Henki-Fennia Oy:n arvon määrittäminen yhtiöstä julkistettujen tietojen perusteella

Jan Kangasmäki
77047
jan.kangasmaki@uta.fi

6.5.2008
Pro Gradu tutkielma

Kansantaloustiede
Prof. Matti Tuomala

TAMPEREEN YLIOPISTO
Taloustieteiden laitos
KANGASMÄKI JAN: Henki-Fennia Oy:n arvon määrittäminen yhtiöstä julkistettujen tietojen perusteella
Pro gradu -tutkielma, 107 s., 6 liites.
Kansantaloustiede
Toukokuu 2008

Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli määrittää Fennia-ryhmään kuuluvan Henki-Fennian emoyhtiön tuottoarvo käyttämällä hyväksi ainoastaan yhtiön tilinpäätöstietoja sekä yhtiöstä yleisesti julkaistua informaatiota. Tutkielman rajaaminen vain yhtiöstä julkistetun materiaalin käyttämisestä muodosti haasteita. Rajaukset olivat kuitenkin olennainen osa tutkimuksen päätarkoitusta, joka oli suorittaa yhtiön arvostaminen nimenomaisesti ulkopuolisen analysoijan näkökulmasta.

Tutkimuksessa tutustuttiin arvostettavaan kohteeseen ja sen toimintaympäristöön esitellen aluksi Henki-Fennian liiketoiminnan sisältöä, yhtiön kasvun ajureita sekä yhtiön asemaa toimialalla. Tämän jälkeen yhtiön tutkimusta syvennettiin analysoimalla arvonmääritykseen vaikuttavia tekijöitä sekä tutkimalla yhtiön terveydentilaa tunnuslukuanalyysillä. Tunnuslukuanalyysissä selvitettiin ensin tutkimukseen käyttökelpoiset tunnuslukuja sekä niiden ominaisuuksia. Analysoinnissa ongelmaksi ilmeni vertailtavien yritysten tunnuslukuinformaation puute lainsäädännön vaatimustason mataluuden vuoksi. Henki-Fennian maksuvalmiutta ja vakavaraisuutta ei tässä tutkimuksessa tutkittu tarkemmin, sillä Suomessa toimivien vakuutusyhtiöiden liiketoiminnan valvontatahojen toiminnan tehokkuuteen luotettiin.

Henki-Fennian arvostaminen suoritettiin soveltamalla substanssiarvomenetelmää sekä diskontattujen vapaiden kassavirtojen menetelmää (DFCF- menetelmä). Tutkimuksessa käytetyt menetelmät ovat yleisessä käytössä yritysten arvonmääritystilanteissa. DFCF-menetelmän käyttämisen yhteydessä luotiin neljä erilaista Henki-Fennian tulevaisuuden tuloksen muodostumisen ennusteskenaariota, joiden perusteella estimoitiin yhtiön mahdollisia arvoja. Henki-Fennian arvo vaihteli nollakasvua olettavan skenaarion 127 miljoonan euron ja yksinkertaistetun skenaarion 195 miljoonan euron välillä. Yhtiön todellisen arvon arvioitiin olevan skenaarion 1 (130milj.€) ja 2 (163 milj.€) välillä painottuen hieman enemmän skenaarion 1 puolelle. Henki-Fennian liiketoiminnalla todettiin myös olevan niin sanottua Goodwill- arvoa, sillä vuoden 2006 substanssiarvoksi saatiin 86 miljoonaa euroa. Yhtiön arvon todellinen muodostuminen riippuu luonnollisesti tulevaisuuden haasteiden ja uhkien toteutumisesta. Tulevaisuuden skenaarioiden luomisen yhteydessä huomattiin, että muuttujien välisten relaatioiden lisätutkimus olisi arvonmäärityksen lopputuloksen luotettavuuden parantamisen kannalta oleellista.

Tutkimuksen rajausten ja oletusten perusteella muodostetut arvostusmallit ovat yksinkertaistettuja, mutta saatavilla olevan informaation ja tutkielman rajausten perusteella saadut estimaatit ovat luotettavia. Tuloksia tarkastellessa on kuitenkin otettava huomioon, että yhtiön sisäisen tiedon sekä lisätutkimuksen merkitys voivat johtaa erilaisiin lopputuloksiin.

Tutkielman merkitys Henki-Fennialle muodostuu tehdystä taustatutkimuksesta, jonka myötä yhtiö voidaan ulkopuolisen analysoijan näkökulmasta arvostaa helpommin. Tutkielmassa tutkitut ja käytetyt arvostusmenetelmät tarjoavat vaihtoehtoisia menetelmiä jo aikaisemmin Henki-Fennian arvostamisessa käytettyjen

arvonmääritysmenetelmien rinnalle. Tutkielmassa esille nousseet, informaatiopuutteesta johtuneet ongelmat voivat toimia avaintekijöinä yhtiön tilinpäätöksen informatiivisuuden kehittämiselle, jotta tilinpäätöksen ulkopuolinen tutkija saisi selvemmän kuvan yhtiön liiketoiminnasta ja sen kehittymisestä.

Asiasanat: henkivakuutusyhtiön arvonmääritys, kassavirta-analyysi, arvonmääritys, henkivakuutusyhtiön arvo.

SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO ……...1

2 STRATEGINEN ANALYYSI……...3

2.1 Henki-Fennian esittely 3
2.1.1 Yhtiön syntyhistoria 3
2.1.2 Organisaatiorakenne 3
2.1.3 Osakeyhtiön ja keskinäisen yhtiön erovaisuuksia 4
2.1.4 Pystytäänkö vakuutusosakeyhtiötä ja keskinäistä vakuutusyhtiötä vertailemaan keskenään? 7
2.2 Henki-Fennian tuotteisto 8
2.2.1 Fennia-Säästö ja Fennia-Rahastosäästö 8
2.2.2 Fennia-Henkiturva ja Fennia-Ryhmähenkivakuutus 9
2.2.3 Fennia-Ryhmäeläke sekä Fennia-Eläke 9
2.2.4 Henki-Fennian tuotteiston jakelukanavat 10
2.3 Henki-Fennian eksogeeniset kasvun ajurit sekä Henki-Fennian mahdolliset tulevaisuuden haasteet 11
2.3.1 Valtion toimenpiteet 11
2.3.2 Talouden syklit (business cycles) 13
2.3.3 Mihin suuntaan talous on nykyään kehittymässä? 18
2.3.4 Uusien trendien ja ilmiöiden vaikutus 19
2.4 Henki-Fennian asema Suomen henkivakuutusmarkkinoilla 21

3 YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYKSEEN VAIKUTTAVIA TEKIJÖITÄ……23

3.1 Voimassa oleva lainsäädäntö 24
3.2 Arvonmäärittämishetki 25
3.3 Arvonmäärityksessä käytetty informaatio 25

4 TUNNUSLUKUJEN KÄYTTÖ HENKI-FENNIAN TILINPÄÄTÖSANALYYSISSÄ……..26

4.1 Tunnuslukujen tulkinta ja ryhmittely 27
4.2 Tunnuslukuanalyysissä huomioon otettavia seikkoja 29
4.3 Tunnuslukujen yleiset ohjearvot 31

5 HENKI-FENNIAN TUNNUSLUKUANALYYSI……31

5.1 Tunnuslukujen vertailukohdat 31
5.2 Henki-Fennian kannattavuus 33
5.2.1 Yleistä yrityksen pääomia tutkivista tunnusluvuista 33
5.2.2 Liiketoiminnan nettotulosprosentti 34
5.2.3 ROE 36
5.2.4 ROI 38
5.2.5 WACC ja koko pääoman tuottoprosentti 41
5.3 Henki-Fennian maksuvalmius 47
5.4 Henki-Fennian tehokkuus 47
5.4.1 Liikekustannussuhde kuormitustulosta 48
5.4.2 Pääoman kiertonopeus (capital turnover ratio) 49
5.5 Henki-Fennian vakavaraisuus 51
5.5.1 Vakavaraisuuspääoma suhteessa vastuuvelkaan 52
5.5.2 Toimintapääoman määrä 53

6 ARVONMÄÄRITYSMENETELMIÄ……...54
6.1 Markkinaperusteiset menetelmät 54
6.2 Kustannusperusteiset menetelmät 55
6.3 Tuottoperusteiset menetelmät 55
6.4 Modiglian & Millerin propositiot ja Henki-Fennian arvo Fennian arvo 57

7 TUTKIELMASSA KÄYTETYT ARVONMÄÄRITYSMENETELMÄT…….58
7.1 Substanssiarvo 58
7.2 Vapaan kassavirran analyysi 60
7.2.1 Yrityksen vapaiden kassavirtojen analyysi 60
7.2.2 Muuttaminen suoriteperusteisesta kassaperusteiseksi 64
7.2.3 Kassavirta-analyysin laadinnan informatiivisuus 66
7.2.4 Perusteluja DFCF-menetelmän valinnalle Henki-Fennian arvonmäärityksessä 66
7.2.5 Yhtiön Goodwill-arvo 67
7.3 FCF-menetelmän soveltaminen Henki-Fenniaan 67
7.3.1 Henki-Fennian tuotteiston aikaansaama rahaprosessi 68
7.4 Vapaiden kassavirtojen diskonttaus Henki-Fennian arvon määrittämiseksi ... 70
7.5 Diskonttauksessa käytettävät ennusteskenaariot 74
7.6 Yleisesti tutkielmassa käytettävien arvonmääritysmallien käytöstä ja luotettavuudesta 75

8 HENKI-FENNIAN ARVONMÄÄRITYSMENELMIEN LASKELMAT…….75
8.1 Substanssiarvolaskelma 75
8.1.1 Henki-Fennian varat substanssiarvolaskelmassa 75
8.1.2 Henki-Fennian velat substanssiarvolaskelmassa 77
8.1.3 Henki-Fennian substanssiarvo 77
8.2 Vapaa kassavirtalaskelma 79
8.2.1 Henki-Fennian tulosanalyysi ja erien tulkinta 79
8.2.2 Nettokäyttöpääoman muutos 83
8.2.3 Bruttoinvestoinnit 84
8.2.4 Henki-Fennian vapaa kassavirtalaskelma 84
8.2.5 Henki-Fennian nollaskenaario ja kolme tulevaisuuden ennusteskenaariota 85

9 TUTKIMUSTULOKSET JA JOHTOPÄÄTELMÄT……..96

VOIMASSA OLEVA LAINSÄÄDÄNTÖ……..100

LÄHTEET

LIITTEET

1 JOHDANTO

Henki-Fennia on Suomen vakuutusmarkkinoilla toimiva melko nuori, vuonna 1998 perustettu henkivakuutusyhtiö. Henki-Fennia kuuluu kahden muun vakuutusyhtiön muodostamaan Fennia-ryhmään, joka tarjoaa vakuutusmarkkinoiden lähes kaikille sidosryhmille tarvittavat vakuutuspalvelut.

Tutkielman päätarkoitus on estimoida Henki-Fennian arvo yhtiöstä julkistetun informaation perusteella eli tutkielmassa ei ole käytetty yhtiön sisäistä tietoa. Tämän tutkielman rajausehdon, arvostettavan yhtiön listaamattomuuden sekä aihetta käsittelevän tutkimuksen puutteellisuus muodostaa Henki-Fennian arvonmäärittämisestä haasteellisen ja mielenkiintoisen tutkimusympäristön.

Suomessa toimivasta vakuutusyhtiöiden arvostamisesta ei ole aiemmin tehty vastaavanlaista tutkimusta, joten tutkimuksessa on sovellettu perinteisen liiketoiminnan arvostamiseen liittyvää tutkimustietoa sekä arvostusmenetelmiä. Edellä mainittujen haasteiden lisäksi myös arvostamisen lähtökohdat eli yhtiön tilinpäätökset, ovat rakenteeltaan erilaisia verrattuna perinteistä liiketoimintaa harjoittavan yrityksen tilinpäätöksiin verrattuna. Tilinpäätösten erilaisuus johtuu voimassa olevasta lainsäädännöstä, joka on vakuutusyhtiöiden tilinpäätöksen laatimista koskien eriävä. Tutkimuksen analyyseissä toimialaa on myös peilattu perinteiseen liiketoimintaan verrattuna, jonka vuoksi tutkimus tarjoaa myös vakuutustoimialasta tietämättömälle mahdollisuuden tutustua Henki-Fenniaan tavallisena liikeyrityksenä.

Ennen varsinaista arvonmääritystä tutkimuksessa tutustutaan henkivakuutustoimialaan sekä suoritetaan Henki-Fennialle tunnuslukuanalyysi, jotta yrityksen liiketaloudelliset aikaansaannokset saataisiin jonkinlaisiin viitekehyksiin ja päästäisiin selvyyteen liiketoiminnan perusrakenteiden kunnosta. Tällaisia viitekehyksiä tässä tutkimuksessa ovat toimialalla tapahtuvien mahdollisten taloudellisten muutosten olemassaolon ja suunnan arviointi, tunnuslukujen vertailu tavoitteisiin, kilpailijoihin sekä toimialaan nähden. Viitekehykset mahdollistavat myös liiketoiminnan onnistumisten ja epäonnistumisten arvioinnin sekä antavat pohjan tulevan kehityksen arvioimiselle. Tulevan kehityksen arviointi muodostuu jatkossa tärkeäksi, sillä Henki-Fennian varsinainen tuottoarvon estimointi perustuu diskontattujen vapaiden kassavirtojen (DFCF) nykyarvon sekä yhtiön substanssiarvon määrittämiseen. DFCF-menetelmässä

yrityksen tulevat kassavirrat on estimoitava seuraavan 6 vuoden ajalta. Kassavirtojen estimaatit perustuvat yhtiön historian kehityksen, yhtiön liiketoiminnan perusrakenteiden kuntoon, liiketoiminnan ulkoisiin tekijöihin sekä eri tahojen, kuten esimerkiksi pankkien ekonomistien tulevaisuuden ennusteisiin. Arvoon vaikuttavien muuttujien perusteella rakennetaan neljä eri tulevaisuuden ennusteskenaariota, joiden perusteella saadaan erisuuruisia estimaatteja Henki-Fennian arvolle. Substanssiarvonmäärittämisen myötä saadaan selvitetyksi myös onko Henki-Fennian liiketoiminta kannattavaa eli onko yhtiöllä niin sanottua Goodwill- eli liikearvoa.

Tutkimuksen rajaukset tekevät tutkimuksesta ja yhtiön arvojen estimaateista puolueettomia.. Tutkimuksen rajausehtojen myötä tulokset antavat myös Henki-Fennian johdolle käsityksen siitä, millaisen mielikuvan ja taloudellisen arvion saa yhtiöstä ulkopuolinen analysoija. Sivuhyötynä tutkielmassa esille nousseet, informaatiopuutteesta johtuneet ongelmat toimivat myös ratkaisuvaihtoehtoina tilinpäätöksen informatiivisuuden kehittämiselle, jotta tilinpäätöksen ulkopuolinen lukija saisi selvemmän kuvan yhtiön liiketoiminnasta ja sen kehittymisestä.

Tutkimuksessa strategisella analyysillä johdatetaan lukija ensin sisälle arvostettavaan yrityksen liiketoimintaan kertomalla yrityksen lyhyesti historiasta, organisaation rakenteesta ja tuotteistosta.

Strategisessa analyysissa käsitellään myös yhtiön arvonmäärityksen kannalta olennaisia kasvun ajureita, jotka ovat rajattu yhtiölle annettuihin eli eksogeenisiin kasvunajureihin. Strateginen analyysi pitää sisällään myös selvityksen yrityksen toimialasta sekä Henki-Fennian asemasta henkivakuutusalalla.

Tilinpäätöksen analysointiin siirryttäessä arvioidaan Henki-Fennian talouden terveyden tilaa tunnuslukuanalyysin avulla. Tunnuslukuanalyysi sekä kasvunajurien määrittämien toimii pohja tietona varsinaisten arvonmääritysmenetelmien tulosten herkkyysanalyysille. Seuraavassa luvussa käsitellään yleisesti arvonmääritysmenetelmiä, joista karsitaan tähän tutkimukseen käyttökelvottomat menetelmät. Tämän jälkeen käsitellään tutkielmassa käytettyjä arvonmääritysmenetelmiä ja niiden ominaisuuksia, joiden myötä todetaan valittujen menetelmien käyttökelpoisuus Henki-Fennian arvostamiseen. Lopulta teorian pohjalta on laadittu tutkimuksen laskelmat, joiden perusteella varsinainen arvonmääritys

suoritetaan. Lopputuloksissa ja johtopäätelmissä pohditaan laskelmissa suoritettua herkkyysanalyysiä sekä lopputulosten luotettavuutta käytännön kannalta.

2 STRATEGINEN ANALYYSI

Strategisella analyysillä pyritään tunnistamaan arvostettavan yrityksen eli Henki-Fennian taloudelliseen menestykseen vaikuttavat tekijät ja selvittämään yrityksen voittoja ja kassavirtoja yleisellä tasolla määräävät tekijät (Kallunki & Niemelä 2007, 26). Strategisella analyysillä on kuvattu arvostettavaa yritystä, jotta saataisiin peruskuva yrityksen organisatorisesta rakenteesta ja liiketoiminnan perusideasta. Tämän jälkeen syvennetään analyysiä tutkimalla Henki-Fennian toiminnasta riippumattomia, eksogeenisia kasvun ajureita ja viimeisenä analysoidaan hieman yrityksen toimialaa. Näiden analyysien tarkoituksena on kuvata yrityksen uhkia ja mahdollisuuksia markkinoilla sekä suhteuttaa yrityksen analysointihetken tilannetta vallitsevilla markkinoilla.

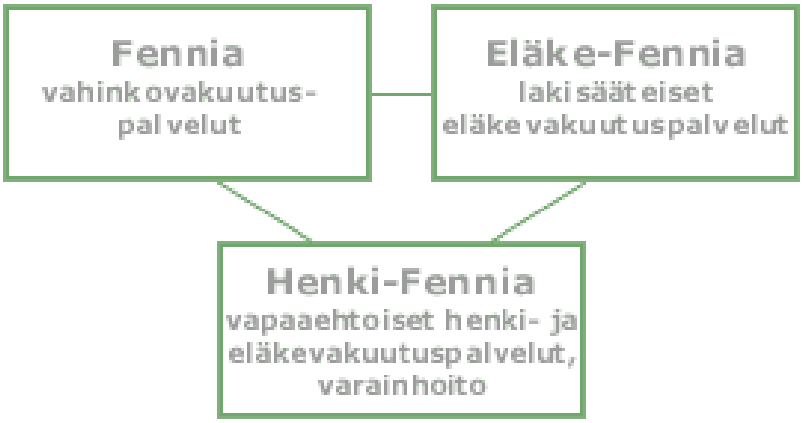
2.1 Henki-Fennian esittely

2.1.1 Yhtiön syntyhistoria

Fennia-ryhmä syntyi vuonna 1998, kun keskinäinen saman vuoden kesänä vakuutusyhtiö Eläke-Varmasta siirrettiin asiakaskannat Teollisuusvakuutus Oy:n osalta Eläke-Sampoon, joka myöhemmin nimettiin Varma-Sammoksi. Silloisen Yrittäjäin Fennian (nyk. Fennia) vakuutuskanta jäi Eläke-Varmaan, jonka nimi muutettiin samana vuonna Keskinäinen vakuutusyhtiö Eläke-Fenniaksi. Henki-Fennia perustettiin sen nykyistenkin omistajien Yrittäjäin Fennian ja Eläke-Fennian tahoilta vuoden 1998 lopussa, jolloin yhtiöön siirrettiin Yrittäjäin Fennian asiakkaiden, Henkivakuutusyhtiö Novassa olleet vakuutukset. Vuonna 2001 Keskinäinen vakuutusyhtiö Fennian nimi muutettiin Fenniaksi, jolloin Fennia-ryhmään kuului Fennian lisäksi myös Eläke-Fennia ja Henki-Fennia. (Alhonsuo, Pesola, Pylkkönen, Berglund, Laakso & Salomaa 2002, 203–204; Henki-Fennia 2007.)

2.1.2 Organisaatiorakenne

Henki-Fennia Oy on yksi Fennia-Ryhmään (ks. Kuva 1) kuuluvista vakuutusyhtiöistä, jonka omistavat muut kaksi Fennia-Ryhmään kuuluvaa yhtiötä. Omistajina ovat vahinkovakuutusyhtiö Fennia sekä työeläkeyhtiö Eläke-Fennia. Fennia omistaa Henki-Fenniasta 60 % ja Eläke-Fennia 40 %. (Fennia-ryhmä 2007.)



Kuva 1 Fennia-ryhmä sekä ryhmään kuuluvien yhtiöiden toimialat (lähde: Fennia-ryhmä 2007)

Fennia-ryhmä sisältää kolme yhtiötä, jotka pystyvät tarjoamaan sekä yksityis- että yrityspuolen sidosryhmille kaikki niiden tarvitsemat vakuutusratkaisut lakisääteisistä vakuutuksista yksilöllisiin ja vapaaehtoisiin vakuutuksiin.

2.1.3 Osakeyhtiön ja keskinäisen yhtiön erovaisuuksia

Henki-Fenniasta kertovassa viimeisimmästä Fennia-ryhmän esitteestä (2005, 7) ilmenee, että yhtiötä hallinnoidaan keskinäisyyden periaatteella omistuspohjan vuoksi. Henki-Fennian muista esitteistä tai tilinpäätöksistä ei ilmene, mitä heidän keskinäisyyden hallinnointitapansa voisi tarkoittaa. Tämän vuoksi käsitellään seuraavaksi hieman keskinäistä yhtiömuotoa ja sen hallinnoinnin piirteitä. Tällä tavalla saadaan kuva keskinäisyyden hallinnointitavasta sen merkityksestä yrityksen tulevan arvonkehityksen kannalta, jos sama hallinnointitapa jatkuisi myös tulevaisuudessa. Yhtiömuotojen tutkimisen jälkeen pystytään myös kertomaan, mitä on otettava huomioon vertailtaessa keskinäistä- ja osakeyhtiömuotoista henkivakuutusyhtiötä. Lisäksi kyetään arvioimaan, voiko vertailun perusteella antaa luotettavia tuloksia.

