon vaikuttavat niin monet asiat, ettei voida sanoa oman pääoman kasvattavan suoraan yhtiön markkina-arvoa.

6.1.4 Oman pääoman tuotto-%:n muutokset

Oman pääoman tuotto-% kasvoi 85 yhtiöstä 63 yhtiöllä IFRS-standardien vaikutuksesta. Yhtiöistä 3 ei ilmoittanut oman pääoman tuotto-%:a tilinpäätöksissään eikä vuosikertomuksissaan. Keskimäärin oman pääoman tuotto-% nousi 22,2 % standardien muutoksen seurauksena. Oman pääoman tuotto-% nousi 6 toimialalla ja laski 3 toimialalla. Vertailuryhmässä oman pääoman tuotto-% nousi keskimäärin 8,9 %.

Sijoittajan näkökulmasta oman pääoman tuotto on tärkeä luku. Nyrkkisääntönä voidaan pitää, että ellei yhtiön oman pääoman tuotto ylitä tasoa 10-12 %, yhtiön omistusarvo ei kasva. Tämä luku saadaan kun riskittömän sijoituksen käypään korkoon (valtion obligaatioiden korko) lisätään sijoitusmarkkinoiden pitkän aikavälin riskilisä, joka on ollut 4-6 %. Pääsäännön mukaan sellaisten yhtiöiden osakkeita ei kannata omistaa, joissa oman pääoman tuotto jää jatkuvasti alle 10-12 %. Jos halutaan vaurastua pörssimarkkinoilla, omistusten pääosa pitää sijoittaa korkean oman pääoman tuoton yhtiöihin. Ongelmana on se, että myös kaikki muut haluavat omistaa näitä yhtiöitä, jolloin niiden osakkeista maksetaan jatkuvasti korkeaa hintaa. (Saario 2001, 95-96) Tästä voidaan päätellä oman pääoman tuotto-%:lla olevan suora vaikutus yhtiöiden

markkina-arvoihin ainakin pitkällä aikavälillä, vaikka markkina-arvoihin vaikuttavat monet tekijät.

6.1.5 Omavaraisuusasteen muutokset

Omavaraisuusaste, % laski 48 yhtiöllä 88 yhtiöstä ja keskimääräistä laskua kertyi 1,1 %:a IFRS-standardeihin siirryttäessä. Omavaraisuusaste, % laski 6 toimialalla ja nousi 3 toimialalla. Vertailuryhmässä laskua oli keskimäärin 3,7 %.

Omavaraisuusaste ilmaisee yrityksen omien varojen osuuden kaikista yrityksen käytössä olevista pääomista. Korkea omavaraisuusaste on rikkaan yrityksen tunnusmerkki. Toisaalta liian korkeakin omavaraisuusaste voi olla ongelma. Omistajien saamaa tuottoa voi kasvattaa laajentamalla yhtiön liiketoimintaa ottamalla velkaa, jolle pitää maksaa vain korkoa. Jos liiketoiminta tuottaa paremmin kuin tämä korko, omistajien tuotot kasvavat. <http://www2.hs.fi/extrat/talous/mikatulos/ranking.jsp?id=8&vuosi=2005>. Omavaraisuusaste prosentista ei voi siis tulkita suoraan onko sen nousu tai lasku omistajien kannalta hyvä vai huono asia. Nousu pienentää yrityksen riskiä ja yritys selviytyy paremmin veloistaan, vastuistaan ja tappiollisista tilikausista. Toisaalta yritys voisi tuottaa omistajilleen enemmän nostamalla velkaisuuttaan, joka siis laskee omavaraisuusastetta. Yritystutkimusneuvottelukunta antaa omavaraisuusaste prosentista seuraavanlaisia ohjearvoja: yli 40 % hyvä, 20-40 % tyydyttävä ja alle 20 % heikko (Yritystutkimusneuvottelukunta 2002, 63). Siirtyminen IFRS-standardeihin näyttäisi laskevan omavaraisuusastetta, mutta ei voida sanoa onko muutoksen suunta sijoittajien kannalta hyvä vai huono asia. Se riippuu sijoittajan henkilökohtaisista ominaisuuksista, haluaako hän riskiä kasvattamalla koittaa hakea suurempia tuottoja vai haluaako hän pienentää riskiään. Tilinpäätöskäytännön muutoksesta johtuvat vaikutukset omavaraisuusasteeseen ovat joka tapauksessa kohtuullisen pieniä.