Keskinäinen yhtiömuoto on vakuutustoiminnan perinteinen muoto ja Suomessakin keskinäistä yhtiömuotoa esiintyy vain vakuutusalalla. (Suomi 2007, 5) Keskinäisen vakuutusyhtiön hallinnoinnin keskeisiä piirteitä määrittelee hyvin pitkälti vakuutusyhtiölaki, jota sovelletaan vakuutusyhtiöiden keskuudessa sekä osakeyhtiöihin

ja keskinäisiin yhtiöihin. Vakuutusyhtiölain taustalla on puolestaan osakeyhtiölaki, jota sovelletaan vakuutusyhtiölaissa säädetyin osin. (Gummerus 2007, 49–50.)

2.1.3.1 Yhtiön äänivallan jakautuminen

Keskinäistä yhtiötä verrattaessa osakeyhtiöön merkittävää etua ja turvallisuuden tunnetta asiakkaille voi tuoda yrityksen äänivallan jakautuminen. Osakeyhtiössä äänivalta jakautuu suhteessa osakeomistukseen, kun keskinäisessä yhtiössä omistaja-asiakkaiden äänivalta painotetaan jäsenyyden ja vakuutusmaksujen suhteessa. Lisäksi takuupääoman omistajat voivat käyttää enintään puolet yhtiökokouksen äänivallasta. (Kalmi 2007, 37.) Henki-Fennian ollessa osakeyhtiö äänivalta jakautuu siis osakkeiden omistajien eli Fennian ja Eläke-Fennian hallitusten kesken.

2.1.3.2 Hallintomalli

Hallintomalli voi olla keskinäisessä vakuutusyhtiössä yksi- tai kaksiportainen. Yksiportaisessa mallissa yhtiötä hallinnoi ainoastaan hallitus. Hallitukseen kuuluu yleensä, Henki-Fenniankin tapauksessa, sekä riippumattomia että toimivan johdon edustajia. (Gummerus 2007, 53–54; Henki-Fennian tilinpäätös ja toimintakertomus 2006, 27) Kaksiportaisessa hallintomallissa hallituksen lisäksi yhtiötä hallinnoi hallintoneuvosto. Yhtiön hallintoneuvoston toimivallan asema voi olla melko laaja. Esimerkiksi Keskinäisen vakuutusyhtiö Fennian tapauksessa se valitsee ja vapauttaa hallituksen jäsenet, päättää yhtiön toiminnan laajentamisesta tai supistamisesta tai organisaation olennaisesta muuttamisesta. Hallintoneuvosto voi myös antaa hallitukselle ohjeita yrityksen tulevaisuudenkin kannalta tärkeissä ja laajakantoisissa asioissa. (Gummerus 2007, 58–59). Henki-Fenniassa ei kuitenkaan keskinäisyyden hallinnointiperiaatteesta huolimatta ole enää vuoden 2000 jälkeen ollut hallintoneuvostoa (Henki-Fennian yhtiöjärjestys 2001, Fennia-ryhmä esite 2000, 60). Kaksiportainen hallintomalli on keskinäisissä yhtiöissä liiketoiminnan kannalta parempi ratkaisu omistajakunnan ollessa laaja, sillä jos yhtiökokous olisi keskeisin omistajaohjauksen asema, vain aktiivisimmat vakuutuksenottajat ja yhtiökokoukseen satunnaisesti osallistuvat vastaisivat omistajaohjauksesta. Tämän välttämiseksi keskinäisissä vakuutusyhtiöissä on kaksiportainen hallintomalli, jossa omistajien hallintovaltaa on luovutettu hallintoneuvostolle. (Gummerus 2007, 59.)

2.1.3.3 Voitonjako osakeyhtiössä ja keskinäisessä yhtiössä

Konkreettisin keskinäisyyden hallinnointitavasta aiheutuva, tilinpäätöksistä ilmenevä konkreettinen toimenpide on yhtiön voitonjakopolitiikka. Keskinäisessä yhtiössä omistajina ovat asiakkaat, joten voitonjako kohdistetaan asiakkaille vakuutusmaksujen alennuksina. (Miettinen 2007, 94.) Keskinäisessä yhtiössä keskinäinen vastuu määrittää vakuutusmaksualennusten suuruuden, sillä yhtiön osakkaiden maksamista vakuutusmaksuista maksetaan korvauksia osakkaille, joille sattuu vahinkoja. (Gummerus 2007, 51.) Vakuutusyhtiölle koituu paljon vahinkoja, kertyneiden vakuutusmaksujen suhde maksettujen korvausten suhteen pienenee. Tämän vuoksi tilikauden voitto pienenee, jolloin myös voitonjakoon tarkoitetut varat ovat pienemmät.

Osakeyhtiössä voitonjako puolestaan suoritetaan osinkoina osakkeiden omistajille. (Miettinen 2007, 94). Henki-Fennia ei ole kuitenkaan jakanut osinkoa osakkeidensa omistajille (pl. vuosi 2000, 42 mk/osake), vaan hallitus on ehdottanut yhtiökokouksessa, että ne jätetään tulostilille eli tilinpäätöksessä tulos on aktivoitu taseeseen tilikauden voitoksi. (Henki-Fennian tilinpäätökset 2002–2006.)

2.1.3.4 Osakeyhtiön ja keskinäisen yhtiön kustannukselliset erot

Mary Boose (1990, 499–518) on tehnyt USA:ssa tutkimuksen, jossa vertailtiin keskinäisen ja osakeyhtiömuotoisen vakuutusyhtiön kustannuksellisia eroavaisuuksia. Tutkimuksessa ilmeni, että vakuutuksien aiheuttamissa kustannuksissa oli eroja. Tämän eron aiheuttajaa ei tutkimuksessa voitu tarkalleen sanoa, mutta sen aiheuttajaksi spekuloitiin hallintotavasta aiheutuvaa monitorointia, mutta syynä voisi olla myös myyntivoiman aiheuttamat kustannukset. USA:ssa osakeyhtiömuotoisia yhtiöitä monitoroidaan tutkimuksen mukaan enemmän, jolloin sen arveltiin vaikuttavan matalampiin liiketoiminnan kustannuksiin.

Toisaalta Wellsin, Coxin ja Gaverin (1995, 50–66) tekemän tutkimuksen mukaan keskinäisen vakuutusyhtiön kassavirrat ovat suurempia osakeyhtiömuotoiseen henkivakuutusyhtiöön verrattuna, koska ns. agentti kustannukset[1] (agency costs) ovat suurempia osakeyhtiömuotoisilla vakuutusyhtiöillä.

[1] Agenttikustannukset eli agency costs ovat koron heilahtelujen aiheuttamien konfliktien takia syntyviä kustannuksia, jotka koituvat osakkeen omistajille, velkakirjojen omistajille ja yritysjohdolle. Agenttikustannukset sisältävät myös ne kustannukset, joilla myötävaikutetaan yritysjohdon insentiiviin maksimoida yrityksen osakkeiden arvoa ja valvoa osakkeiden omistajien liikkeitä sekä ne kustannukset,

Edellä mainitut kaksi tutkimusta ovat kuitenkin jo melko vanhoja ja ne on tehty USA:n datan henkivakuutusyhtiöiden perusteella. Suomessa vakuutusyhtiöitä koskeva lainsäädäntö on erilainen, minkä vuoksi tutkimusten pätevyys Suomen henkivakuutusyhtiöihin pitäisi tutkia tarkemmin. Kuitenkin edellä mainittujen tutkimusten perusteella voidaan spekuloida, että yhtiömuoto voisi vaikuttaa yhtiön tuloskehitykseen. Tässä tutkielmassa tähän yhtiömuodon mahdollinen vaikutus tuloskehityksessä mainitaan, mutta sitä ei huomioida itse analyysiä tehtäessä. Hypoteettinen vaikutus kannattaa huomioida lähinnä vertailtaessa vakuutusyhtiöitä keskenään.

2.1.4 Pystytäänkö vakuutusosakeyhtiötä ja keskinäistä vakuutusyhtiötä vertailemaan keskenään?

Miettisen (2007, 94) kirjoituksessa kerrotaan, että keskinäisen yhtiön voittojen kohdistaminen vakuutusmaksualennuksiin johtaa vakuutusmaksutulon pienenemiseen. Osakeyhtiössä vastaavaa ilmiötä ei esiinny, minkä vuoksi yhtiön tuloksen analysoinnin kannalta on oleellista ottaa huomioon, että keskinäisen yhtiön tulokset ovat osakeyhtiöitä heikompia ja tekevät myös tilinpäätöksestä laskettavat tunnusluvut osakeyhtiön tunnuslukuihin verrattuna heikommaksi (Miettinen 2007, 94.) Henki-Fennian tunnusluvut tai tulokset eivät siis ole Miettisen (2007,94) mukaan vertailukelpoiset keskinäisten henkiyhtiöiden tunnuslukujen kanssa.

Toinen konkreettinen yrityksen arvoon vaikuttava ero näiden kahden yhtiömuodon välillä on yhtiöiden liiketoiminnan tavoitteiden eroavaisuudet. Keskinäisen yhtiön päätavoite ei ole maksimoida yrityksen osakkeen arvoa ja osinkoja vaan voitonjako voidaan toteuttaa esimerkiksi em. asiakkaita hyödyttävällä tavalla kohdistamalla syntyneet voitot vakuutusmaksujen alentamiseen. Toisaalta osakeyhtiön omistajien valta yrityksen päätöksentekoon voi muuttaa tavoitteita vähemmän taloudellista hyötyä tavoittelevaksi.

Edellä mainittu Boosen (1990) tutkimuksen, voitonjakopolitiikan sekä liiketoiminnan tavoitteiden mahdollisten eriäväisyyksien vuoksi on syytä kyseenalaistaa keskinäisen ja osakeyhtiömuotoisen henkivakuutusyhtiön vertailukelpoisuus. Tämän vuoksi tutkielmassa ei vertailla näitä yhtiömuotoja keskenään.

---

jotka muodostuvat velkakirjojen omistajien suojelemisesta osakkeiden omistajilta. Kustannukset koituvat osakkeiden omistajien maksettavaksi. (Ross & Westerfield & Jaffe 2005, 891)

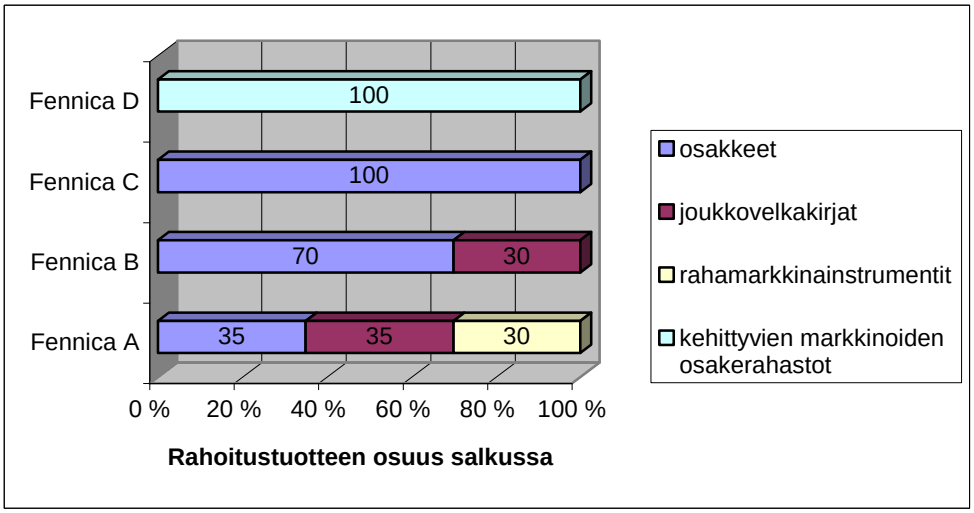
2.2 Henki-Fennian tuotteisto

Henki-Fennian liiketoiminta perustuu vapaaehtoisten ja yksilöllisten henki-, eläke- ja säästövakuutusten myymiseen. Henki-Fennian tuotteiston tarkoituksena on parantaa yritysten, yrittäjien sekä kotitalouksien tulevaisuuden taloudellista turvaa.

2.2.1 Fennia-Säästö ja Fennia-Rahastosäästö

Sijoitusvakuutukset sisältävät *Fennia-Säästö*- ja *Fennia-Rahastosäästö*-tuotteen. Fennia-Säästö tuote on tarkoitettu asiakkaalle, joka arvostaa vakaata ja pienemmän riskin sijoittamista. Fennia-Säästö tuotteen vakuutusmaksut voivat minimissään 50 euron suuruisia, ja asiakas voi suorittaa valintansa mukaan vakuutusmaksut säännöllisesti (esim. joka kuukausi) tai epäsäännöllisesti rahatilanteensa mukaan. (Fennia-Säästö ja Fennia Rahastosäästö 2007, 3.)

Fennia-rahastosäästö tuote perustuu sen tuotteistamiin omiin rahastosalkkuihin, joita hoitavat Henki-Fennian yhteistyökumppanit. Tuotteistetut rahastosalkut on räätälöity nimenomaisesti Henki-Fennialle. Salkut ovat koottu tuotto-odotustensa ja riskisisältönsä mukaan neljäksi eri salkuksi. Fennica A-, B-, C- ja D-salkuissa ensimmäiseksi mainittu on riskiltään sekä tuotto-odotukseltaan pienin ja D-salkku on sitä vastoin riskisyydeltään ja tuotto-odotukseltaan suurin Fennia-rahastosäästö tuotteistossa. Alla olevassa Kuviosta 1 näkyy, miten eri Fennica-salkkujen sisältö on allokoitu. (Fennia-Säästö ja Fennia Rahastosäästö 2007, 6–7.)



Kuvio 1 Fennica salkut A, B, C ja D (lähde: Fennia-Säästö ja Fennia-Rahastosäästö 2007, 6)

Fennica-salkkujen lisäksi asiakkaalla on mahdollisuus valita sijoituskohteiksi Fennian yhteistyökumppaneiden ABN AMRO:n ja Carnegien sijoitusrahastoja. (Fennia-Säästö ja Fennia Rahastosäästö 2007, 6.)

2.2.2 Fennia-Henkiturva ja Fennia-Ryhmähenkivakuutus

Henki-Fennian henkiturvatuoteisto sisältää yksityisen tai yrityksen palveluksessa olevan henkilön tai henkilöiden vakuuttamisen hengenmenetyksen tai työkyvyttömyyden varalta. Yhden tai kahden henkilön (pariturva) henkilöriskin vakuuttamiseksi tarkoitettu tuote on *Fennia-Henkiturva*. (Fennia-Henkiturva 2007, 2) Kuitenkin Henki-Fennia tarjoaa henkilöturvia myös yrityksille ja muillekin ryhmille *Fennia-Ryhmähenkivakuutuksen* muodossa. Fennia-Ryhmähenkivakuutus on tarkoitettu esimerkiksi yritysyhteisön henkilöriskien varalle. Ryhmähenkivakuutus on mahdollista ottaa vähintään viidelle henkilölle, joten aivan pienimmät yritykset eivät ole tuotteen kohderyhmänä. Myös Fennia-Ryhmähenkiturvan kattavuus on laajennettavissa pysyvän työkyvyttömyyden osalta (Fennia-Ryhmähenkivakuutus 2008, 2). Yleisesti henkivakuutustuotteiston tarkoitus on antaa lisäturvaa Suomessa lakisääteisille vakuutusturville.

Henkivakuutusturvien vakuutusmaksujen laskutusperiaate toimii niin, että asiakas maksaa henkiturvastaan vakuutusmaksun, jonka suuruus vaihtelee asiakkaan iän, sukupuolen, valitun vakuutusmäärän eli kuolemanvarasumman sekä mahdollisesti valitun pysyvän työkyvyttömyyssumman mukaisesti. Asiakas voi halutessaan valita kahden tyyppistä vakuutusmaksun kehitystapaa. Niin sanotun alenevasummaisen vakuutuksen maksut pysyvät henkilön ikääntyessä samana, mutta asiakkaan vakuutussopimuksen tekohetkellä määrittämät vakuutusmäärät alenevat henkilön ikääntyessä. Toinen vaihtoehto on, että vakuutusmäärät pysyvät muuttumattomana ja vakuutusmaksut nousevat henkilön ikääntyessä. (Fennia-Henkiturva 2007, 6.)

2.2.3 Fennia-Ryhmäeläke sekä Fennia-Eläke

Tässä tuoteryhmässä kyse ei ole lakisääteisistä eläkemaksuista, joita Fennia-Ryhmään kuuluva Eläke-Fennia hoitaa, vaan kyse on vapaaehtoisesta eläkesäästämisestä. Henki-Fennian vapaaehtoisiin eläkevakuutustuotteisiin kuuluu Fennia-Eläke sekä Fennia-Ryhmäeläke. (Fennia-Eläke, 2006; Fennia-Ryhmäeläke 2007) Fennia-Ryhmäeläke eroaa, Henki-Fennialle koituvien tulojen ja menojen kannalta, Fennia-Säästö ja Fennia-Rahastosäästö-tuotteista siinä määrin, että Ryhmä-Eläkkeeseen kuuluu automaattisesti

henkiturva, joka osittain aiheuttaa sen, että asiakkaan maksettavaksi jäävät palkkiot ovat hieman suuremmat.

Fennia-Eläke tuote on vapaaehtoinen yksilöllinen eläkevakuutus yksityishenkilöille ja yrityksille. Tuotteen tarkoituksena on täydentää yksilön valtion takaamaa eläketurvaansa tekemällä oman lisäeläkesopimuksen HF:n kanssa. Asiakas voi tuotteen turvin määrittää itse eläkkeelle jäämisen ajankohdan, vakuutuksen sisällön ja muodon. Asiakkaan etuna on, että hän voi nykyään vähentää ainakin osan vakuutusmaksuista verotuksessa, joten vakuutusmaksut eivät rasita paljon vakuutuksenottajan taloutta. Vakuutuksenottaja voi halutessaan liittää Fennia-eläketuotteeseen myös henkivakuutusturvan. (Fennia-Eläke 2006, 2.)

Fennia-Ryhmäeläke tuotteen kohderyhmänä ovat yritykset, jotka voivat tuotteen avulla antaa työntekijöidensä lakisääteiselle eläkkeelle lisäturvan. Ryhmäeläke antaa kolme mahdollisuutta lakisääteisen eläketurvan täydentämiseen. Nämä ovat eläkkeelle jäämisen aikaistamisen mahdollisuus, eläkkeen kokonaissumman korottaminen ja vanhuuseläkkeen täydentäminen, jos henkilö jää ennen varsinaista eläkeikää eläkkeelle. (Fennia-Ryhmäeläke 2007,7) Ryhmäeläkkeen avulla yritys voi palkita työntekijöitään sekä sitouttaa heitä yritykseensä. Ryhmäeläke antaa myös mahdollisuuden rakentaa oman yrityskohtaisen eläkeohjelman työntekijöillensä. (Fennia-Ryhmäeläke 2007, 3.)

2.2.4 Henki-Fennian tuotteiston jakelukanavat

Henki-Fennian menestyksen kannalta keskeisenä tuotteiston jakelukanavana toimii Fennia-ryhmään kuuluva Fennia, jolla on merkittävä asema myös muidenkin yhtiöryhmän vakuutusten myynnissä (Fennia-ryhmä 2001, 40). Henki-Fennian tuotteiston muita jakelukanavia yhtiö ei ole julkistanut, mutta yleensä vakuutusten myyntiä tapahtuu luonnollisesti konserniin kuuluvien toimijoiden kautta sekä myös vakuutusmeklarien ja –asiamiesten toimesta. Yhteistyö on ollut tilinpäätöksen (2006, 4) mukaan kannattavaa, sillä Fennian palveluverkoston kautta Henki-Fennialle tuleva vakuutusmaksutulo sekä uusasiakasmyynti on kehittynyt myönteisesti. Syynä tähän kerrotaan olevan eläke- ja riskivakuutusratkaisujen tarvepohjaisen kysynnän jatkuva kasvu yrityksissä ja yrittäjä talouksissa (Henki-Fennian tilinpäätös 2006, 4).

Fennia-Ryhmän yhtiöiden lisäksi jakelukanavina toimi aikaisemmin myös ryhmän ulkopuolinen toimija. Kesällä 2006 solmittu yhteistyösopimus Säästöpankkiryhmän

kanssa ei kuitenkaan kestänyt kauaa, sillä Henki-Fennian entinen yhteistyökumppani Lähivakuutus solmi Säästöpankkiryhmän kanssa yhteistyösopimuksen. Lähivakuutus-ryhmä on pitkän harkinnan tuloksena perustanut Säästöpankki-ryhmän kanssa yhteisen henkivakuutusosakeyhtiö-Duon (Rainisto 2006; Turun Sanomat 3.5.2006; Lähivakuutus 2008.)

2.3 Henki-Fennian eksogeeniset kasvun ajurit sekä Henki-Fennian mahdolliset tulevaisuuden haasteet

Henki-Fennian niin kuin muidenkin yrityksen kasvun ajurit riippuvat monista tekijöistä. Tutkielman lähteet on rajattu Henki-Fennian julkistettuun tietoon, minkä vuoksi yrityksen sisäisten kasvun ajurien tutkiminen ja listaaminen ilman yrityksen sisäisiä tietoja olisi hyödytöntä. Tämän vuoksi tutkielmassa perehdytään Henki-Fennian eksogeenisiin kasvunajureihin, joihin yritys ei pysty omilla toimillaan vaikuttamaan. Eksogeenisia kasvunajureita yritys voi pitää siis niin sanotusti annettuna muuttujina. Seuraavaksi on koottu muutamia, toimialaa ja sen lähihistorian kehitystä silmällä pitäen, tärkeimpiä liiketoiminnan eksogeenisia kasvun ajureita.

2.3.1 Valtion toimenpiteet

Henki-Fennian tilinpäätöksen mukaan (2006,4) vapaaehtoisten vakuutusten ja pitkäaikaissäästämistuotteiston kysyntään vaikuttavat hallituksen vero- ja sosiaalipoliittiset linjaukset. Matti Estolan tutkimuksessa (2003) tutkittiin erilaisten taloudellisten mallien avulla yrityksen kasvun aiheuttajia ja tultiin siihen tulokseen, että yksi yrityksen kasvuun vaikuttavista tekijöistä on valtion tekemät veropäätökset (Estola 2003,15.) Valtion toimenpiteiden vaikutusta yrityksen kasvuun voidaan pitää yritykselle annettuna- eli eksogeenisena muuttujana. Tällaisia eksogeenisia muuttujia voivat olla eläkesäästämisen verovähennyskelpoisuus. Viime aikoina on ollut paljon keskustelua eläkkeiden riittävyydestä, ja valtio on alkanut siirtää eläkevastuuta kansalaisen eli eläkkeen saajan omalle vastuulle. Tämän takia kansalaiset vaativat valtiota tulemaan vastaan asiassa antamalla heille mahdollisuuden vähentää verotuksessa kerryttämänsä vuotuisen eläkesäästösumman. Tällä hetkellä laki oikeuttaa kansalaisen vähentämään verotuksessaan enintään 5 000 euroa eläkevakuutusmaksuja vuodessa, jos hänen työnantajansa ei ole maksanut häntä koskevia yksilöllisiä eläkevakuutusmaksuja, muutoin vähennyskelpoisuus on 2500 euroa. Yrityksen verotuksessa vähennyskelpoisia eläkesäästövakuutusmaksuja saa tällä hetkellä vähentää 8 500 euroon asti. Vanhassa vähennysjärjestelmässä asiakas sai vähentää maksimissaan 8 500 euroa vuotuisesta

vakuutusmaksusta. (Vero 2005; Korpela 2004; Fennia-Eläke 2006, 10.) Tämä lakimuutos on oletettavasti vaikuttanut myös Henki-Fennian Ryhmä-Eläke ja Fennia-Eläke tuotteiden kokonaismyyntiin negatiivisesti. Vaikutuksen suuruutta ei ole tässä tutkielmassa kuitenkaan tarkemmin tutkittu. Jääkin vain arvioiden varaan, mihin suuntaan olemme seuraavaksi menossa. Optimistisen arvion mukaan, jos seuraava muutos on verovähennysoikeuksien laajentaminen, kehitys on luonnollisesti Henki-Fennian tuloskehityksen kannalta myönteinen. Pessimistisen arvion toteutuminen merkitsisi pankkien roolin muuttumista eläkesäästömarkkinoilla, jos myös pankkien myös pankkien asiakkaat saisivat maksamistaan eläkesäästötuotteistansa verovähennys oikeuden. Tämä luonnollisesti söisi henkivakuutusyhtiöiden, kuten Henki-Fennian tulosta kilpailun kiristymisen vuoksi olettaen, että markkinat toimivat. Tällä hetkellä vapaaehtoisten eläkesäästöjen verovähennysoikeus koskee vain henkivakuutusyhtiöiden asiakkaita, minkä vuoksi henkivakuutusyhtiöillä on eläkesäästömarkkinoilla kilpailuetu, pankkeihin tai muihin finanssialan yrityksiin verrattuna. Pessimistisen arvion äärimmäisessä tapauksessa Henki-Fennian toiminta voi jopa vaarantua, jos kilpailun asettamiin haasteisiin ei pystytä vastaamaan.

Julkisuudessa on paljon puhuttu rahoitus- ja vakuutusvalvonnan yhdistämisestä, sillä pankki- ja vakuutusmaailmoja erottava raja on hämärtynyt toimialaliukumien vuoksi. Rahoitus- ja vakuutusvalvonnan yhdistäminen Finanssivalvonnaksi, Henki-Fennian näkökulmasta uhkaa edistää tätä lainsäädännön yhdenmukaistamista rahoitus- ja vakuutussektorilla. (Hakkarainen 2008; Suomen pankki 2007a.) On jo havaittavissa muutamia todisteita vakuutus- ja rahoitussektorin integroitumisesta. Tästä hyvinä esimerkkeinä on Pohjolan ja Osuuspankin liiketoimintojen fuusioituminen syyskuussa 2007 sekä jo aikaisemmin syntynyt Sampo-konserni, jossa pankki- vakuutustoiminnat aluksi yhdistettiin. Kuitenkin vuoden 2007 alussa pankkitoiminta myytiin Danske Bank A/S:lle, mikä kenties voisi indikoida myös pankki- ja vakuutusliiketoiminnan yhteensopimattomuudesta. Sampopankin myymisen motiivi ei kuitenkaan välttämättä ole edellä mainittu. Motiivien ja mahdollisen toimialojen pysyvän integraation spekulointi voidaan jättää lukijan käsiin.

Henki-Fennian eksogeenisena kasvun ajurina voivat siis mahdollisesti toimia myös valtion toimenpiteet esimerkiksi lainsäädännön muuttaminen. Jää nähtäväksi, millaiset valtion toimenpiteet ovat, jos lainsäädäntöä muutetaan yhteneväksi näillä kahdella mahdollisesti integroituvalla toimialalla.

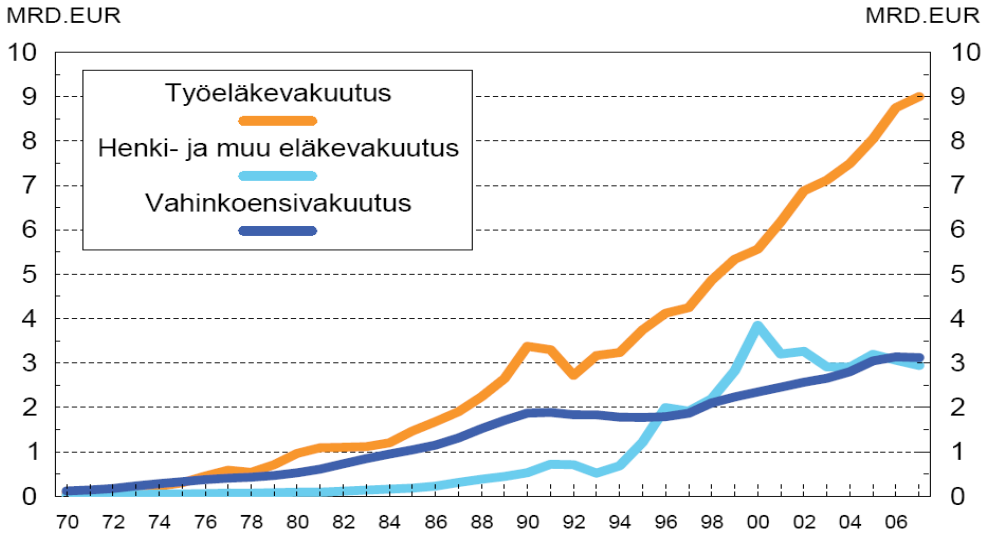
2.3.2 Talouden syklit (business cycles)

USA:n talouden tutkimuksien mukaan talouskasvu on syklistä. Historian empiirisen tutkimuksen perusteella USA:n taloussyklin keston arvioitu maailmansotien jälkeen olevan keskimäärin noin 5,5 vuotta ja muilla mailla sykli on ollut hieman pidempi. (Lutz 2002, 4.) Syklien vaikutukset ovat taloudelle yhtenäisiä, ja ne vaikuttavat kansalaisten ohella siis myös vakuutusyhtiöihin. Syklisesti kehittyvä kansantalous vaikuttaa kokonaistuotannon muuttumisen vuoksi moneen seikkaan. Kokonaistuotannon muutokset muuttavat muun muassa kulutuskäyttäytymistä (Lutz 2002, 4) ja sitä kautta vaikuttanevat myös yleiseen suhtautumiseen vakuuttamisen mahdollisuuksiin ja sen tarpeellisuuteen. Tämän vaikutuskanavan kautta syklit vaikuttavat myös Henki-Fennian tarjoamien tuotteiden kysyntään ja lopulta yhtiön arvoon. Toisaalta syklit aiheuttavat myös sijoitusmarkkinoihin liittyvien riskien kasvamista muun muassa sijoitustuotteiden hintojen volatiliteetin kasvamisen vuoksi. Tällaisiin sijoitusriskeihin liittyvien muuttujien käsittely on kuitenkin jätetty pois tässä tutkielmassa, sillä sijoitusriskit ovat oma tutkimusalueensa. Mainittakoon kuitenkin, että sijoitusriskeihin vaikuttavat muuttujat ovat merkittäviä eksogeenisia Henki-Fennian liiketoiminnan kasvun ajureita, mutta tutkielman rajaamiseksi tämä osa-alue on jätetty laajuutensa vuoksi seuraavan tutkimuksen aiheeksi. Talouden syklit vaikuttavat monien vaikutuskanavien kautta Henki-Fennian tuotteiden kysyntään, mutta seuraavaksi tutkitaan muutamia tärkeimpiä muuttujia ja niiden mahdollisia vaikutusmuotoja Henki-Fennian liiketoimintaan.

2.3.2.1 Syklien vaikutus vakuutustuotteiden kysyntään ja vakuutusmaksutuloihin

Syklien aiheuttama kulutuskäyttäytymisen muuttuminen vaikuttaa siis myös vakuutusyhtiöiden vakuutusmaksutuloihin. Viime aikoina Suomen taloudella on mennyt hyvin ja tämä varmasti osaltaan vaikuttaa myös kansalaisten suhtautumiseen yleensä vakuuttamista ja vapaaehtoista vakuuttamista kohtaan. Vakuutusalan keskusliitto (Vakes) teetti vuonna 2005 tutkimuksen (1004 vastaajaa), jonka mukaan peräti 60 % oli sitä mieltä, että kuluttajan tulisi ottaa enemmän vastuuta omasta sosiaaliturvastaan ja peräti 66 % on sitä mieltä, että vapaaehtoisten vakuutusten ottaminen pakollisen sosiaaliturvan täydentämiseksi on tarpeellista. Vuonna 2005 Suomen talouden tilanne oli myös vakuutusmarkkinoille suotuisa. Tutkimus ei kuitenkaan tarkenna kysymyksenasettelussa sitä, millaisia vakuutuksia vapaaehtoisilla vakuutuksilla tarkoitetaan, sillä myös sairaskuluvakuutukset, jotka eivät kuulu Henki-Fennian tuotteistoon, voivat täydentää kunnan tarjoamien terveydenhuoltopalvelujen antamaa turvaa. Vastaajien tietämyksen taso voi siis osaltaan vaikuttaa kyselyn tuloksiin. Ovatko

vastaajat esimerkiksi ottaneet huomioon sen, että myös eläke- ja henkivakuutukset ovat vapaaehtoisia vakuutuksia? Muun muassa tämän seikan vuoksi kyseisen tutkimuksen perusteella voidaankin vain arvioida karkeasti kuluttajien yleinen suhtautuminen vapaaehtoisiin vakuutuksiin olevan enemmän myönteinen kuin kielteinen. Kyseisen tutkimuksen tulos on siis enemmän positiivinen kuin negatiivinen Henki-Fennian kasvun ja taloudellisen kannattavuuden kannalta. Kuitenkin Finanssialan Keskusliiton (Koivisto 2007a, 2) arvion mukaan kotimaan henki- ja muiden kuin lakisääteisten työeläkevakuutuksien maksutulot vakuutusyhtiöille ovat trendin mukaisesti laskeneet vuodesta 2000 (ks. Kuva 4).



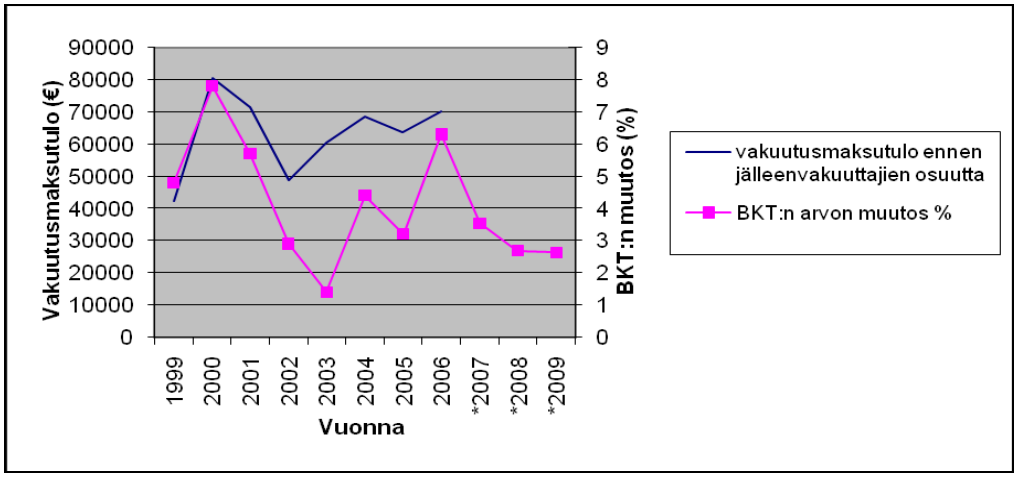
Kuvio 2 Kotimaan suoriteperusteinen vakuutusmaksutulo 1970-2007e (lähde: koivisto 2007a, 2)

Koiviston (2007a) tutkimuksessa mainitusta henki- ja muu eläkevakuutusmaksutulosta 60 % muodostuu säästöhenkivakuutuksista, jotka ovat erittäin suhdanneherkkiä erityisesti ryhmään myös kuuluvan sijoitussidonnaisten vakuutusten sisällön (ks. Kuvio 2) vuoksi (Koivisto 2007a, 8). Vuonna 2001 Sampo-konsernin silloisen aluejohtajan Antti Kuljukan[2] arvioiden mukaan sijoitusmarkkinoiden epävarmuus oli syynä vuoden 200 jälkeisen henkivakuutusten vakuutusmaksutulon laskuun (Turkki 201). Myös vuoden 2002 Henki-Fennian tilinpäätöksessä kerrotaan osakemarkkinoiden jo kolmatta vuotta jatkuneen laskun olevan syynä myös sijoitussidonnaisten vakuutusten myyntiin (Henki-Fennian tilinpäätös 2002, 3). Henkivakuutustoimialan suoriteperusteinen vuoden 2006 vakuutusmaksutulo on koko markkinoita tarkastellessa 4 % pienempi kuin edellisvuoden arvo (Koivisto 2007a, 2), mutta kuitenkin Henki-Fennialla tilinpäätöksen

[2] Antti Kuljukka on toiminut Fennia-Ryhmään kuuluvan Fennian toimitusjohtajana vuodesta 2006.

(2006, 3) mukaan maksutulo henkivakuutuksien osalta nousi hieman vajaat 10 %. Tosin neljän prosentin vakuutusmaksutulon alenema aiheutuu FKL:n toisen katsauksen, *Vakuutusyhtiöt Suomessa 31.12.2006*, mukaan (Koivisto 2007b, 10) siitä, että vuoden 2005 tapaisia huomattavia vakuutusvastuunsiirtoja ei tapahtunut vuonna 2006. Vakuutus-vastuunsiirroilla, tarkoitetaan esimerkiksi yrityskohtaisten eläkesäätiöiden lakkauttamista ja vakuutustoiminnan siirtämistä vakuutusyhtiöille osittain tai kokonaan (Vakuutusvalvontavirasto 2003, 8). Poistettaessa vakuutusmaksutulojen kehityksestä vuoden 2005 vastuunsiirtojen vaikutus, olisi markkinoiden vakuutusmaksutulo kasvanut noin kahden prosentin verran (Koivisto 2007b, 10). Yleisestä osittain syklien aiheuttamasta henkivakuutusmarkkinoiden kehityksestä huolimatta Henki-Fennian liiketoiminta on vakuutusmaksutuloin mitattuna ainakin vuonna 2006 ollut henkivakuutusten osalta huomattavasti myönteisempi kuin markkinoilla, sillä vakuutusmaksutulo kasvoi vuodesta 2005 hieman yli 9 %.

Jotkut tutkijat argumentoivat taloussyklien olemassaoloa, kuten James D. Hamilton (2005, 449). Oletettaessa kuitenkin, että talouden syklit ovat olemassa ja niillä on vaikutusta kokonaiskysynnän vaihtelun kautta yritysten tulosten muodostumiseen, myös Henki-Fennian tuloskehitys on riippuvainen syklien kehityksestä. Voisi jopa sanoa, että Henki-Fennia on jopa suhdanneherkempi verrattuna esimerkiksi perusteollisuuden toimialan yrityksiin, joiden liiketoiminnan kehitys on tasaisempaa eikä se korreloi syklien aiheuttaman talouden heilahtelun kanssa yhtä voimakkaasti. Tämä johtuu Henki-Fennian liiketoiminnan luonteesta, joka riippuu erittäin vahvasti finanssimarkkinoiden kehittymisestä. Markkinoiden ollessa taantumassa, Henki-Fennian tuloskehityskin on laskeva ja päinvastoin. Tuloskehityksen ja rahoitusmarkkinoiden tilan korrelaation todentaminen vakuutusmaksutulon relaation voimme nähdä myös Kuviosta 4, josta voimme huomata, kuinka vakuutusmaksutulo seuraa OMX PI- yleisindeksin hintakehitystä.

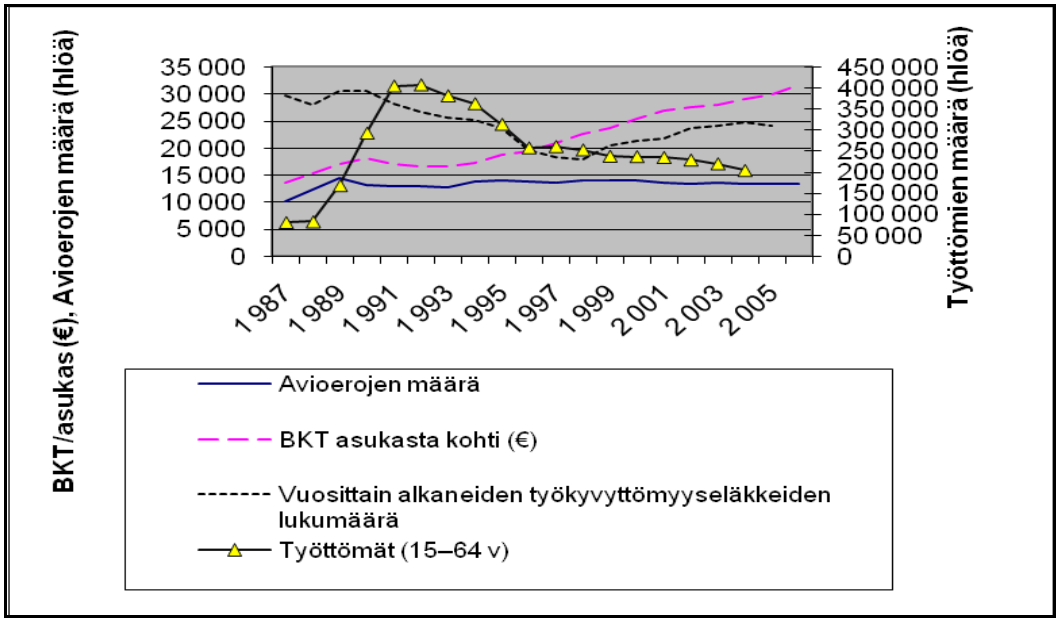


Kuvio 3 Henki-Fennian vakuutusmaksutulon kehitys ennen jälleenvakuuttajien osuutta sekä BKT:n arvonmuutos viitevuoteen 2000 verrattuna. (lähde: Henki-Fennian tilinpäätökset 1999 - 2000: Tilastokeskus)

Yllä olevasta Kuviosta 3 selvimmät trendien käännekohdat voi huomata 2001 vuoden lopussa, jonka jälkeen talous sekä Henki-Fennian vakuutusmaksutulo alkavat nousta. Henki-Fennian vakuutusmaksutulon seuraava lievempi notkahdus vuoden 2004 puolessavälissä on havaittavissa myös BKT:n hintakehityksessä suurin piirtein samana ajankohtana.