6.1.6 Keskiarvoyrityksen arvon muutokset lisäarvomallin mukaan

Lisäarvomallin avulla tehty arvonmäärittäminen keskiarvoyhtiölle osoitti yhtiön arvon kaksinkertaistuvan standardien muutoksen vaikutuksesta. Keskiarvoyrityksen osakkeen lisäarvomallin antama arvo suomalaisen tilinpäätöskäytännön antamien lukujen mukaan

oli 15,20 € ja IFRS-standardien mukaisten tilinpäätöslukujen mukaan 30,22 €. Ero on erittäin merkittävä. Lisäarvomallia pidetään teoreettisesti hyvänä arvonmääritysmallina ja empiiriset tutkimukset osoittavat sen olevan käytännössä toimiva arvonmääritysmalli. Vaikka arvonmäärityksessä jouduttiin tekemään oletuksia, olivat ne hyvin realistisia. Täytyy myös muistaa, että arvonmääritys tehtiin keskiarvomuutosten perusteella, joten tutkimusaineisto käsitti yhtiöitä, joiden tilinpäätöskäytännöstä johtuvat muutokset olivat huomattavasti suurempia. Esimerkkinä Okmetic Oyj:n tilikauden tulos, joka kasvoi 374 % ja Julius Tallberg-Kiinteistöt Oyj:n oma pääoma, joka kasvoi 49,3 %.

6.2 Tutkimuksen reliabiliteetti

Tutkimuksen reliabiliteetti on hyvä, koska tutkimusaineisto koostuu pörssin päälistan yhtiöiden tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista ja muista virallisista raporteista. Suomessa pörssiin listautuneiden yhtiöiden antamia julkaisuja ja raportteja voidaan pitää luotettavina. Tutkimuksen otoskoko on suuri suhteessa tutkittavaan perusjoukkoon. Tämän johdosta ei pääse syntymään sattumanvaraisia virheitä liian pienen otoskoon seurauksena. Tutkimusotos edustaa hyvin koko perusjoukkoa, joten tutkimustulokset eivät ole vinoutuneita kohderyhmän huonon valinnan seurauksena.

6.3 Tutkimuksen validiteetti

Tutkimuksessa oli tarkoitus tutkia yhtiöiden taloudellisten tunnuslukujen muutoksia IFRS-standardeihin siirryttäessä. Tilikauden tulos, oma pääoma, oman pääoman tuotto-% ja omavaraisuusaste ovat valideja mittareita yhtiön taloudellisten tunnuslukujen tutkimiseen. Keskeisiä asioita ovat liikeyrityksen kannattavuuden ja vakavaraisuuden arviointi (Saario 2001, 282-283). Tilikauden tulos ja oman pääoman tuotto-% ovat yleisesti käytettyjä kannattavuuden mittareita. Oman pääoman määrä ja sen suhde kaikkiin pääomiin kertoo yhtiön kannattavuudesta, tätä mitataan siis omavaraisuusasteella. Oman pääoman muutokset ovat keskeisessä asemassa tilinpäätöstietojen analysoimisessa ja omavaraisuusaste on yleisesti käytetty vakavaraisuuden mittari.

Muutoksista IFRS-standardeihin siirryttäessä on tietenkin järkevää käyttää tilinpäätösinformaatiota tilikaudelta, jolta on saatavissa molempien tilinpäätöskäytäntöjen mukaiset tilinpäätökset samalta yhtiöltä. Kun selkeästi suurin osa yrityksistä siirtyi samana vuonna IFRS-standardeihin, ei välttämättä voida vetää johtopäätöksiä olisivatko muutokset olleet saman suuntaisia erilaisessa talouden tilassa, koska myös tilikaudella 1.1.2003-31.12.2003 oli saman tyyppinen kansantaloudellinen noususuhdanne kuin tilikaudella 1.1.2004-31.12.2004.