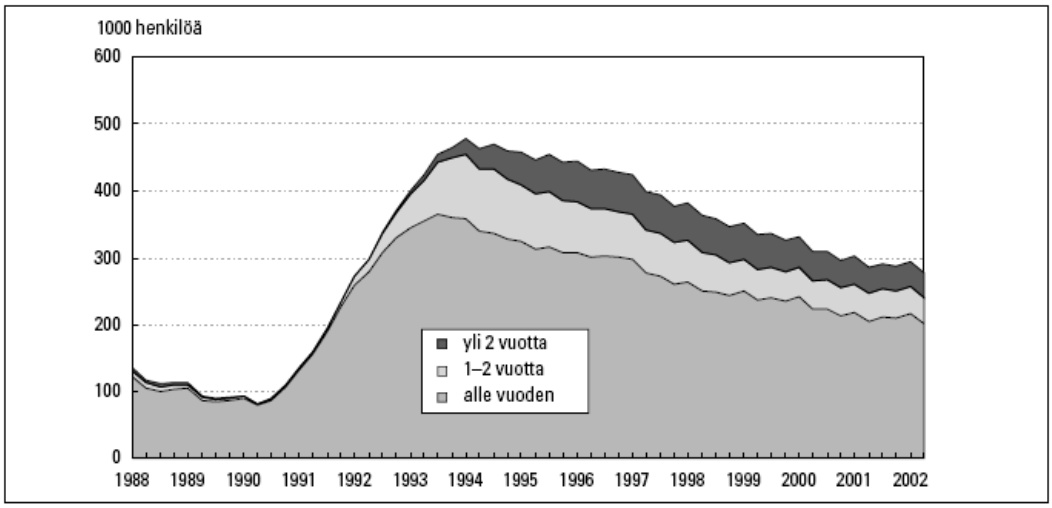
2.3.2.2 Talouden syklien vaikutus vakuutussuhteiden purkamiseen

Syklit voivat vaikuttaa myös vahinkojen määrään sekä vakuutuksien takaisinnostojen määrään eli vakuutussuhteiden purkamiseen. Esimerkiksi Fennia-eläkkeen vakuutussäästö voidaan nostaa, jos vakuutettu on ollut pitkäaikaistyötön eli yhtäjaksoisesti työttömänä vähintään vuoden, vakuutettu on eronnut puolisostaan, vakuutetun puoliso on kuollut tai vakuutettu on tullut pysyvästi työkyvyttömäksi ja vakuutussäästö on turvattu henkivakuutuksella (Fennia-Eläke 2006, 8). Myös Fennia-ryhmäeläke-tuotteessa on vastaavanlaisia ehtoja vakuutussäästösumman nostamiseksi. Monen eri tutkimuksen mukaan edellä mainituista ehdoista etenkin työkyvyttömyyden sekä pitkäaikaistyöttömyyden toteutumisen todennäköisyys on tilastoihin nojautuen (ks. Kuvio 5) suuressa osassa korkeampi taantumakaudella tai heti taantuman jälkeen - lamasta puhumattakaan. Liitteestä 1 voi nähdä myös työllisyysasteen kehityksen Suomessa vuosina 1990–2007.



Kuvio 4 BKT asukasta kohti, avioerojen määrää sekä työttömien määrää (lähde: www.stat.fi)

Ainoastaan vuosittain alkaneiden työkyvyttömyyksien määrän voidaan arvioida kasvavan hieman nousukauden vaikutuksesta. Tämä vaikutus näkyy Kuviossa 5 taantumakausien jälkeisinä alkaneiden työkyvyttömyyksien laskuina esimerkiksi vuosina 1990. Jälleen vuoden 2000 jälkeen alkaneiden työkyvyttömyyksien määrä alkoi nousta (ks. Kuvio 5). Tämä voisi johtua kasvaneiden työtuntien määrästä ja sen vuoksi kasvaneiden vahinkojen määrästä. (Rantala & Pentikäinen 2003, 149). Työkyvyttömyyksien ja BKT:n aikaisemman kehityksen voi nähdä tutkimuksen Liitteestä 1.



Kuvio 5 Työnvälitystilaston työttömät työttömyyden keston mukaan – pitkäaikaistyöttömien määrä kasvanut 1990 luvun laman jälkeen ja lähtenyt 1994 huipun jälkeen taas laskuun. (lähde: Tilastokeskus 2003, 29)

Edellä mainitun pitkäaikaistyöttömien määrän kasvun vaikutus noususuhdanteen aikana on siis yhtiön tuloksen ja kasvun kannalta negatiivinen.

Syklit voivat vaikuttaa siis Henki-Fennian ja muidenkin vakuutusyhtiöiden tulokseen muutenkin kuin vain kysynnän laskun aiheuttaman vakuutusmaksutulon pienenemisen kautta. Eri ilmiöiden ja reaktioiden vaikutuksen suuruutta ei tässä tutkimuksessa ole tutkittu, mutta vaikutuksen suuntaa voi kuitenkin tilastojen perusteella karkeasti arvioida.

Talouden syklien voidaan siis arvioida vaikuttavan Henki-Fennian kasvuun vakuutustuotteiden kysyntään vaikuttavien komponenttien sekä myös vahinkojen myötä. Toisaalta välittävänä komponenttina voi olla suorasti kysyntään vaikuttava sijoitusmarkkinoiden tilanne, toisaalta kansalaisten sekä organisaatioiden behavioralistiset muutokset. Edellä mainittujen kasvun ajureiden taustalla voidaan huomata usein olevan nimenomaisesti talouden syklinen tilanne, jonka voidaan arvioida usein vaikuttavan talouden toimijoiden vakuuttamiskäyttäytymiseen.

2.3.3 Mihin suuntaan talous on nykyään kehittymässä?

Talouden syklit voivat vaikuttaa monella tavalla myös Henki-Fennian tuloskehitykseen. Edellä mainitun tutkimuksen mukaan syklin pituudeksi oli arvioitu noin 5,5 vuotta. Odotettavissa voi olla siis hyvinkin pian talouden taantuman syveneminen, sillä Suomen talouden tila on ollut jo melko pitkään hyvä, minkä voi päätellä esimerkiksi Kuvasta 6 BKT:n kehityksestä asukasta kohti. Median perusteella elämme talouskehityksen kannalta epävarmoja aikoja. Taantumasta varoittelevat monet tahot pankki- ja tutkimuslaitosten ekonomisteja myöden, eivätkä kaikki ennusteet arvioi taantumasta selviämisen tapahtuvan helposti. Esimerkiksi Lehtisen (2007) artikkelissa ”Suomen talous ei selviä taantumasta jalat kuivina” Suomen entinen pääministeri Esko Aho sekä Nordean pääekonomisti Leena Mörttinen kehottavat olemaan tarkkana talouden kehittymisen suhteen. Heidän puheidensa perusteella taantuman riski on selvästi olemassa.

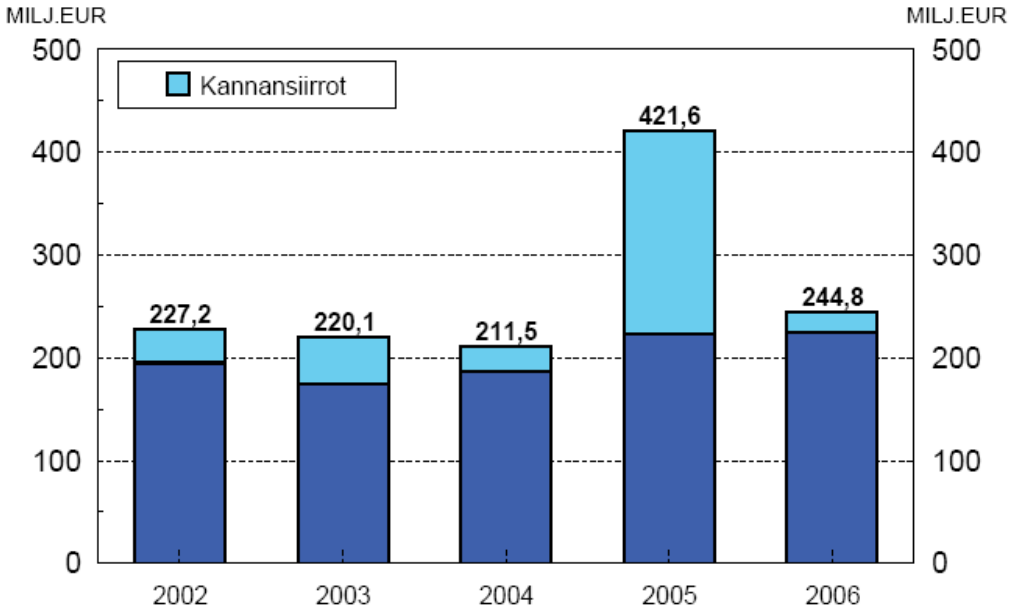
Tarkasteltaessa aivan lähitulevaisuutta ja siitä laadittuja ennusteita, voimme huomata esimerkiksi Finanssialan keskusliiton julkaisusta (Koivisto 2007a, 3), että vuonna 2008 BKT:n kehityksen arvioidaan hidastuvan monen tahon teettämän arvion mukaan.

Vuoden 2007 noin 4,5 prosentista kasvu hidastunee arvioiden mukaan noin 3–3,5 prosenttiin.

Mahdollinen taantuma vaikuttaisi myös Henki-Fennian tuloskehitykseen muun muassa edellä mainitun kasvun ajurin (syklisyys) aiheuttamien erinäisten prosessien myötä. Tämän vuoksi arvonmäärittämisessä pessimistinen arvio on myös otettava huomioon tulevaisuuden skenaarioiden rakentamisessa.

2.3.4 Uusien trendien ja ilmiöiden vaikutus

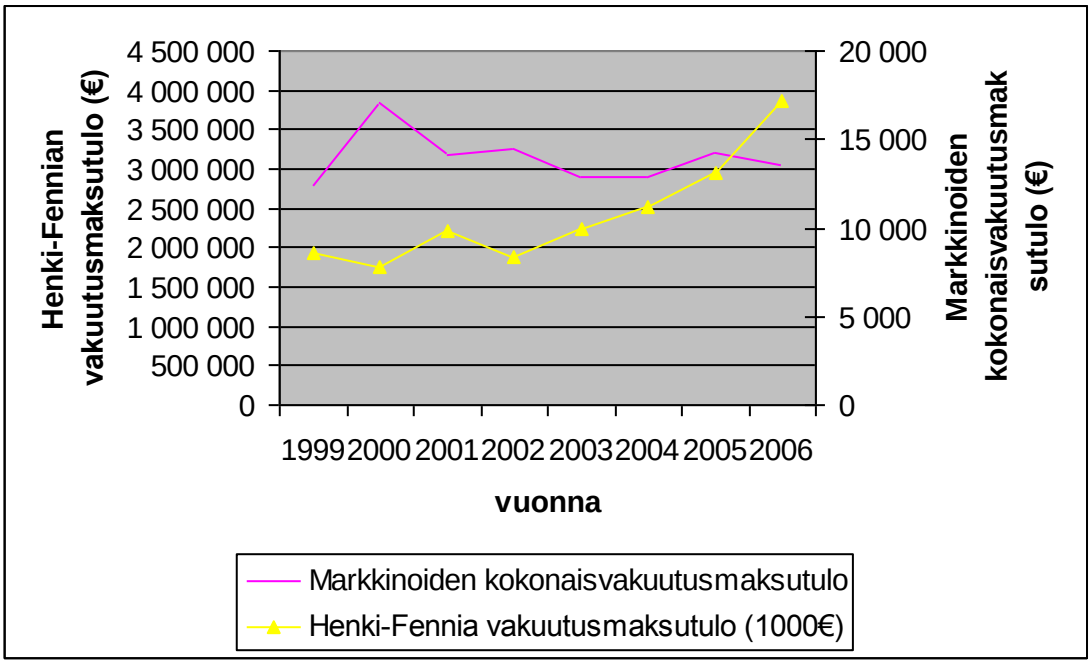
FKL:n tilastojen (Koivisto 2007a) mukaan ryhmä-henkivakuutusten myynti on ollut viime aikoina lievässä kasvussa, vaikka vuoden 2005 suurten kannansiirtojen vaikutus poistettaisiin, eli huomioitaisiin vain tummempi alue, tuloksista (ks. Kuvio 6)



Kuvio 6 Ryhmäeläkevakuutuksen maksutulo Suomessa 2002–2006 (lähde: Salonen 2007, 9)

Uskon, että perimmäinen syy ryhmäeläkkeiden myynnin positiiviseen kehitykseen on uusi, vasta alkamassa oleva trendinomainen keino, jonka jo osa yrityksistä on löytänyt työtekijöidensä sitouttamiseksi työyhteisöön. Suurten ikäluokkien eläkkeelle jäämisen on arvioitu aiheuttavan suurta työvoimapulaa (Koivisto 2007a, 3), jonka ehkäisemiseksi yritykset ovat ryhtyneet toimiin pitääkseen työntekijänsä organisaatiossansa. Samalla yritys voi niittää mainetta työtekijöidensä hyvinvoinnista edistämisestä, koska yritys pitää huolta työtekijöistänsä eläkkeelle jäämisen jälkeenkin. Uskon vahvasti, että valtion eläkkeidenmaksukyvyn jatkuvan heikentymisen vuoksi yritykset alkavat ottaa vastuuta työtekijöistään hankkimalla heille lisäeläketurvaa vapaaehtoisista

eläkesäästämistuotteista. Tämäntyyppiset trendit ovat Henki-Fennian tuloskehityksen kannalta myönteinen asia. Trendien vaikutuksen suuruus riippuu luonnollisesti yhtiön kilpailuun vastaamisen kyvystä, mutta myös edellä mainituista eksogeenisista tekijöistä.



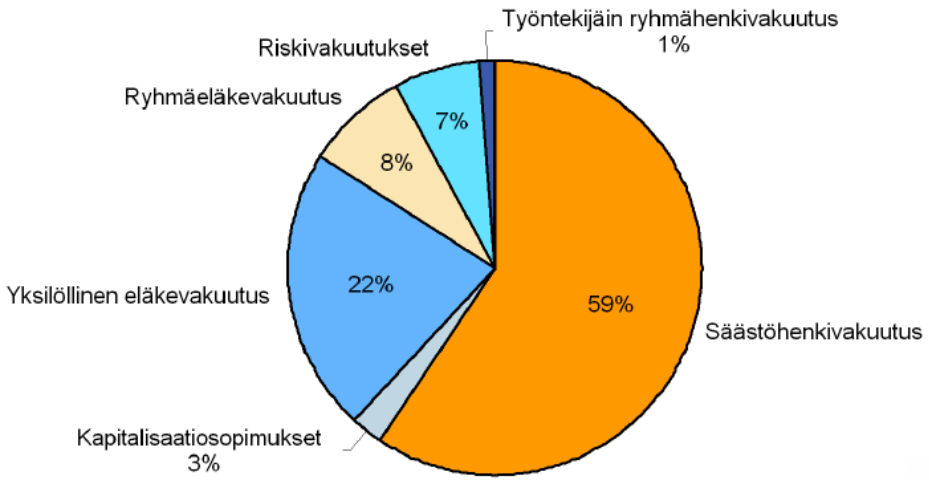
Kuvio 7 Henki-Fennian ja koko henkivakuutusmarkkinoiden vakuutusmaksutulon kehitys 1999–2006. (lähde:Finanssialan keskusliitto 2006c)

Suurten ikäluokkien eläkkeelle jäämisilmiöllä on kuitenkin myös kääntöpuolensa Henki-Fennian kannalta, sillä tehtyjen eläkesopimusten vuoksi kertyneet säästöjen yhtiölle kerryttämät vastuuvelat on myös purettava asiakkaan jäädessä eläkkeelle. Eläköitymiset puolestaan alentavat myös vakuutusmaksutuloja. Koiviston (2007a, 3) arvion mukaan työllisyysasteen kehitys on ollut aikaisemmin ja vielä viimekin vuonna hyvä. Hänen arvionsa mukaan käännepiste saavutetaan kuitenkin pian, sillä iäkkäämmän työväestön eläköitymiset lähestyvät ja samalla tulevien työssä käyvien ikäluokkien koot tulevat rajoittamaan työvoiman tarjontaa (Koivisto 2007a, 3.) Työvoimapula on siis myös Koiviston (2007a) arvioiden mukaan lähiaikoina vielä edessä. Tämän vuoksi työtekijöiden sitouttaminen yritykseen tulee ajankohtaiseksi, joka merkitsisi vakuutusmaksutulojen kasvamista. Voidaan vain spekuloida, millainen vaikutus vakuutusmaksutuloon ja korvauskulujen kehittymiseen yritysten reagoimisella tulevaan työvoimapulaan sekä työvoiman eläkkeelle jäämisellä on.

2.4 Henki-Fennian asema Suomen henkivakuutusmarkkinoilla

Yleisesti vakuutusyhtiöillä on merkittävä asema Suomen sijoitusmarkkinoilla, sillä sosiaali- ja terveysministeriön selvityksen mukaan vuoden 2006 lopussa vakuutusyhtiöiden sijoituskannan arvo oli 107,8 mrd. euroa, josta henkivakuutusyhtiöiden osuus oli noin 28 mrd. euroa eli noin 26 prosenttia (Puro, Määttä & Pekonen-Ranta 2007, 15). Verrattaessa lukemaa esimerkiksi Suomen maahan ja maasta sijoituksien määrään vuonna 2006 voidaan huomata, että sijoituskannan arvo on melko suuri. Suomen pankin tilastotiedotteen (2007b, 3) mukaan sijoitukset Suomesta ulkomaille oli vuonna 2006 71,3 mrd. euroa, ja ulkomailta Suomeen nettoarvo olivat yhteensä vuonna 2006 noin 50,5 mrd. euroa, joten näiden yhteenlaskettu arvo on 121,8 mrd. euroa.

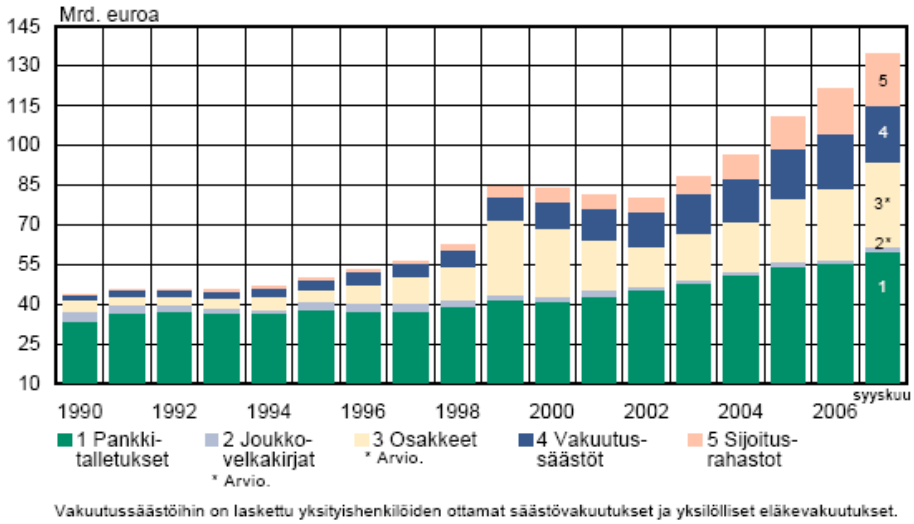
Suomen henkivakuutusmarkkinat voidaan Finanssialan Keskusliiton mukaan jakaa vakuutussäästämisen sekä riskivakuuttamisen markkinoihin (Salonen 2007, 1). Henki-Fennia toimii kaikilla henkivakuutusmarkkinoiden osa-alueilla, ja useassa tuotteessa on kyse niin sanotusta yhdistelmätuotteesta, joka sisältää sekä vakuutussäätämisosan sekä riskivakuutusosan. Tarkastellessa Suomen henkivakuutusmarkkinoiden vakuutusmaksutuloja voidaan huomata vakuutussäästämisen eli säästöhenkivakuutusten muodostavan valtaosan kokonaisvakuutusmaksutulosta (ks. Kuvio 8).



Kuvio 8 Henkivakuutuksen maksutulon jakautuminen lajeittain 2006. (lähde: Finanssialan keskusliitto 2006b, 2)

Syynä säästöhenkivakuutusten osuuden suuruuteen on 2000-luvulla alkanut vapaaehtoisen eläke- ja henkivakuutussäästämisen sekä rahastosäästämisen suosion kasvaminen (Savolainen 2007, 4). Tarkastellessa pelkästään kotitalouksien

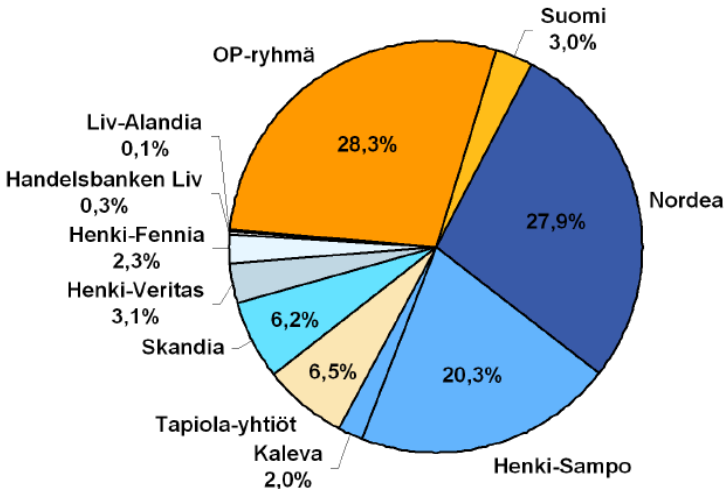
rahoitusvarallisuuden kehitystä (ks. Kuva 10), voimme huomata selvän kasvavan trendin vakuutussäästöissä.



Kuvio 9 Kotitalouksien rahoitusvarallisuus Suomessa. (lähde: Vajanne, Björklund, Salmela & Salminen 2007, 5)

Kansainvälisessä vertailussa Suomen vapaaehtoisten henkivakuutusten osuus on kuitenkin melko alhainen. Syynä tähän FKL arvioi olevan Suomen lakisääteinen sosiaaliturvan lakisääteisyys. Henkivakuutusmaksuja maksettiin Suomessa vuonna 2005 keskimäärin 623 euroa, kun Euroopassa vastaava luku oli 1 063 euroa ja EU 15 osalta luku oli 1 477 euroa eli yli puolet vähemmän. On vaikea vielä arvioida, miten käy Suomen hyvinvointivaltion ja lakisääteisen sosiaaliturvan. Ainoastaan historian kehitystä (Kuva 10) sekä edellä mainitun (s. 14) Vakes:n teettämää tutkimusta (Suomen vakuutusyhtiöiden keskusliiton tiedote 25.11.2005) tarkasteltaessa voidaan huomata, että suomalaiset ovat alkaneet ottaa enemmän vastuuta sosiaaliturvastaan ja oman toimeentulonsa turvaamisesta eläkkeelle jäämisen jälkeenkin. Samansuuntainen kehitys voisi jatkua kasvavana myöhemminkin Vakes:n teettämän tutkimuksen sekä trendimäisen kehityksen vuoksi.

Henki-Fennia on vuoden 2006 vakuutusmaksutuloin verrattuna Suomen kahdeksanneksi suurin henkivakuutusyhtiö. Kuvasta 11 voidaan nähdä henkivakuutusyhtiöiden markkinaosuuksien jakautuminen.



Kuvio 10 Henkivakuutusmarkkinoiden markkinaosuudet 2006, kotimaiset ensivakuutukset. (lähde: Finanssialan keskusliitto 2006a, 1)

Suurin toimija henkivakuutusmarkkinoilla on Nordea Henkivakuutus Suomi Oy 27,9 prosentin osuudellaan. Vuoden 2006 markkinajohtaja on toiminut markkinoilla vuodesta 1993 (Nordea 2008). Henki-Fennia osallistuu henkivakuutusmarkkinoille siis noin 2,3 % (2006) markkinaosuudellaan (Salonen 2007, 13). Kehitys on vaihdellut vuodesta 1999 lähtien noin prosentin vuotuisella vaihteluvälillä. Vuodesta 1999 vuoteen 2001 markkinaosuus nousi 1,5 %:sta 2,2 %:iin, minkä jälkeen se laski vuonna 2002 takaisin 1,5 %:iin. Markkinaosuus kasvoi taas 2,1 %:in tasolle vuonna 2003. (Finanssialan keskusliitto 2006d.)

Oletettavasti Henki-Fennian markkinaosuus pysynee vuonna 2007 miltei samana eli noin kahdessa prosentissa, sillä mitään mullistavaa ei markkinoilla ole ainakaan Koiviston (2007) arvioiden mukaan tapahtunut.

3 YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYKSEEN VAIKUTTAVIA TEKIJÖITÄ

Seuraavaksi käsitellään Henki-Fennian arvonmäärityksessä vaikuttavia merkittävimpiä tekijöitä, jotka myös lukijan syytä ottaa huomioon tutkielman tuloksia tutkiessaan. Tutkielmaan kerätyt arvonmääritykseen vaikuttavat tekijät vaikuttavat tutkielman lopputuloksen reliabiliteettiin sekä siihen, että tutkielma antaa kirjapitolaissakin mainitun (3 § 2) oikean ja riittävän kuvan Henki-Fennian liiketoiminnan tilasta sekä tilanteesta henkivakuutusmarkkinoilla.

3.1 Voimassa oleva lainsäädäntö

Arvostettaessa henkivakuutusyhtiötä tilinpäätöksen perusteella on otettava huomioon, että tilinpäätös on laadittu hieman erilaista lainsäädäntöä noudattaen, verrattuna tavallista tai perinteistä liiketoimintaa[3] harjoittavaan yritykseen. Vakuutusyhtiöiden kirjanpidossa sovelletaan kirjapitolakia (KPL 1997/1336), kirjanpitoasetusta (KPA 1997/1339) ja osakeyhtiölakia vain siltä osin kuin vakuutusyhtiölaissa (VYL 1979/1062) ei ole toisin säädetty. (sosiaali- ja terveysministeriön asetus 2004, 1 §; VYL 1979/1062 10 § 1) Merkittävimmiksi eroiksi lainsäädännön myötä siis muodostuu ensinnäkin tilikauden pituus, joka on vakuutusyhtiöillä aina kalenterivuosi (Järvelä 2004, 38). Toisena erona on tuloslaskelman ja taseen erien eroavaisuudet. Vakuutusyhtiön tilinpäätöksestä löytyy monia sellaisia eriä, joita ei tavallista liiketoimintaa harjoittavan yhtiön tilinpäätöksistä löydy. Kolmantena erona ovat vakuutusyhtiölain sanelemat säännökset vakuutusyhtiön sijoitusten arvostamisesta ja jaksottamisesta sekä niitä koskevien arvonalennus ja arvonkorotus toimenpiteistä (VYL 979/1062 10 § 4c). Käytännössä edellä mainittu pykälä tarkoittaa, että vakuutusyhtiön on tuloutettava sijoitusomaisuuteensa tehtävät arvonkorotukset. Etenkin henkivakuutus yhtiössä tämä on ymmärrettävää, sillä sijoitustoiminta muodostaa pääosan koko yrityksen liiketoiminnasta. Lisäksi vakuutusyhtiön on annettava tilinpäätöksen liitetiedoissa tietoja mm. tilinpäätöksen laatimisesta, tuloslaskelmastaan, taseestaan, tuloveroistaan, henkilöstöstään sekä muiden yritysten omistuksista ja vakavaraisuudestaan. (Järvelä 2004, 42.)

Vakuutusyhtiön ja myös henkivakuutusyhtiön tilinpäätös on siis laadittava noudattaen seuraavia lainsäädäntöjä noudattaen:

KPL eli kirjanpitolaki (1997/1336)

KPA eli kirjanpitoasetusta (1997/1339)

VYL Vakuutusyhtiölaki (1979/1062)

Sosiaali- ja Terveysministeriön asetus vakuutusyhtiöiden tilinpäätöksestä ja konsernitilinpäätöksestä (1340/2002)

Tutkielmassa ei noudateta kansainvälisiä tilinpäätösstandardien (IFRS)mukaisia säännöksiä, sillä yrityskään ei ole velvollinen noudattamaan niitä. Tutkielmassa

[3] Tavallisella tai perinteisellä liiketoiminnalla tarkoitetaan tämän tutkielman yhteydessä sellaista toimintaa, jossa yritys valmistaa ja/tai myy konkreettisesti aineellisia hyödykkeitä. Kyseessä oleva yritys voi myös varastoida tarvittaessa myymiään tuotteita ja tilinpäätöksen laadinnassa on noudatettava ainoastaan voimassa olevaa kirjanpitolakia (30.12.1997/1336) ja kirjanpitoasetusta (30.12.1997/1339).

kuitenkin viitataan IFRS:n sekä käytetään sen mukaisia suosituksia, jotta arvostamisen tulos antaisi mahdollisimman oikean ja luotettavan kuvan Henki-Fennian käyvästä arvosta.

3.2 Arvonmäärittämishetki

Arvonmäärittämishetkellä on merkittävä vaikutus analyysin tulokseen, omaisuuseriin, taseeseen ja tuloslaskelmaan vaikuttavien endogeenisten ja eksogeenisten tekijöiden vuoksi. Sisäisistä eli endogeenisista muuttujista yleensä merkittävimmät ovat yrityksen taseen- ja rahoituksen rakenne. Ulkoisista eli eksogeenisista tekijöistä merkittävimpiä ovat markkinoiden kasvu ja kehitys sekä toimialan kilpailutilanne. (Hakala, Lindholm, Pahlman & Tourunen 2006, 15.) Tutkielman julkistamishetkellä on otettava huomioon, että arvonmääritys tehdään perustuen vuoden 2006 tilinpäätöksen arvoihin, jolloin esimerkiksi arvostettaessa Henki-Fennian sijoituksia erien käyvät arvot ovat hetken 31.12.2006 arvoja (Henki-Fennian tilinpäätös 2006, 15). Tämän vuoksi yhtiön arvon estimaatti ei välttämättä ole enää ajantasainen tutkielman julkistamishetkellä. Lisäksi tiedetään, että Henki-Fennia julkistaa vuoden 2007 tilinpäätöksensä keväällä 2008, joista lukija voi halutessaan poimia uusimmat vastaavat yhtiön tilinpäätöksen luvut ja laskea Henki-Fennialle päivitetyn arvon. Finanssialan keskusliiton arvioista ja Henki-Fennian tilinpäätöksestä ilmenevien tietojen perusteella arvon merkittävä muuttuminen ei kuitenkaan ole kovinkaan todennäköistä, joten vuoden 2006 tietojen perusteella lasketun yhtiön arvon oletetaan olevan lähellä todellisuutta.

3.3 Arvonmäärityksessä käytetty informaatio

Tämän tutkielman tilinpäätöksen analysoinnin osalta käytetään ainoastaan Henki-Fennian julkaisemaa informaatioita yhtiöstä. Yhtiön julkaiseman informaation todenperäisyyttä ei ole tilinpäätöksen antaman historiaan perustuvan tiedon osalta tutkittu, mutta tulevaisuuden arvioihin on suhtauduttu tietyllä varauksella.

Tutkielman tekemiseen ei myöskään ole käytetty yhtiön sisäisiä tietoja, vaan tulkinnanvaraisten erien kohdalla on tehty oletuksia saatavilla olevan julkaistun informaation perusteella.

Tutkielmassa on siis käytetty myös yhtiön analysoinnin osalta yhtiön kannalta ulkopuolisia lähteitä, kuten esimerkiksi median tuottamaa informaatioita sekä virallisia riippumattomia tahoja kuten vakuutusvalvontavirasto ja Finanssialan keskusliitto (FKL).

Näiden tutkielman rajausten myötä tutkielman hyötyarvo on myös Henki-Fennian johdolle merkittävä, sillä tutkielman avulla se saa informaatiota siitä, millaisen käsityksen yhtiöstä ja sen arvosta julkaistun tiedon perusteella.

4 TUNNUSLUKUJEN KÄYTTÖ HENKI-FENNIAN TILINPÄÄTÖSANALYYSISSÄ

Tunnuslukujen käytöllä tilinpäätöksen analysoinnissa tarkoitetaan, että yrityksen taloudellista tilannetta kuvaava tilinpäätöksen sisältämä informaatio esitetään standardoitujen tunnuslukujen muotoon tiivistettynä (Kallunki & Kytönen 2002,73). Tunnuslukujen tiivistämisen tarkoituksena on asettaa yrityksen liiketaloudelliset aikaansaannokset jonkinlaisiin viitekehyksiin. Tällaisia viitekehyksiä arvonmäärittämisen yhteydessä voivat olla esimerkiksi saavutusten riittävyyden arviointi, mahdollisten taloudellisten muutosten olemassaolon ja niiden suunnan arviointi, tunnuslukujen vertailu tavoitteisiin, kilpailijoihin sekä toimialaan nähden. Kehykset mahdollistavat liiketoiminnan onnistumisien ja epäonnistumisien arvioinnin sekä johtopäätöksien teon yrityksen analysointihetken taloudellisesta tilanteesta sekä antaa pohjaa tulevan kehityksen arvioimiselle.(Salmi 2006, 112.)

Tunnuslukuanalyysiä käytetään yritysten analysoinnissa paljon, koska tuloslaskelman ja taseen rahamääräiset erät eivät ole kovin informatiivisia. Tunnuslukujen laskeminen ei ole yleensä ainoa työkalu tilinpäätöksen analysoinnissa, mutta se antaa tukea johtopäätösten tekemiselle muiden analysointikeinojen rinnalla. Tunnuslukujen käyttökelpoisuutta parannetaan usein yhdistelemällä tunnuslukuja ja laskemalla keskiarvoja useilta tilikausilta. (Kallunki & Niemelä 2007, 67) Laskemalla niin sanottuja yhdistelmälukuja eli yhdistelemällä eri tunnuslukuja voidaan saada tunnusluvusta informatiivisesti moniulotteisempi. Tunnuslukujen yhdistelyn kautta voidaan mitata mm. yrityksen kasvun, kannattavuuden ja vakavaraisuuden keskinäisiä riippuvuuksia.

Yksittäisten tunnuslukujen käyttöä yrityksen arvonmäärityksessä perustellaan usein niiden helppokäyttöisyydellä (Kallunki & Niemelä 2007,67.) Käytännössä ongelmaksi kuitenkin muodostuu muun muassa tilinpäätöksen analysoijan kannalta olennaisimpien tunnuslukujen valinta laajasta tunnuslukujen kirjosta. Tämän tutkielman aihepiiri ja liiketoiminnan luonne rajaa jo osan tunnuslukujen käyttökelpoisuudesta. Valinta rajauksen myötä jäljellejäävistä tunnusluvuista tähän työhön on tehty tunnuslukuihin

liittyvän informatiivisuuden ja käytännöllisyyden, yrityksen toimialan luonteen sekä tilinpäätöksen tarjoaman informaation perusteella.

4.1 Tunnuslukujen tulkinta ja ryhmittely

Tunnuslukujen tulkinnoista voi syntyä ristiriitoja, jos tunnuslukujen analysoijia on useita, vaikka analysoinnin kohteena olisi sama yritys ja tunnuslukujen kvantitatiiviset tulokset olisivatkin samoja. Tämä voi johtua monesta eri syystä. Salmi luettelee teoksessaan kolme syytä arvostuksien erilaisuuteen. Ensimmäisenä mainitaan analysoijien eri asioiden arvostus. Eri sidosryhmät, kuten esimerkiksi osakesijoittajat voivat etsiä yrityksestä kasvun ja kannattavuuden tekijöitä, kun toinen sidosryhmä, kuten esimerkiksi lainanantajat arvostavat taas enemmän taserakenteen terveyttä. Toinen syy tulkintojen eriävyyksiin voi olla yrityksen tilanteen tarkastelu eri ajanjaksoilla. Yrityksen taloudellinen tilanne voi hetkellisesti muuttua joskus radikaalistikin. Esimerkiksi yrityksen tuloskehityksen parantamiseksi tehdyt, sekä inhimillisten, että fyysisten pääomien uhraukset saattavat vaikuttaa vasta tietyn viiveen jälkeen. Tutkijan tehdessä yritysanalyysin juuri investoinnin aiheuttamien kustannusten maksamisen jälkeen, voi tulos näyttää ulkopuolisen silmissä huonolta. On selvää, että tulokset olisivat erilaiset, jos yritysanalyysi olisi tehty vasta investoinnin myötä syntyvien positiivisten ulkoisvaikutusten ilmentymisten jälkeen.

Kolmantena tulkintaeroja voi aiheuttaa se, jos analysoijaa ei vakuuta yrityksen vahva tulos tuloksen tekotavan kyseenalaisuuden vuoksi. (Salmi 2006, 112.) Tässä esille voi nousta muun muassa yrityksen toiminnan eettisyyskysymykset esimerkiksi lapsityövoiman käytöstä tai työvoiman palkkapolitiikasta. Toiset analysoijat voivat puolestaan pitää arvossa yrityksen toiminnan kustannustehokkuutta, keinoja kaihtamatta ja saavat näin yrityksestä erilaisia analyysejä ja lopputuloksia.

Useassa suomalaisissa teoksissa tunnusluvut jaotellaan niiden tarjoaman informaatiotyypin mukaan kolmeen eri ryhmään. Nämä kolme ryhmää ovat kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden tunnusluvut. (Niskanen & Niskanen 2000,52; Kallunki & Kytönen 2002, 74–88) Aihepiiriin liittyvistä teoksista löytyy myös muita jaottelu perusteita. Muutamissa teoksissa käytettyjä jaotteluperusteita ovat edellä mainittujen lisäksi myös yrityksen tehokkuus sekä tuottavuus. Kallunki ja Kytönen (2002,88) sekä Knüpfer ja Puttonen (2006, 204) kuvaavat teoksissaan tehokkuuden tunnuslukuja myös kiertoaikaluvuiksi. He

perustelevat näiden kahden ominaisuuden yhteenliittämistä sillä, että yritys pystyy lyhentämään tulojen kertymisaikaa ja kasvattamaan menojen kertymisaikaa tehostamalla toimintaansa. Tällä tavoin kiertoajoista pystyy arvioimaan myös yrityksen toiminnan tehokkuutta. (Kallunki & Kytönen 2002,88.) Yrityksen tehokkuutta kuvaavia tunnuslukuja on useita, mutta miltei kaikissa toistuu sama logiikka, ainoastaan tehokkuuden osa-alueet vaihtelevat (Knüpfer & Puttonen 2006, 204).

Tunnuslukujen ryhmittelytapoja on monia, mutta silti useasta ryhmittelymallista löytyy samoja fundamentteja yrityksen kannattavuudesta, rahoitusasemasta, joka pitää sisällään maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden sekä tuottavuudesta(tehokkuus). Tunnuslukuja analysoitaessa, sekä vertailtaessa niitä eri tilikausien välillä ja toimialan muiden agenttien kanssa, tunnuslukuanalyysi antaa myös informaatiota liiketoiminnan volyymin kasvusta. Näin pystytään analysoimaan liiketoiminnan taloudellista kokonaisuutta ja potentiaalia, joka tarjoaa mahdollisuuden liiketoiminnan kasvulle. (Salmi 2006, 122.)

Alla oleva Kuva 2 rakennuksesta kuvastaa yrityksen kokonaisuutta. Ilman tukevaa perustaa (kannattavuus) ja peruspilareita (rahoitusasema ja tehokkuus) ei yrityksellä olisi mahdollista rakentaa pitkälläkin aikavälillä kestävää kattoa (kasvumahdollisuuksia). Yhdessä nämä kaikki elementit mahdollistavat kuvan mukaisen liiketoimintakokonaisuuden.

Kuva 2 Terveen yrityksen liiketoiminnan perusrakenteiden ollessa kunnossa mahdollistuu myös yrityksen kasvu, jolloin yhdessä kaikki nämä rakennuselementit muodostavat toimivan liiketoimintakokonaisuuden.

Tunnuslukuanalyysin avulla pyritään kuvainnollisesti arvioimaan yrityksen liiketoiminnan perusrakenteiden kestävyyttä, jonka myötä pystytään kasvattamaan yritystä pitkällä tähtäimellä, terveellisellä nopeudella. Lähdettäessä kasvattamaan yritystä, heikoille elementeille, on liiketoiminnan tulevaisuuden näkymät pitkällä tähtäimellä todennäköisesti heikot. Vahvasti rakennettu yritys kestää myös ulkoisten eli eksogeenisten tekijöiden aiheuttamat olosuhteet.

4.2 Tunnuslukuanalyysissä huomioon otettavia seikkoja

Tunnuslukuja analysoitaessa on tunnusluvuille saatava vertailuarvoja, jotta lukujen tulkitseminen on mahdollista. Vertailuarvojen lähteiden valinnassa on otettava huomioon, että vertailtavat kohteet ovat samankaltaisia kuin tutkittava yritys. Valinnassa on varmistettava muun muassa, että vertailtava kohde on samalla alalla toimiva sekä tuotantorakenteeltaan ja toimintatavoiltaan verrannollinen yritys. Yritysten ollessa erilaisia tiettyjen tunnuslukujen arvot voivat olla vertailukelvottomia jo pelkästään yrityksien tuotannon erilaisuuden aiheuttaman kausaalisuuden vuoksi. (Stolowy & Lebas 2002, 584–585.)

Tunnuslukujen vertailu sekä yrityksen eri tilikausien ja muiden yritysten välillä on tärkeää, koska yhden yrityksen yhden tilikauden tietojen pohjalta lasketun tunnusluvun perusteella voi harvoin tehdä mitään johtopäätöksiä. Vertailu voidaan suorittaa monella eri tavalla. Yksi tapa on suorittaa vertailu ajallisella poikkileikkausanalyysillä, jossa tunnusluvut lasketaan tietyltä ajankohdalta ja vertaillaan eri yritysten arvoja tältä ajankohdalta. Toinen tapa on suorittaa aikasarja-analyysi, jossa lasketaan tunnuslukuja useiden peräkkäisten vuosien tilinpäätöksistä saatuun informaatioon perustuen ja vertaillaan näitä keskenään. (Niskanen & Niskanen 2003, 111.)

Tunnusluvut ilmoitetaan hyvin usein suhdelukumuotoisina. Tällä tarkoitetaan sitä, että valittu tilinpäätöserä suhteutetaan johonkin toiseen tilinpäätöksen erään kuten liikevaihtoon tai taseen loppusummaan. Tunnuslukujen suhdelukumuotoiseksi tekemisen tarkoituksena on saada tunnusluku proportionaaliseksi eli verrannolliseksi. Näin mahdollistetaan tunnuslukujen arvojen tasasuhteinen vertailu erikokoisten yritysten välillä eri ajankohtina. (Niskanen & Niskanen 2003, 111)

Tunnuslukuja käytettäessä yritysten tutkimisessa on analysoijan oltava tietoinen tunnuslukujen taustalla olevista tilastollisista ongelmista ja oletuksista. Tällaisia ovat

muun muassa tunnuslukujen taustalla olevat oletukset, kuten tasasuhteisuusoletukset, jakaumien poikkeavuudet sekä päällekkäisyydet tunnuslukujen sisältämässä informaatiossa. (Kallunki & Kytönen 2002, 167.) Henki-Fennian tapauksessa liiketoiminnan luonne ja tilinpäätöksen tuloslaskelman ja taseen laskentakaavojen erilaisuus perinteiseen liiketoimintaan verrattuna aiheutti ongelmia tunnuslukujen käyttökelpoisuudelle. Käyttökelpoisuusongelmia muodosti juuri tunnusluvun taustalla olevat oletukset ja tunnusluvun validiteetti.

Tunnuslukuanalyysin antamien mittaustulosten tarkkuus riippuu pääosin tunnuslukujen muuttujien lähteen eli tilinpäätösaineiston luotettavuudesta. (Niskanen & Niskanen 2003, 111.) Henki-Fennian tapauksessa oletetaan, että tilinpäätös on laadittu vallitsevan lainsäädännön mukaisesti ja oletetaan siis antavan oikean ja luotettavan kuvan yrityksen taloudesta ja liiketoiminnasta.