7 JOHTOPÄÄTÖKSET

7.1 Tutkimuksen johtopäätökset

Tutkimus osoittaa siirtymisen IFRS-standardeihin nostavan sijoittajia kiinnostavia tilinpäätöslukuja ja näin ollen nostavan yhtiöiden arvoja, jos oletetaan sijoittajien arvioivan sijoituspäätöksensä tilikauden tuloksen, oman pääoman tuotto-%:n tai lisäarvomallin avulla. Täytyy kuitenkin muistaa, että muutokset johtuvat tilinpäätöskäytännön muutoksesta, ei yhtiössä tai taloudessa tapahtuneista muutoksista. Tilinpäätösluvut ovat samalta tilikaudelta. Tilikauden tapahtumat on vain käsitelty ja arvostettu eri tavalla. IFRS-standardeihin siirtyneet yhtiöt saavat etua sijoittajien silmissä verrattuna yhtiöihin, jotka laativat tilinpäätöksensä suomalaisen tilinpäätöskäytännön mukaan. Tämä siksi, että sijoittajan on hankala tulkita johtuuko esimerkiksi korkeampi oman pääoman tuotto eri tilinpäätöskäytännöstä vai yhtiön toiminnasta. Sijoittajilla on muitakin sijoitusvaihtoehtoja, kuin yhtiöiden osakkeet kuten esimerkiksi kiinteistöinvestitukset. Sijoittajat arvioivat eri sijoitusvaihtoehtoja valitessaan tuoton ja riskin suhdetta. Pörssiyritykset näyttävät nyt muutoksen jälkeen korkeampia tuottoja ja näyttävät näin sijoittajien kannalta suhteellisesti paremmilta sijoituskohteilta kuin ennen standardien muutosta. Tulee muistaa, että tilikausi on keinotekoinen jakso, jolla katkaistaan totaali- tai vuosittainen taloudellisen informaation antamiseksi. Tilinpäätös sisältää paljon erilaisia jaksotus- ja arvostus sääntöjä, jolloin eri tilinpäätöskäytännöt antavat erilaisen kuvan yhtiön taloudellisesta toiminnasta. Tilinpäätös sisältää myös paljon harkinnanvaraisia eriä, joita tilinpäätöksen laatija tekee. Totaalikauden tulos on kuitenkin aina sama tilinpäätöskäytännöistä ja harkinnanvaraisista ratkaisuista riippumatta.

Nyt pohdittavaksi jää, onko suomalainen tilinpäätöskäytäntö aliarvioinut yhtiöiden taloudellisen toiminnan kannattavuutta vai yliarvioivatko IFRS-standardit sitä. Siirtymävuosien aikana on Suomessa ollut nousukausi eli yhtiöillä ja yleisesti koko taloudella on mennyt hyvin. Jääkin nähtäväksi antaako IFRS-standardit puolestaan heikompia tuloksia laskukauden aikana kuin FAS. IFRS-standardit perustuvat käypien

arvojen käyttöön ja käyvät arvot yleisesti ottaen nousevat, kun taloudella menee hyvin ja laskevat, kun taloudella menee huonosti. Tulevaisuudessa olisikin hyvä tutkia parantaako IFRS-standardeihin siirtyminen keskimäärin yhtiöiden taloudellisia tunnuslukuja. Tällöin tulee sijoittajien ottaa huomioon minkä standardien mukaan tilinpäätös on laadittu, jos sijoittaja sijoittaa listaamattomiin yhtiöihin tai sijoitusvaihtoehtoissa on listattuja ja listaamattomia yhtiöitä. Muutaman vuoden päästä, esimerkiksi viiden vuoden, olisi mielenkiintoista tutkia suomalaisen tilinpäätöskäytännön ja kansainvälisen tilinpäätöskäytännön perusteella tehtyjä arvonmäärityksiä ja verrata niiden avulla saatuja arvoja todellisiin markkina-arvoihin. Näin voitaisiin vertailla tilinpäätöskäytäntöjen paremmuutta ennustaa yritysten markkina-arvojen kehitystä.

7.2 Yhteenveto

Pörssin päälistan yhtiöiden, jotka siirtyivät IFRS-standardeihin 1.1.2003 ja 1.1.2004, taloudelliset tunnusluvut nousivat huomattavan paljon tilinpäätöskäytännön muuttumisesta johtuen. Kannattavuudesta kertovat tunnusluvut, tilikauden tulos ja oman pääoman tuotto-%, nousivat erittäin paljon. Yhtiön varakkuudesta kertovista tunnusluvuista oma pääoma nousi hieman ja omavaraisuusaste laski hieman.