Tunnuslukujen mittaustulosten laatu riippuu myös tunnusluvun validiteetista sekä reliabiliteetista. Tunnusluku on validi, jos sen antamat tulokset ovat keskimäärin harhattomia ja se mittaa juuri sitä ominaisuutta, jota sen on tarkoituskin mitata. Reliabiliteetilla tarkoitetaan tunnusluvun antamien tulosten luotettavuutta. Tunnusluvun sanotaan olevan reliaabeli eli luotettava, jos sen antamien tulosten keskihajonta on pieni. Tällainen tunnusluku ei anna sattumanvaraisia arvoja. (Niskanen & Niskanen 2003, 111; Salmi 2006, 127.) Tutkielmassa oletetaan, että tutkimukseen mukaan otetut tunnusluvut ovat valideja sekä reliaabeleja, sillä kaikki niistä on yleisesti hyväksyttyjä sekä käytettyjä tunnuslukuja eikä tutkielmassa tutkittavan Henki-Fennian toimialan ole todettu aiheuttavan esteitä niiden käytölle. Lisäksi niiden käyttökelpoisuuden tutkimuksen kautta tutkimuksessa käytettävät tunnusluvut löytyvät muun muassa, joko Yritystutkimusneuvottelukunnan (2005, 55–72) laatimassa tilinpäätösanalyysioppaasta tai useista liiketalouden tutkimusta käsittelevistä teoksista.

Tunnuslukuja käytettäessä ja tukittaessa on otettava myös huomioon, että tunnusluvut perustuvat aina yrityksen historiaan, jolloin ei ole takeita, että yritystoiminta tai olosuhteet säilyisivät samanlaisena myös seuraavalla tilikaudella ja sen jälkeen. Tämän vuoksi on myös huomioitava, millä tavalla yrityksen toimintaan vaikuttavat eksogeeniset muuttujat ovat vaikuttaneet aikaisempina tilikausina sekä miten niiden arvioidaan vaikuttavan tulevaisuudessa.

4.3 Tunnuslukujen yleiset ohjearvot

Yritystutkimusneuvottelukunta antaa joillekin yleisimmille tunnusluvuille niin sanottuja ohjearvoja tai vertailuperusteita, joiden avulla tunnusluvun antamasta arvosta voidaan päätellä luvun informaatiosisältö. (Yritystutkimusneuvottelukunta 2005, 66–72). Ohjearvot eivät kuitenkaan ota huomioon esimerkiksi eri toimialojen välillä olevia tuotannontekijöiden välisiä suhteita, jonka takia ne voivat vääristää analyysin tuloksia. Tämän vuoksi niitä ei kannata käyttää ainoina vertailukohtina vaan verrata samalla toimialalla oleviin yrityksiin. (Niskanen & Niskanen 2003, 112.) Stolowy ja Lebas (2002, 588) kehottavat myös välttämään peukalosääntöjä tai tilastoituja listoja tunnuslukujen ohjearvoista, sillä ne eivät välttämättä sovi yrityksen analysointihetken tilanteeseen. Tunnuslukuanalyysin suorittamisen lisäksi myös liiketoimintaa oikealla tavalla analysoivien tunnuslukujen valinnan yhteydessä yrityksen analysoijan tulisi ymmärtää kyseessä oleva liiketoiminta ja toimiala. (Stolowy & Lebas 2002, 586).

5 HENKI-FENNIAN TUNNUSLUKUANALYYSI

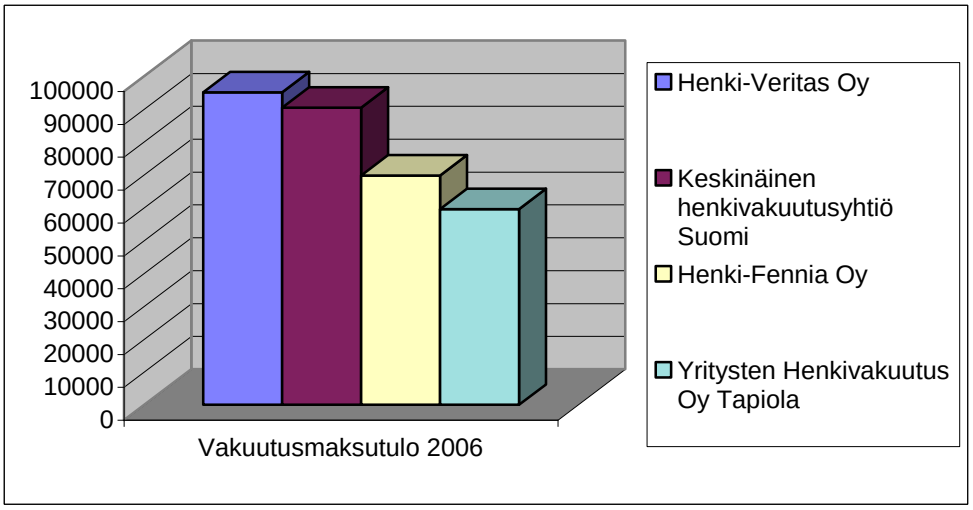
Tutkielmassa käytettävän tunnuslukuanalyysin ja valittujen tunnuslukujen tarkoituksena on tutkia, kyseenalaistaa sekä uudelleenarvioida Henki-Fennian liiketoiminnan tämänhetkistä taloudellista tilaa sekä yrityksen tulevaisuuden potentiaalia. Analyysi antaa tällä tavoin tukea arvonmäärityksessä tarvittavan tulevaisuuden ennusteskenaarioiden laatimiselle. On kuitenkin syytä muistaa, että tunnuslukuanalyysin pohjalta tehdyt johtopäätelmät yhtiön tulevaisuudesta eivät kuitenkaan muodosta absoluuttista totuutta vaan ovat analysoijan saatavilla olevan informaation perusteella tehtyjä hypoteeseja. Myös Stolowy & Lebas (2002, 585) mainitsevat teoksessaan, että tunnuslukuanalyysi antaa harvoin suoria totuuksia yrityksen taloudellisesta tilanteesta, vaan sen tarkoitus on nostaa esiin kysymyksiä. Stolowy ja Lebas pitävät tunnuslukujen laskentaa yleensä ensimmäisenä askeleena tilinpäätöksen tutkimisessa. Myös tutkielmassa Henki-Fennian numeerinen analyysi aloitetaan tunnuslukuanalyysilla, jotta lukija saadaan johdatetuksi sisälle yrityksen taloudelliseen hyvinvointiin sekä yhtiön historian kehitykseen. Näin on myös helpompi argumentoida varsinaisessa arvonmäärityksessä tehtyjä oletuksia ja johtopäätelmiä.

5.1 Tunnuslukujen vertailukohdat

Aikaisemmin on todettu muutamaan otteeseen, että vakuutusyhtiöitä vertailtaessa tulisi myös yhtiömuoto ottaa huomioon. Henki-Fennia Oy:n hallinnointitapa voi asettaa kuitenkin yhtiön hieman epätavalliseen asemaan. Vertailtaessa yrityksiä

tunnuslukuanalyysin yhteydessä olemme ottaneet edellä mainitun syyn vuoksi vertailuun sekä osakeyhtiömuotoisia, että keskinäisiä henkivakuutusyhtiöitä. Tunnuslukua voidaan verrata joidenkin tunnuslukujen kohdalla myös toisenkin toimialan yrityksiin, jos tunnusluvun ominaisuudet sen sallivat vääristämättä tuloksia. Tutkielmassa joidenkin tunnuslukujen kohdalla toimitaan kyseisellä tavalla, jos muiden henkivakuutusyhtiöiden tilinpäätöksissä vastaavia tunnuslukuja ei ole laskettu.

Vertailtavat yritykset on valittu henkivakuutusyhtiöiden kesken koon perusteella. Koon määrittämiseksi on käytetty yhtiön vakuutusmaksutuloja. Henki-Fenniaan verrattuna vuonna 2006 suurin piirtein saman vakuutusmaksutulon omaavia henkiyhtiöitä valittiin yhtiötä pienempänä toimijana Yritysten Henkivakuutus Oy Tapiola (Y-H-Tapiola) ja suurempina toimijoina Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö Suomi (Suomi-Yhtiö) ja suurimpana Henki-Veritas. Henkivakuutusyhtiö Suomen osalta käytämme koko konsernin lukuja yhtiön toimintarakenteen vuoksi, kuten esimerkiksi suurten toimintojen ulkoistamisten, jotta saisimme yhtiöstä mahdollisimman oikean kuvan. Vakuutusyhtiöiden kokoeroja on havainnollistettu Kuviossa 11.



kuvio 11 Tutkielmassa verrattujen henkivakuutusyhtiöiden vakuutusmaksutulot vuonna 2006 (Koivisto 2007b)

Seuraavaksi kerrotaan tutkimukseen valittujen tunnuslukujen valintaperusteista, ominaisuuksista, laskentakaavoista sekä niiden käyttökelpoisuudesta tähän tutkimukseen. Tunnusluvut ovat ryhmitelty neljään jo aikaisemmin mainittuihin ryhmiin liiketoiminnan fundamenttien mukaan. Ryhmittely jakautuu kannattavuutta, maksuvalmiutta, tehokkuutta sekä vakavaraisuutta määritteleviin tunnuslukuihin.

5.2 Henki-Fennian kannattavuus

Yrityksen kannattavuudella tarkoitetaan yrityksen kykyä tuottaa liiketoiminnallaan enemmän tuloja, kuin niiden hankkimiseen on tarvinnut uhrata menoja (Kallunki & Kytönen 2002, 74.) Yrityksen kannattavuutta voidaan mitata sekä pitkällä, että lyhyellä aikavälillä. Tilinpäätösanalyysin yhteydessä kannattavuuden mittaaminen on yleensä lyhyen aikavälin tarkastelua, mutta eri tilikausien välinen vertailu laajentaa analyysiä hieman pidemmälle. Kannattavuuden tunnusluvut ovat suhteellisen kannattavuuden mittareita. Tämä tarkoitetaan, että absoluuttisia kannattavuutta kuvaavia muuttujia suhteutetaan johonkin tilinpäätöksestä ilmenevään erään. (Niskanen & Niskanen 2000, 53–54.)

Henki-Fennia toimii hyvin pääomavaltaisella toimialalla, kuten kaikki muutkin henkivakuutusyhtiöt. Tämän vuoksi yrityksen kannattavuus ja pääomien tuotot ovat tärkeässä roolissa yhtiön menestymisen kannalta. Korkeat jälleensijoitettujen asiakkaiden pääomien tuotot antavat yrityksen tuloksen kasvamisen lisäksi myös asiakkaille parempia mielikuvia yrityksen kompetenssista. Tämä lisää yrityksen houkuttelevuutta ja lisää osaltaan näin Henki-Fennian asiakkaiden määrää ja vakuutusmaksutuloja.

Pääomien analysointi on myös tärkeää niiden aiheuttamien kustannusten vuoksi. Investointiin sitoutuneella pääomalla on aina kustannus, koska pääoma ei ole koskaan ilmaista. Pääomakulut rajoittavat pääomien käyttöä, sillä yrityksen liiketoiminnan kassavirta tarjoaa vain rajalliset resurssit pääomakustannusten kattamiseksi. Tämän vuoksi pääoman aiheuttamien kustannusten suuruus määrittelee, vaihtoehtoiskustannusten kautta, mihin käytettävissä olevat pääomat on kannattavinta sijoittaa. (Salmi 2006, 154.) Yrityksen on esimerkiksi kannattavampaa sijoittaa varojansa mieluummin pääomamarkkinoille, jos investoinnin vaihtoehtoiskustannus nousee pääomamarkkinoiden tuottoa korkeammaksi (Gravelle & Rees 2004, 238). Voitonmaksimoimiseksi yrityksen on siis taloudellisesti kannattavinta sijoittaa pääomat sellaisiin kohteisiin, joissa niiden tuotto on suurin mahdollinen, jolloin se on tehokkaassa käytössä (Salmi 2006, 154).

5.2.1 Yleistä yrityksen pääomia tutkivista tunnusluvuista

Pääoman tuottoa tutkivien tunnuslukujen tulkinta on jossain määrin toimialasta riippumatonta, sillä pääoma on aina samaa, sijoitetaan se sitten minne tahansa.

Pääomalle voidaan määrittää aina vähimmäistuotto, joka on määritetty yleensä riskittömimmän sijoituskohteen tuoton mukaan. Tämän vähimmäistuoton alle tuottaviin kohteisiin ei luonnollisesti yleensä sijoiteta. Riskittömimpänä sijoituskohteena pidetään valtion liikkeelle laskemia joukkovelkakirjalainoja eli obligaatioita. Valtion obligaatioiden riskittömyys riippuu kuitenkin joskus valtiosta, tarkemmin sanottuna lähinnä sen talouspolitiikasta ja sen talouden tilanteesta. Valtion obligaatioiden riskittömyyttä perustellaan erityisesti sillä, että valtiolla on oikeus kerätä veroja oman tarpeensa mukaan rahoittaakseen menonsa. Tämä oikeus merkitsee lainojen merkitsijöille sellaista vakuutta, jota mikään yritys ei voi tarjota. (Niskanen & Niskanen 2000, 209.) Tässä tutkielmassa Suomen valtion liikkeelle laskemien obligaatioiden oletetaan olevan riskittömiä sijoituskohteita. Vuonna 2007 Valtion konttorin esitteen mukaan (2007, 1) Suomen valtion liikkeelle laskemien obligaatioiden korko on 4,1 %, joka siis tarkoittaa, että talouden agentti voi teoriassa saada riskittömästi sijoittamalleen pääomalle tuottoa 4,1 % vuodessa.

Seuraavaksi kuvataan muutamia tutkielmaan valittuja yrityksen kannattavuutta analysoivia tunnuslukuja.

5.2.2 Liiketoiminnan nettotulosprosentti

Kuvattaessa liiketoiminnan voittoa valitaan usein tunnusluku, joka on määritetty suhteellisesti. Kannattavuuden ilmaiseminen suhteellisessa muodossa, absoluuttisen ilmaisutavan sijaan, on tärkeää, jotta rahamääräiset erot ja muutokset eri kausien välillä saataisiin eliminoiduksi. Tällä menettelytavalla saamme tunnusluvun vertailukelpoiseksi, sekä yrityksen tilikausien välillä, että eri yrityskokojen välillä. (Salmi 2006, 227.) Taseen omaisuuseriin perustuvan analyysin ohella kannattavuutta kuvaavia tunnuslukuja muodostetaan myös pelkästään tuloslaskelman eriin perustuen. Tunnetuin näistä on nettotulosprosentti, jonka avulla mitataan liiketoiminnan katetta ottaen huomioon kaikki säännölliset tuotot ja kulut. (Kallunki & Kytönen 2002, 79.) Nettotulosprosentin laskukaava Yritystutkimusneuvottelukunnan (2005, 57) teoksen mukaan on seuraavanlainen:

Kaava 1 Nettotulos prosentin laskentakaava

$$Nettotulos - \% = \frac{Liiketoiminnan nettotulos}{Liiketoiminnan tuotot\ yhteensä} \times 100\%$$

Nettotulosprosenttia vertailtaessa yritysten välillä on otettava huomioon, että tunnusluvut voivat olla samansuuruisia, vaikka yritysten toiminta sitoisi eri määrän omaa ja vierasta pääomaa (Kallunki & Kytönen 2002,79). Tämän vuoksi yritystä analysoitaessa kannattaa laskea rinnalle myös muita kannattavuutta arvioivia tunnuslukuja, jottei saataisi harhaan johtavia lopputuloksia.

Tunnusluvun arvoon ja kehitykseen vaikuttaa ehkä eniten yritystoiminnan kustannustehokkuus, sillä tehostamisella liiketoiminnan tuottoja saadaan suuremmaksi ja kuluja pienemmäksi, jolloin myös nettotulos saadaan kasvamaan. (Kallunki & Kytönen 2002, 77,79.)

Laskukaavassa osoittajana oleva nettotulos on oikaistun tuloslaskelman erä, johon on otettu mukaan liiketoiminnan varsinaiset tuotot, josta on vähennetty varsinaisesta liiketoiminnasta aiheutuneet kulut sekä poistot. Nettotulos on käytännössä sama erä kuin tutkielmassa tehdyssä tulosanalyysissä esiintyvässä voitto tai tappio ennen satunnaiseriä.
Nimittäjään puolestaan otetaan kaikki varsinaisesta liiketoiminnasta saadut tuotot.

Henki-Fennian vuoden 2006 nettotulosprosentiksi saadaan:

$$Nettotulos - \% = \frac{7\ 012\ 000€}{138\ 138\ 000€} \times 100\% \approx 5{,}1\ \%$$

Toimintaa voidaan pitää kannattavana, sillä nettotulosprosentti on positiivinen (Yritystutkimusneuvottelukunta 2005, 57). Henki-Fennian nettotulosprosentin riittävyys tai vaadittava taso määräytyvät muun muassa yrityksen pääomarakenteen vahvistamispyrkimysten ja voitonjakotavoitteiden mukaan. Yhtiö ei ole tilinpäätöksessään laskenut nettotulosprosenttia eikä siis ole myöskään asettanut sille tavoitteita. Vuoden 2006 tulosta on tilinpäätöksessä kommentoitu hyväksi (Henki-Fennian tilinpäätös 2006, 3), jonka perusteella voisimme arvioida myös nettotuloksen tyydyttävän yritystä. Yleisesti ottaen nettotulosprosentti Suomen kaupanalan pk-sektorilla oli vuonna 2006 Tilastokeskuksen (2006a) mukaan noin 2,6 %, johon nähden Henki-Fennian nettotulosprosentti on hyvä. Henki-Fennian vuoden 2006 nettotulosta verrattuna yhtiön tutkielmaan valittuihin kilpailijoihin (ks. laskelmat liitteessä 7) voimme huomata myös, että Henki-Fennian nettotulosprosentti oli hyvällä tasolla. seuraavasta taulukosta Henki-Fennian liiketoiminnan nettotuoton suuruuden verrattuna muihin vertailtaviin yhtiöihin. Liitteen 7 laskelman on lisäksi laskettu myös Suomi-

Yhtiön ja Veritas Henkivakuutuksen osalta, koska vuoden 2006 lukemat olivat aikaisempiin tilikausiin verrattuna poikkeavat. Verrattuna Henki-Fenniaa hieman pienempään Y-H-Tapiolaan, jonka nettotulosprosentti oli muihin vertailtaviin yhtiöihin nähden suurin (noin 4 %) Henki-Fennian nettotulosprosentin (5,1 %) voidaan todeta olevan hyvällä tasolla. Muiden yhtiöiden ja Henki-Fennian nettotulosprosenttien yhteenvedon voi katsoa liitteestä 4. Nettotulosprosentin perusteella yhtiön kannattavuuden voidaan todeta olevan suhteellisen hyvällä tasolla.

5.2.3 ROE

ROE (Return On Equity) eli oman pääoman tuottoprosentti on tunnusluku, joka rajaa yrityksen koko pääomasta yrityksen omistajan tai omistajien osuuden ja tutkii sille tilikaudella aikaansaatua tuottoa (Salmi 2006, 164). Oman pääoman tuotolla kuvataan sitä, paljonko yritys kykenee tekemään tuottoa sen omistajilta saaduille pääomille (Niskanen & Niskanen 2003, 116).

Julkisesti noteeratun yrityksen tapauksessa pääoman tuotolla on suuri merkitys, sillä yhtiön omistuspohja muodostuu pääomasijoittajista, joiden sijoitusten priorisointi perustuu niiden tuottoihin. Jos yhtiön pääoman tuottoprosentti ei saavuta markkinoiden (tai sijoittajan) asettamaa tuottovaatimusta, niin seurauksena on yrityksen omistusosuuksien myynti ja yrityksen osakkeiden kurssin lasku. Tämän vuoksi tutkielman oman pääoman tuottoprosentin laskeminen ja tulkitseminen eroaa pörssiyhtiön analysoinnista.

Oman pääoman tuottoprosentti lasketaan Henki-Fennialle Järvelän (2004, 55) teoksen mukaan seuraavasti:

	2006, (1000€)	**Liite/Sivu**
+/- voitto/tappio ennen satunnaisia eriä	7012	-/21
+ tuloverot varsinaisesta toiminnasta	1348	
+/- arvonkorotusrahastoon kirjattu oman pääoman arvonkorotus tai arvonkorotuksen peruutus	0	
+/- sijoitusten arvostuserojen muutos	-734	21
- verot (mukaan lukien laskennallisen verovelan muutos sijoitusten arvostuseroista)	0	
Osoittaja:	7626	

	2006 (1000€)	Liite/sivu
+ Oma pääoma	27751	-/7
+ vähemmistöosuus (kyseessä emoyhtiö)	0	
+/- sijoitusten arvostuserot laskennallisen verovelan vähentämisen jälkeen	27374	
Nimittäjä:	55125	

Keskinäisen vakuutusyhtiön oman pääoman tuoton on todettu olevan pienempi kuin osakeyhtiömuotoisen vakuutusyhtiön (Miettinen 2007, 94). Tähän on todettu olevan syynä muun muassa eri yhtiötyyppien voitonjakotapojen eroavaisuus. Osakeyhtiössä voitonjako omistajille suoritetaan osinkoja jakamalla, jolloin se ei vaikuta yhtiön varsinaiseen tulokseen. Keskinäisessä yhtiössä syntyneet voitot kohdistetaan vakuutusmaksujen alentamiseen, mikä puolestaan alentaa yhtiölle kertyviä vakuutusmaksutuloja. (Miettinen 2007, 94.)

Henki-Fennia Oy ei ole julkisesti noteerattu yhtiö vaan yrityksen omistaa Fennia ryhmän jäsenet eli Keskinäinen Vakuutusyhtiö Fennia (60 %) ja Eläke-Fennia (40 %). Omistusrakenteella on pyritty varmentamaan, että Henki-Fenniaa voidaan hallinnoida keskinäisyyden periaatteella. (Fennia-ryhmä 2005, 7.) Lisäksi Henki-Fennia ei ole maksanut osinkoja vuoden 2000 jälkeen, joka myös viittaa siihen, ettei yhtiö pyri maksimoimaan omistajiensa yhtiöön sijoittaman pääoman tuottoa. Keskinäisen vakuutusyhtiön tavoitteina ei ole omanpääoman tuoton maksimointi vaan asiakkaiden hyödyn maksimointi, jolloin tilikauden voitonjako kohdistetaan vakuutusmaksujen alentamiseen (Miettinen 2007, 94). Näiden tietojen perusteella voidaan jo ennen analyysin tekemistä arvioida, ettei Henki-Fennian pääoman tuotto olisi kovinkaan korkea.

Oman pääoman tuottoa vertailtaessa toimialan sisällä, on edellä mainittujen syiden vuoksi yhtiömuoto kuitenkin otettava huomioon, sillä kaikkien yhtiöiden tapauksessa hallinnointitapa ei välttämättä ole yhtenevä. Otettuamme huomioon edellä mainitut seikat, voimme laskea oman pääoman tuoton.

Kaava 2 ROE (Return On Equity) eli oman pääoman tuotto

$$ROE - \% = \frac{7\ 626\ 000€}{52\ 125\ 000€} \times 100 \approx 14{,}6\%$$

Laki ei velvoita henkivakuutusyhtiötä raportoimaan oman pääoman tuottoa tilinpäätöksissään, joten kyseinen tunnusluku ei näy minkään verrattavan yhtiön tilinpäätöksistä. Yleisesti vakuutus- ja pankkisektorilla ROE vaihtelee yhtiökohtaisesti. Henkivakuutusyhtiöistä ei ole saatavilla oman pääoman tuottoa koskevia lukemia kuin harvan yhtiön kohdalla. Esimerkiksi vuonna 2006 Henki-Sammon oman pääoman tuotto oli 30 %, mutta (Sampo-konsernin tilinpäätöksen tunnuslukutaulukko 2006). Tähän verrattuna Henki-Fennian vuoden 2006 ROE on melko heikolla tasolla. Kuitenkin vuonna 2005 ROE oli 25,9, joten vuoden 2006 ROE voi muodostaa vain poikkeavan lukeman yhtiön historiassa. Tunnuslukua vertailtaessa muihin yhtiöihin on otettava huomioon Henki-Fennian tapauksessa yhtiön voitonjakopolitiikka, joka on täysin erilainen kuin edellä mainitulla Sampo-konsernilla, ainakin jaettujen osinkojen perusteella arvioituna. Edellä mainittujen syiden takia tässä tutkielmassa ei perehdytä tarkemmin oman pääoman tuoton arvioimiseen, vaan ROE lasketaan, koska tunnuslukua tarvitaan vapaiden kassavirtojen diskonttaamisessa tarvittavan diskonttotekijän määrittämiseen.

5.2.4 ROI

ROI (Return On Investment) eli sijoitetun pääoman tuottoprosentti on yksi käytetyimmistä kannattavuuden tunnusluvuista (Niskanen & Niskanen 2003, 115). ROI:sta käytetään kirjallisuudessa myös lyhennettä ROIC (return on invested capital), mutta käytännössä ROI ja ROIC ovat sama tunnusluku.(Knüpfer & Puttonen 2006, 202). ROI- tunnusluvulla kuvataan yrityksen omistajien ja velkojien yritykseen sijoittaman pääoman tuottoa. (Niskanen & Niskanen 2003, 115.) ROI:n laskukaavan (Kaava 2) nimittäjässä olevan sijoitetun pääoman laskentakaava voi nähdä taulukosta 1. ROI:ta laskettaessa sijoitettu pääoma otetaan mukaan tilikauden alun ja -lopun keskiarvona (Yritystutkimusneuvottelukunta 2005, 59; Kallunki & Kytönen 2002, 75).

ROI:n laskemiseen tarvittavat muuttujat lasketaan Yritystutkimusneuvottelukunnan (2005, 59) mukaan seuraavasti:

Taulukko 1 Sijoitettu pääoma ja sijoitettu korollinen vieras pääoma (Lähde Yritystutkimusneuvottelukunta 2005, 58)

oikaistu oma pääoma	Pääomalainat
+ sijoitettu korollinen vieras pääoma	+ rahat rahoituslaitoksilta
Sijoitettu pääoma	+ eläkelainat
	+ sisäiset velat (pitkäaikainen)
	+ muut pitkäaikaiset velat
	+ korolliset lyhytaikaiset velat
	+ muut sisäiset korolliset lyhytaikaiset velat
	Sijoitettu korollinen vieras pääoma

Sijoitetuksi vieraaksi pääomaksi luetaan kaikki vieraan pääoman erät, joista maksetaan jollain tavalla korko tai tuotto, jolloin myös nollakorkoiset lainat ovat sijoitettua vierasta pääomaa. (Niskanen & Niskanen 2003, 115). Toisin sanottuna sijoitetulla pääomalla tarkoitetaan sitä pääomaa, joka yrityksen pitää hankkia yrityksen ulkopuolelta niin sanottujen prosessivelkojen, eli esimerkiksi liiketoiminnan yhteydessä syntyvien lyhytaikaisten saamisten, lisäksi liiketoiminnan rahoitukseen. Yrityksen velanantaja tai yritykseen sijoittaja vaatii sijoittamalleen pääomalle tuottoa joko lainan korkoina tai osinkoina. (Salmi 2006, 160.)

Laskettua ROI:n laskukaavaan tarvittavat muuttujat, voimme laskea sijoitustoiminnan tuoton Yritystutkimusneuvottelukunnan (2005) ohjeen mukaan Kaavan 2 osoittamalla tavalla.

Kaava 3 ROI (Return on Investment) eli sijoitetun pääoman tuotto

$$ROI = \frac{Nettotulos + Rahoituskulut + Verot(12kk)}{Sijoitettu\ pääoma\ keskimäärin\ tilikaudella} \times 100\%$$

Tunnuslukua verrataan ensisijaisesti pääoman painotettuun keskimääräiskustannukseen eli WACC:iin. (Niskanen & Niskanen 2003, 115). Yritystutkimusneuvottelukunnan teoksen (2005, 60) mukaan sijoitetun pääoman tuottoprosenttia voidaan pitää välttävänä, jos se on vähintään yrityksen korollisesta vieraasta pääomasta maksaman keskimääräisen rahoituskuluprosentin suuruinen. Sijoitetulle pääomalle on myös joissain teoksissa annettu ohjearvoja, joiden perusteella voidaan määrittää onko

tunnusluvun antama lukuarvo yrityksen liiketoiminnan kannalta positiivisen, neutraalin vai negatiivisen kuvan antava. Salmi antaa teoksessaan (2006) sijoitetulle pääomalle seuraavat ohjearvot:

Hyvä: ≥ 15 %
Tyydyttävä: = 5-14 %
Heikko: < 5 %

ROI:n laskeminen henkivakuutusyhtiölle on yritystutkimusneuvottelukunnan ohjeen (2005, 59)mukaan ulkopuoliselle analysoijalle mahdotonta tilinpäätösinformaation puutteen vuoksi. Otettaessa esimerkkinä Henki-Fennia huomataan, että taseessa erä vakuutusteknisen vastuuvelan vakuutusmaksuvastuu muodostaa ongelmia. Vakuutusmaksuvastuuseen sisältyy sekä varsinaisten Fennia-henkiturvien vakuutusmaksuja, että Fennia-säästötuotteen vakuutusmaksuja. Henki-Fennian tilinpäätöksen liitetiedoissa ei ole eritelty vakuutusmaksuvastuun sisältöä, jonka vuoksi ROI:n laskeminen perinteisin keinoin on tämän tutkielman osalta mahdoton tehtävä. ROI:n ominaisuuksista on kuitenkin tässä tutkielmassa kerrottu sen vuoksi, että käytämme tutkielmassa vastaavana lukuna vakuutusvalvontaviraston määräys- ja ohjekokoelman (3/002/2007, 1-75) mukaista tunnuslukua nimeltään *sijoitustoiminnan nettotuotto sitoutuneelle pääomalle (käyvin arvoin)*. Näin lukija voi vertailla perinteisen liiketoiminnan analysointiin tarvittavan tunnusluvun muuttujia sekä tutkielmassa käytettävän vastaavan tunnusluvun muuttujia. Suomessa henkivakuutusyhtiöt ovat edellä mainitun tahon toimesta velvoitetut laskemaan ja ilmoittamaan sijoitustoiminnan nettotuoton sitoutuneelle pääomall*e* tilinpäätöksessään, jonka vuoksi luku on myös vertailukelpoinen henkiyhtiöiden kesken.

Sijoitustoiminnan nettotuotto käyvin arvoin suhteessa sitoutuneeseen pääomaan lasketaan sijoituslajeittain ja sijoitusten yhteismäärälle ottaen huomioon tilikauden aikana tapahtuneet kassavirrat (Henki-Fennian tilinpäätös 2006; Vakuutusvalvontaviraston määräys- ja ohjekokoelma 3/002/2007). Henki-Fennian tilinpäätöksistä ilmenee, että vuonna 2006 tunnusluvun arvo oli noin 5 % (4,8) ja vuonna 2005 noin 8 % (8,01). Vuoden 2004 arvoja ei ole saatavilla, koska tunnuslukua ei ole laskettu tilinpäätöksiin, eikä sijoitustoiminnan nettotuottoja löydy käypäarvoisina. Muden yhtiöiden vastaavat luvut näemme seuraavasta taulukosta.

Taulukko 2 Henki-Fennian ja vertailtavien yhtiöiden sijoitustoiminnan nettotuotto vuosina 2004–2006. (lähde: vakuutusyhtiöiden tilinpäätökset 2004–2006)

	Henki-Fennia Oy			Yritysten henkivakuutus Oy Tapiola			Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö Suomi (konserni)			Veritas Henkivakuutus (Emoyhtiö)		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
sijoitustoiminnan nettotuotto sitoutuneelle pääomalle, käyvin arvoin (%).	-	8,01	4,87	7,1	8,7	5,5	8,60	17,50	6,50	8,40	9,10	11,10

Henki-Fennian viime vuosien sijoitustoiminnan nettotuottoprosentti on ollut keskimäärin huonolla tasolla verrattuna muihin yhtiöihin. Muutaman vuoden perusteella ei kuitenkaan voida sanoa, että kehitys olisi säilynyt samanlaisena kaikkina tilikausina.

5.2.5 WACC ja koko pääoman tuottoprosentti

Pääoman painotettu keskimääräiskustannus eli WACC (Weighted Average Cost of Capital) kuvaa sekä oman, että vieraan pääoman keskimääräistä kustannusta eli yrityksen eri rahoituslähteiden keskimääräistä tuottovaatimusta (Niskanen & Niskanen 2000, 278). WACC:ia käytetään usein yrityksen arvonmäärityksen yhteydessä diskonttauskorkona, jossa WACC kuvaa koko pääoman tuottovaatimusta. Erityisesti vapaan kassavirta-analyysin yhteydessä yrityksen kassavirrat diskontataan nykyhetkeen juuri koko pääoman tuottovaatimuksella, jota WACC edustaa. (Aho 2004, 25.) Henki-Fennian tapauksessa WACCI:a ei voida saatavilla olevan tiedon perusteella kuitenkaan määrittää, jonka vuoksi käytämme kokopääoman tuottoprosenttia arvonmääritysmallin tuottovaatimuksena. Koko pääoman tuottoprosentin määrittämisessä käytämme kuitenkin WACC:n laskukaavan logiikkaa, jotta saisimme sen lasketuksi. Tämän vuoksi käsittelemme vielä hieman WACC:n ominaisuuksia. WACC määritetään seuraavan kaavan avulla:

Kaava 4 WACC (Waighted Average Cost of Capital) eli painotettu keskimääräinen pääoman kustannus (Niskanen & Niskanen 2000, 278).

$$WACC = \left[\frac{OPO}{kokopääoma} \times (OPO_{tuotto\text{-}\%}) \right] + \left[\frac{VPO}{kokopääoma} \times (VPO_{tuotto\text{-}\%}) \times (1 - T_c) \right]$$

$$\left. \begin{array}{l} VPO = Vieras\ pääoma \\ OPO = Omapääoma \end{array} \right\} = Koko\ pääoma$$

$$OPO_{tuotto\text{-}\%} = oman\ pääoman tuottoprosentti\ eli\ tuottovaatimus\ (\%)$$

$$VPO_{tuotto\text{-}\%} = vieraan\ pääoman tuottoprosentti\ eli\ tuottovaatimus\ (\%)$$

$$T_c = yritysveroprosentti$$

Yllä olevassa WACC:n laskukaavassa viimeinen termi $(1-T_c)$ otetaan huomioon sen vuoksi, että tunnusluku on muiden yhtiöiden välillä vertailukelpoinen erilaisten rahoitusrakenteiden aiheuttamien arvostuserojen vuoksi. Toisena syynä on korkojen verovähennysedun aiheuttama ero yrityksen arvostuksessa. Tämä Modiglian ja Millerin propositioista ilmenevän, niin kutsutun verokilven (tax shield) arvo tulisi ottaa huomioon myös arvonmäärityksessä, jos sellainen on olemassa. (Koller, ym. 2005, 321–322; Niskanen & Niskanen 2000, 274–278.) Henki-Fennian tapauksessa kyseisiä verovähennyskelpoisia korkokuluja ei VYL:n (1 § 4) vuoksi ole ja saman lainsäädännön pykälien vuoksi myös henkivakuutusyhtiöiden rahoitusrakenne on erittäin tarkasti säädeltyä. Verokilven vaikutusta ei siis tarvitse ottaa tässä tutkielmassa huomioon.

WACC:n laskemisessa käytettävä oman pääoman arvo tulisi määrittää markkina-arvoisena, jos se on mahdollista. Henki-Fennian tapauksessa näin ei kuitenkaan voida menetellä, sillä yhtiö on noteeraamaton yritys. Tämän vuoksi käytämme oman pääoman tasearvoa. Vieraan pääomankin arvo tulisi määrittää markkina-arvoisena, mutta joillekin velkalajeille se ei aina ole mahdollista. Velkojen markkina-arvot ja tilinpäätöksen taseesta löytyvät tasearvot ovat usein kuitenkin huomattavasti lähempänä toisiaan kuin verrattuna oman pääoman vastaavassa vertailussa. Markkina-arvon käyttöä halutaan preferoida, koska se ottaa huomioon tulevaisuuden tuotto-odotukset. Kirja-arvoja käytettäessä erien arvostus perustuu puolestaan historian tapahtumiin. (Knüpfer & Puttonen 2006, 158.) Henki-Fennian tapauksessa valtaosa koko pääoman tuottoprosentin laskemiseen käytetyt vieraan pääoman erät muodostuvat sijoitusvakuutuksista, jotka on kaikki määritetty käyvästä arvostaan. Tämän vuoksi arvonmäärityksessä käytettävä diskonttokorko ottaa huomioon tulevaisuuden tuotto-odotukset, jolloin lopputulos saadaan luotettavammaksi.

Henki-Fennian tapauksessa myös kokonaispääoman tuoton laskemiseen tarvittavan vieraan pääoman tuottoprosentin määrittäminen on hankalaa, johtuen samoista tilinpäätöksen informaation puutteen aiheuttamista ongelmista, mitkä ilmenivat ROI:n ja WACC:n laskemisen yhteydessä. Näiden syiden vuoksi selvitämme tilinpäätöksestä puuttuvat tiedot saatavilla olevan tiedon perusteella rakennettavien matemaattisten yhtälöiden avulla. Tutkielmassa muuttujien ratkaisemisessa lähdetään liikkeelle Henki-Fennian tilinpäätöksen ilmoittamasta koko pääoman tuottoprosentista (käyvin arvoin), joka ilmoitetaan vuoden 2006 tilinpäätöksen tunnusluvuissa sivulla 20. Kyseessä olevan

tunnusluvun laskukaava ilmoitetaan sivulla 22. Seuraavassa taulukossa 3 ilmoitetaan sivun 22 laskukaavan osoittaja ja nimittäjä:

Taulukko 3 Henki-Fennian tilinpäätöksestä ilmenevän koko pääoman tuottoprosentin muuttujien muodostuminen.

	2006, (1000€)	**liite/sivu**
+/- liikevoitto/tappio	14104	-
+ rahoituskulut	10	-/8
+/- (vastuuvelan) perustekorkokulu	17272	-
+/- sijoitusten arvostuserojen muutos	-734	-/21
Osoittaja:	30652	

+ taseen loppusumma	740566	-/6
- sijoitussidonnaisten vakuutusten vastuuvelka	-207636	-/7
+/- Arvostusero (käyvän arvon ja kirjanpitoarvon erotus)	24374	6/15
Nimittäjä:	557304	

$$kokonaispääoman\ tuotto - \%(pl.\ sijoitussidonnaiset\ vakuutukset) \approx \frac{306662}{557304} \times 100 \approx 5{,}5\%$$

Yllä olevista tekijöistä tilinpäätöksistä löytyi kaikki nimittäjän laskemiseksi tarvittavat muuttujien arvot. Osoittajan osalta löytyivät kaikkien muiden muuttujien arvot, paitsi liikevoitto ja vastuuvelan perustekorkokulut. Liikevoitto on selvitetty tulosanalyysin avulla, joka löytyy tutkielman sivulta 81. Perustekorkokuluja ei myöskään oltu ilmoitettu tilinpäätöksissä, jonka vuoksi ne selvitettiin muodostamalla matemaattinen yhtälö voimassa olevien tietojen perusteella.

Henkivakuutusyhtiön tapauksessa perustekorkokululla tarkoitetaan tehdyille vakuutussopimuksille vuoden aikana hyvitettyä laskuperustekorkoa lisättynä/vähennettynä mahdollisilla laskuperustekoron täydennysvastuun muutoksilla (Vakuutusvalvontavirasto 3/002/2007, 1–80).

Seuraavaksi kaavassa 5 selvitetään perustekorkokulujen selvittämisessä käytetty laskentayhtälö:

Kaava 5 Perustekorkokulujen laskentayhtälö.

$$\frac{X}{557304} = 0{,}055$$
$$X \approx 30652$$
$$X = tilinpäätöksessä ilmoitetun\ kokopääoman laskumallin\ osoittajan summa$$

$$14104 + 10 + Y - 734 = 30652$$
$$Y = 17272$$
$$Y = perustekorkokulut$$

Tutkielmassa oletetaan, että Henki-Fennian tilinpäätöksen laadinnassa on noudatettu Vakuutusvalvontaviraston (3/002/2007, 1–80) määräys- ja ohjekokoelman mukaisia määräyksiä. Tässä tapauksessa huomataan, että tilinpäätöksessä ilmoitettu koko pääoman tuottoprosentti ei huomioi, sijoitussidonnaisia vakuutuksia. Halutessamme käyttää kyseistä tunnuslukua tutkielman vapaiden kassavirtojen diskonttauskorkona, on tunnusluku laskettava sellaiseen muotoon, joka ottaa huomioon myös liiketoiminnan kokonaisuuden kannalta todella merkittävät sijoitussidonnaiset vakuutukset. Tunnusluvun regeneroinnin rakennetta havainnollistetaan seuraavassa kaavassa 6.

Kaava 6 Koko pääoman tuottoprosentin regeneroinnin runko.

$$Regeneroitu\ kokopääoman\ tuotto - \% = A + B,\ josta$$
$$A = kokopääoman\ tuotto - \%(pl.\ sijoitussidonnaiset\ vakuutukset)$$

$$B = \frac{sijoitussidonnaisten\ vakuutusten\ arvo\ (käyvin\ arvoin)}{kokopääoman\ arvo\ (käyvin\ arvoin)} \times sijoitussidonnaisten\ vakuutusten\ tuotto - \%$$

Alla oleva laskelma muodostaa regeneroidun koko pääoman tuottoprosentin ensimmäisen termin (A):

Taulukko 4 regeneroidun koko pääoman tuotto-%:n termi-A:n laskeminen, yksiköt 1000€ (vrt Taulukko 2 edellä).

+/- liikevoitto/tappio	14104	
+ korkokulut ja muut rahoituskulut	10	
+/- (vastuuvelan) perustekorkokulu	0	
+/- arvonkorotusrahastoon/käyvän arvon rahastoon kirjattu arvonkorotus/peruutus	17272	
+/- sijoitusten arvostuserojen muutos	-734	$= \frac{30652}{764940} \times 100 = 4{,}01\%$
+ taseen loppusumma	740566	
+/- sijoitusten arvostuserot	24374	

Voimme huomata verrattaessa Taulukkoja 3 ja 4, että A-termin laskumallin nimittäjään on lisätty sijoitussidonnaisten vakuutusten määrä eli tilinpäätöksessä tämä on likimain taseen vastattavien puolelta ilmenevä sijoitussidonnaisten vakuutusten vastuuvelka.

Näin koko pääoman ensimmäinen termi saadaan korjatuksi sijoitussidonnaisia vakuutuksia huomioivaksi.

Seuraavaksi lasketaan regeneroidun mallin termi B:

Taulukko 5 Regeneroidun koko pääoman tuotto-%:n termi-B:n laskeminen.

$$B - termi = \left(\frac{sijoitussidonnaisten\ vakuutusten\ arvo}{koko\ pääoman\ arvo} \right) \times sijoitussidonnaisten\ vakuutusten\ tuotto - \%$$

Lopulta regeneroidun mallin avulla saamme Henki-Fennian koko pääomalle tuottoprosentin, joka ottaa huomioon kaikki yhtiön liiketoiminnassa käytetyt pääomat sekä niiden tuotot. Tämä regeneroitu termi on nyt käyttökelpoinen vapaiden kassavirtojen diskonttaustekijänä.