Keskimääräisten muutosten perusteella tehty arvonmääritys lisäarvomallin avulla antoi IFRS-standardien mukaisten lukujen perusteella noin kaksinkertaisen arvon verrattuna suomalaiseen tilinpäätöskäytäntöön perustuviin lukuihin.

Oman pääoman tuotto-%, jota voidaan pitää perustellusti omistajien kannalta tärkeimpänä yksittäisenä tunnuslukuna omistajien varallisuuden kartuttamisen kannalta, nousi keskimäärin tutkimusotoksessa 22,2 %. Vertailuryhmässä eli vuotta aiemmin IFRS-standardeihin siirtyneissä yhtiöissä nousua oli keskimäärin 8,9 % tilinpäätöskäytännön muuttumisesta johtuen.

LÄHDELUETTELO

Teokset:

- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C & Allen Franklin 2006. *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Copeland, Tom, Koller, Tim & Murrin, Jack 2000. *Valuation : measuring and managin the value of companies*. New York: John Wiley & Sons.
- Kallunki, Juha-Pekka, Kytönen, Erkki & Martikainen, Teppo 1999. *Uusi tilinpäätösanalyysi*. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Kallunki, Juha-Pekka & Niemelä, Jaakko 2004. *Uusi yrityksen arvonmäärittäminen*. Helsinki: Talentum.
- Leppiniemi, Jarmo & Leppiniemi, Raili 2000. *Tilinpäätöksen tulkinta*. Porvoo: WSOY.
- Leppiniemi, Jarmo 2003. *IFRS – Johdon käsikirja*. Juva: WSOY.
- Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi 2002. *Yritysrahoitus*. Helsinki: Edita.
- Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi 2003. *Tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Edita.
- Palepu, Khrisna G., Bernard, Victor L. & Healy, Paul M. 1996. *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*. Cincinnati: South-Western Publishing.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey F. 2005. *Corporate Finance international edition*. Singapore: McGraw-Hill.
- Räty, Päivi & Virkkunen, Virpi 2004. *Kansainvälinen tilinpäätöskäytäntö – IAS -raportointi*. Porvoo: WSOY.
- Saario, Seppo 2001. *Miten sijoitan pörssiosakkeisiin*. Juva: WSOY.
- Troberg, Pontus 2003. *IAS ja kansainvälinen tilinpäätös*. Helsinki: Talentum.
- Yritystutkimusneuvottelulunta 2002. *Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Gaudeamus.
- White, Gerald I., Ashwinpaul, Sondhi C. & Fried Dov 2003. *The analysis and use of financial statements*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Wild, John J., Subramanyam, K. R. & Halsey, Robert F. 2003. *Financial statement analysis international edition*. Singapore: McGraw-Hill.

Opinnäytteet:

Ward, Daniel 2005. *Suomalaisten osakeanalyttikoiden ja salkunhoitajien käyttämät arvonmäärittämenetelmät*. Helsingin kauppakorkeakoulu. Pro gradu -tutkielma.

Artikkelit tieteellisissä aikakauslehdissä:

Penman, Stephen H. & Sougiannis, Theodore. *A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation*. Contemporary Accounting Research, Fall98, Vol. 15 Issue 3, p343-383.

Penman, Stephen H., Lundholm, Russell J. & O'Keefe, Terrence B.. *On Comparing Cash Flow and Accrual Accounting Models for Use in Equity Valuation: A Response to Lundholm and O'Keefe (CAR, Summer 2001)*. Contemporary Accounting Research, Winter2001, Vol. 18 Issue 4, p681-696.

Muut julkaisut:

KPMG 2005. *IFRSview*.

KPMG 2005. *On the Threshold of IFRS*.

PriceWaterHouseCoopers 2006. *IFRS: The European investors` view*.

Pörssisäätiö 2005. *IFRS –opas*.

WWW-sivut:

Finlex www-sivusto. <<http://www.finlex.fi>> 14.3.2006.

Tuokko, Yrjö 2004. <<http://www.tuokko.fi>> 18.2.2006.

Suomen Pankin www-sivusto. <<http://www.suomenpankki.fi>> 1.9.2006.