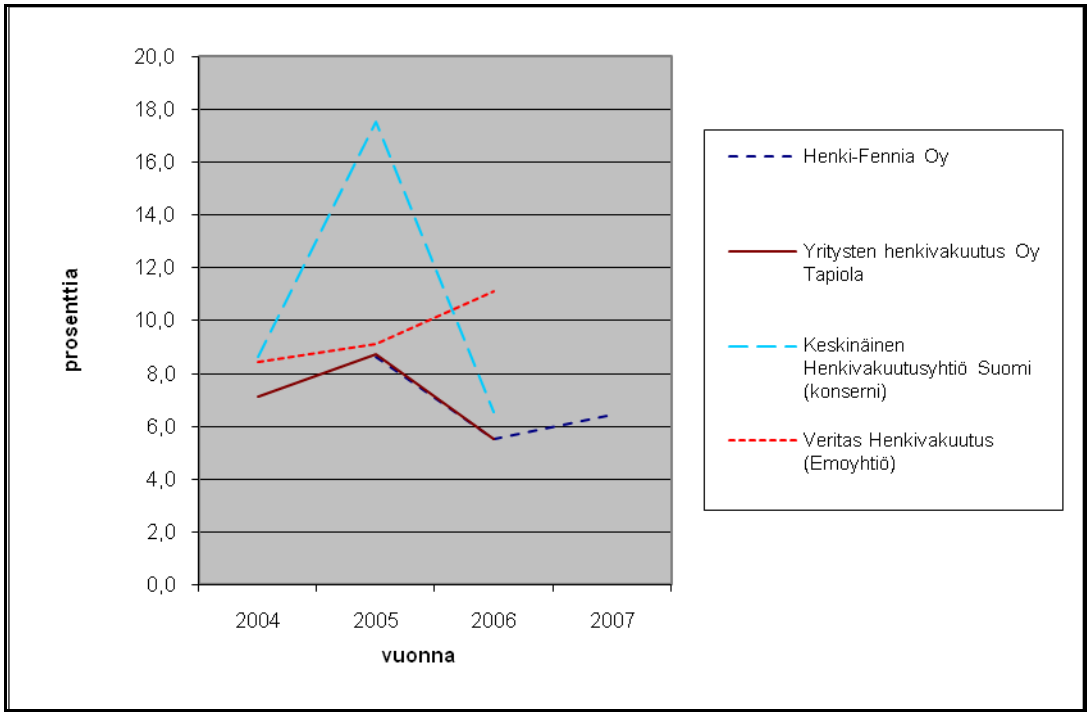
Kaava 7 Regeneroitu Henki-Fennian koko pääoman tuottoprosentti.

$$Koko\ pääoman\ tuotto - \% = A + B = \left[\left(\frac{30652}{764940} \times 100 \right) + \left(\frac{207636}{557304} \times 0{,}15 \right) \right] \times 100 \approx 9{,}43\,\%$$

Regeneroitu koko pääoman tuotto ei luonnollisestikaan ole vertailukelpoinen muiden henkivakuutusyhtiöiden kanssa, mutta tilinpäätöksessä ilmoitettu kokonaispääoman tuottoprosentti ilmoitetaan myös vertailtavien yhtiöiden tilinpäätöksissä. Henki-Fennian tunnusluvun arvoa on verrattu seuraavassa taulukossa muihin yhtiöihin.

Taulukko 6 Koko pääoman tuottoprosentin vertailu valittujen henkiyhtiöiden välillä. (lähde henkivakuutusyhtiöiden vuoden 2006 tilinpäätökset)

	Henki-Fennia Oy				Yritysten henkivakuutus Oy Tapiola			Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö Suomi (konserni)			Veritas Henkivakuutus (Emoyhtiö)		
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Koko pääoman tuottoprosentti		8,6	5,5	6,4	7,1	8,7	5,5	8,6	17,5	6,5	8,4	9,1	11,1



kuvio 12 Koko pääoman tuottoprosentti henkivakuutusyhtiöiden välillä.

Yllä olevista taulukon 6 arvoista ja arvojen perusteella tehdystä viivadiagrammista (kuvio 12) voimme nähdä, ettei Henki-Fennian koko pääoman tuotto ilman sijoitussidonnaisten vakuutusten osuuksia verrattuna muihin vertailukohteisiin ole kovinkaan hyvä. On kuitenkin muistettava, että sijoitussidonnaisten vakuutusten vaikutus liiketoiminnan tuottoon on merkittävä. Tämän vaikutus kokonaispääoman tuoton nousuun on regeneroidun ja tilinpäätöksissä raportoitavan koko pääoman tuottoprosentin välillä on lähes neljä prosenttia. Vuoden 2004 osalta Henki-Fennian kyseessä olevan tunnusluvun arvoa ei ollut saatavilla, sillä lainsäädäntö, joka velvoitti ilmoittamaan tunnusluvun henkivakuutusyhtiön tilinpäätöksessä tuli voimaan Vakuutusvalvontaviraston mukaan vasta 11.2.2005.

Henki-Fennian kannattavuuden analysoinnin tuloksia tulkittaessa on otettava huomioon, että niihin vaikuttaa kohtalaisen lyhyt arviointi periodi, Henki-Fennian ikä yhtiönä sekä saatavilla olevan informaation puutteellisuus. Ulkopuolisen analysoijan on kuitenkin tehtävä arviointi saatavilla olevan tiedon perusteella, jonka vuoksi Henki-Fennian kannattavuudessa on tutkielmaan valittuihin yhtiöihin verrattuna kehittämisen varaa. Yhtiön tehostaessa toimintojaan ja kilpailukykyään, sillä on kuitenkin hyvät mahdollisuudet parantaa kannattavuuttaan.

5.3 Henki-Fennian maksuvalmius

Maksuvalmiudella tarkoitetaan yrityksen kykyä suoriutua juoksevista, lyhyen aikavälin liiketoiminnan rahallisista velvoitteista ja yllättävistä maksuista. Perinteistä liiketoimintaa tutkittaessa erityisesti velkojat ja tavaran toimittajat ovat kiinnostuneita yrityksen maksuvalmiuden tunnusluvuista.

Henki-Fennian toimialan luonne on erilainen verrattuna perinteiseen liiketoimintaan, sillä Henki-Fennia ei lainsäädännön (VYL 1 § 4) vuoksi saa ottaa luottoa ulkopuolisilta osapuolilta, paitsi kyseisen pykälän erikoistilanteissa. Henki-Fennia ei myöskään toimita konkreettisia tavaroita asiakkaillensa. Yhtiön maksuvalmius on myös vakavaraisuuden tarkan valvonnan vuoksi turvattu (ks. s. 52) ja todettakoon, ettei Henki-Fenniaa ole vakuutusalan yritysten valvontaa harjoittavien taholta asetettu selvitystilaan (ks. s. 52), jonka vuoksi ei yhtiön tämän hetkistä, eikä lähitulevaisuudenkaan maksuvalmiuskykyä ole aihetta epäillä.

Suomalaisten vakuutusyhtiöiden maksuvalmiutta ei ilmeisesti pidetä yleisestikään mielekkäänä tutkimuskohteena, sillä vakuutusalan kirjallisuudessakaan ei ole kyseistä aihepiiriä juuri käsitelty. Edellä mainittujen syiden vuoksi on siis perusteltua luottaa myös Henki-Fennian maksuvalmiuden tasoon, jonka vuoksi Henki-Fennian maksuvalmiutta ei ole tarpeellista sen tarkemmin analysoida.

5.4 Henki-Fennian tehokkuus

Yrityksen tehokkuus on tärkeä indikaattori sijoittajille yrityksen arvontuottamiskyvystä. Yrityksen tehokkuuden avainasemassa on pääomien tehokas käyttö, sillä rahoitusta tarjoavien sijoittajien tuottovaatimus on täytyttävä. Tehokkuuden määrittelymenetelmiä ja tunnuslukuja on useita, mutta lähes kaikki ovat logiikaltaan samankaltaisia, ainoastaan tehokkuuden tutkimisen kohde vaihtelee. (Knüpfer & Puttonen 2006, 204; Piispanen 1995, 76.) Tehokkuuden tunnusluvut eriytetään joskus erikseen yleisimmistä kolmesta tunnuslukujen ryhmittelyluokasta, jotka ovat kannattavuus, maksuvalmius ja vakavaraisuus. Kiertoaika- tai tehokkuusluvut luetaan kuitenkin useissa teoksissa maksuvalmiuden tunnuslukuihin. Tälle perusteena esimerkiksi Niskanen & Niskanen (2003, 122) käyttävät sitä, että erilaisten erien kiertoaikaa ja -nopeutta mittaavien tunnuslukujen avulla voimme tarkastella käyttöpääomien sitoutumista ja kuinka nopeasti ne muuttuvat yrityksessä rahaksi. Samoja tunnuslukuja voidaan kuitenkin luonnehtia myös tehokkuuden tunnusluvuiksi, sillä yritykselle on tärkeää ulkopuolisen

rahoituksen saamisen jatkuvuuden kannalta, että se kykenee tyydyttämään sijoittajien tuottovaatimuksen käyttämällä tehokkaasti yrityksen käyttöön luovutettuja pääomia. (Knüpfer & Puttonen 2006, 204.)

Tämän tutkielman kannalta Henki-Fennian tehokkuuden tutkiminen antaa tukea liiketoiminnan tulevan kehityksen ennustamiselle. Liiketoiminnan tehokkuuden ollessa huonolla tasolla, voidaan tulevaisuudenkin estimaatit laatia normaalia varovaisemmilla oletuksilla. Henkivakuutusyhtiöiden tehokkuutta tutkivia tunnuslukuja ei löydy aihetta tutkivista teoksista monia, joten tähän tutkielmaan on otettu vertailtavuusongelmankin vuoksi ainoastaan kaksi yrityksen tehokkuutta kuvaavaa tunnuslukua.

5.4.1 Liikekustannussuhde kuormitustulosta

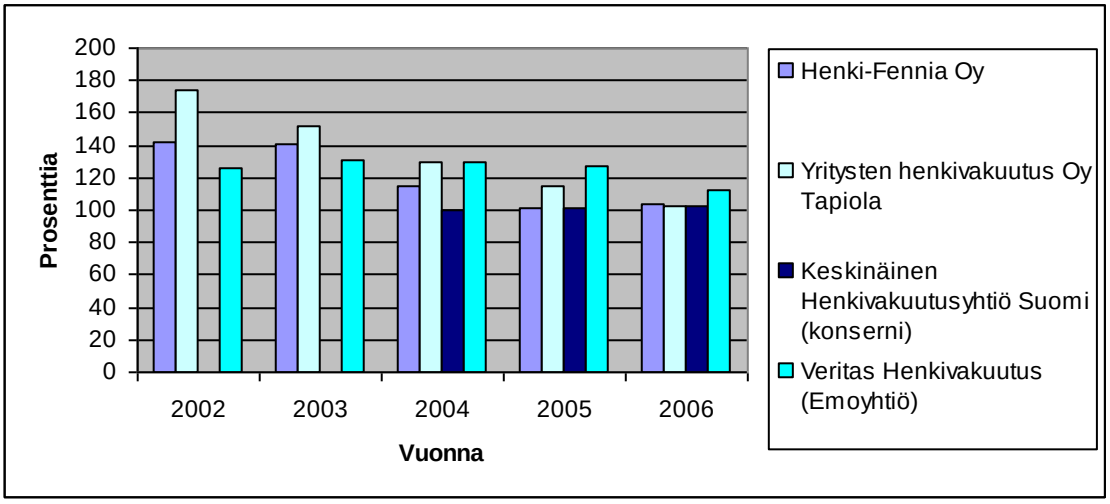
Ainoastaan henkivakuutusyhtiöiden käytössä oleva tunnusluku, joka kuvaa liiketoiminnan tehokkuutta kulusuhdetta tutkimalla on nimeltään liikekustannussuhde. Kuormitustulo lasketaan Järvelän teoksen 2004, 57) mukaan seuraavasti:

Kaava 8 Liikekustannussuhteen laskentakaava

$$\text{Liikekustannussuhde} = \frac{\text{Liikekulut enne vakuutusten aktivoitujen hankintamenojen muutosta} + \text{korvausten selvittelykulut}}{\text{Kuormitustulo}}$$

Laskukaavassa esiintyvällä kuormitustulo on laskuperusteiden mukaan liikekustannusten kattamiseen tarkoitettu erä. Henkivakuutusyhtiöiden osalta syntyneet kustannukset suhteutetaan arvioituihin vakuutuksista aiheutuneisiin kustannuksiin, joiden perusteella osaltaan myös vakuutusten hinnat määräytyvät. Liikekustannussuhde kertoo, paljonko vakuutustoiminnan liikekuluihin on mennyt siihen varatuista varoista. (Järvelä 2004,58.)

Liikekustannussuhteen määrittämien yhtiön ulkopuoliselle analysoijalle, ilman yrityksen sisäisiä tietoja on mahdotonta, sillä esimerkiksi kuormitustuloa ei ilmoiteta yhtiön tilinpäätöksissä. Tutkielmassa on siis uskottu, että Henki-Fennia on laskenut liikekustannussuhteet eri tilikausilla oikein. Liikekustannussuhteen kehityksen voi nähdä seuraavassa Kuviossa 13.



Kuvio 13 Liikekustannussuhteet eri vakuutusyhtiöiden välillä. (lähde: vakuutusyhtiöiden tilinpäätökset)

Kustannussuhdetta analysoitaessa tunnusluku antaa yhtiöstä, sitä paremman kuvan, mitä pienempi kustannussuhdeprosentti on. Kustannussuhteen ollessa yli 100, ylimenevä osa on katettu yhtiön liiketoiminnan muilla tuloilla kuin vakuutusmaksutuloilla, kuten esimerkiksi sijoitustoiminnan tuotoilla. Yleinen tunnusluvun kehityksen trendi on selvästi ollut vuodesta 2002 laskeva. Henki-Fennian kustannussuhde muihin yhtiöihin nähden on vuodesta 2002 parantunut huomattavasti muihinkin yhtiöihin nähden. Vuonna 2006 kustannussuhde oli näihin neljään muuhun yhtiöön verrattuna kolmanneksi paras tai toiseksi huonoin. Joka tapauksessa yhtiön tehokkuudessa tällä mittarilla mitattuna on vielä parannettavaa.

Liikekustannussuhteen voi Vakuutusvalvontaviraston määräys- ja ohjekokoelman mukaan (3/002/2007, 1–82.) laskea myös sijoittamalla nimittäjään kuormitustulon sijaan taseen loppusumman. Tähän tutkielmaan ei ole kuitenkaan otettu mukaan taseeseen suhteutettuja liikekuluja, sillä liikekustannussuhteen on, tutkielman informaation tarvetta huomioiden, arvioitu antavan riittävän kuvan Henki-Fennian tehokkuudesta.

5.4.2 Pääoman kiertonopeus (capital turnover ratio)

Pääoman kiertonopeudella tarkoitetaan sitä, kuinka nopeasti liiketoiminta antaa tuottoina takaisin sen sitoman pääoman (Salmi 2006, 154). Tilinpäätöksen kannalta ilmaistuna tunnusluku arvioi, kuinka monta euroa yritys on tuottanut liikevaihtoa yhtä taseessa olevaa euroa kohden (Knüpfer & Puttonen 2006,204). Tilikausien välillä lukua

vertailtaessa kiertonopeuden nousu tarkoittaa, että liiketoimintaan sitoutuneet varat saadaan nopeammin takaisin yritystoiminnan muuhun käyttöön tai sitä, että tuotot saadaan aikaiseksi pienemmällä pääomalla. (Salmi 2006, 154.)

Pääoman kiertonopeus lasketaan Knüpfer & Puttosen (2006, 204) mukaan seuraavasti:

Kaava 9 Pääoman kiertonopeus.

$$Pääoman\ kiertonopeus = \frac{Liikevaihto}{Taseen\ lopppusumma}$$

Kuitenkin Henki-Fennian tapauksessa liikevaihtoa ei tuloslaskelmassa esitetä, jonka vuoksi sovellamme hieman liikevaihdon käsitettä yhtiön liiketoiminnan luonnetta vastaavaksi.

Liikevaihtoon voidaan lukea KPL (4 § 1) mukaan kirjanpitovelvollisen varsinaisen toiminnan myyntituotot. Henki-Fennian tapauksessa myytävät hyödykkeet ovat vakuutuksia, joten voimme korvata liikevaihdon yhtiön vakuutusmaksutulolla, jolloin pääoman kiertonopeus saadaan seuraavaan muotoon:

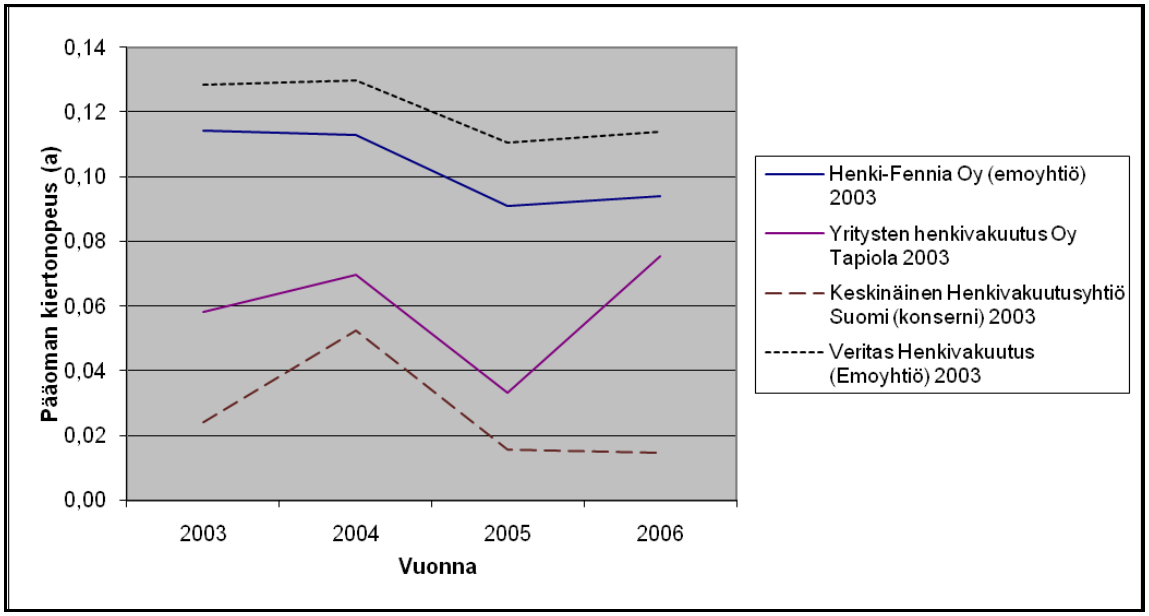
Kaava 10 Pääoman kiertonopeus muunneltu henkivakuutusyhtiön tuloslaskelman- ja taseen kaavaan sopivaksi.

$$Pääoman\ kiertonopeus = \frac{Vakuutusmaksutulo(\ jälleenvakuuttajienosuuden\ jälkeen)}{Taseen\ lopppusumma}\ (vuotta)$$

Yleisen liiketoimintalogiikan mukaan pääoman kiertonopeuden pienentyessä liiketoiminnan voittoprosentti kasvaa, jolloin yrityksen tehokkuuden voidaan arvioida parantuvan. Saman logiikan mukaan tunnusluvun numeerinen kasvaminen on yrityksen tehokkuuden kannalta negatiivinen asia. Näiden kahden tunnusluvun suhteen luonne riippuu toimialan ja liiketoiminnan luonteesta. (Salmi 2006, 155.)

Perinteisessä liiketoiminnassa pääomien kiertonopeuden pienuus viitta siihen, että pääoman on sidottu tuotantoon pitkäksi ajaksi ja viittaa yhtiön tehottomuuteen. Toisaalta henkivakuutusalalla tilanne voi olla päinvastainen, sillä mitä kauemmin varat on sidottu arvopapereihin, sitä kauemmin asiakassuhde jatkuu, jolloin Henki-Fennia saa enemmän palkkioita myydyistä vakuutuksistaan.

Vertailtavat henkivakuutusyhtiöt eivät ilmoita tilinpäätöksissään pääomansa kiertonopeutta, jonka vuoksi laskemme myös vertailtaville yhtiöille pääoman kiertonopeudet, joiden vuosittainen kehitys on nähtävissä seuraavasta kuviosta:



Kuvio 14 Henkivakuutusyhtiöiden pääoman kiertonopeudet. (lähde: Finanssialan keskusliitto 2006d)

Kuvion 14 perusteella Henki-Fennian tehokkuus pääomien kiertonopeudella mitattuna on trendimäisesti laskenut, joka voisi indikoida tehokkuuden heikentymisestä. Tämä on kuitenkin viime aikoina lähtenyt takaisin nousuun, joten tulevaisuus näyttää miten pääomien kiertonopeuden kehitys jatkuu. On huomioitava, että tarkasteluperiodin on melko lyhyt, vuoden 2003 aikaisempien tilinpäätösten heikon saatavuuden vuoksi, joten tämän tunnusluvun osalta ei vakuuttavia johtopäätelmiä voida tehdä. Kuviosta 17 näkee, että Henki-Fennian pääomien kiertonopeus on vertailussa toiseksi suurin. Tämä voisi viitata esimerkiksi pitkistä asiakassuhteista, joka on yhtiön kannalta hyvä asia

5.5 Henki-Fennian vakavaraisuus

Yrityksen vakavaraisuudella tarkoitetaan yrityksen oman- ja vieraan pääoman osuutta koko pääomasta. Yritystutkimuksessa vakavaraisuuden tutkimista voidaan myös kutsua velkaisuuden tai ja rahoitusrakenteen tutkimukseksi. Vakavaraisena pidetyn yrityksen pääomasta vieraan pääoman osuus ei ole liian suuri, jolloin se pystyy ponnisteluitta selviytymään vieraan pääomanehtoisten lainojen korkokuluista talouden laskusuhdanteissakin. (Kallunki & Kytönen 2002, 80.)

Vakuutusalalla yhtiöiden vakavaraisuus on tarkoin säädeltyä valtion virastojen taholta ja perustuu muun muassa Vakuutusyhtiölakiin(11 § 4–14), jossa yhtiön pääomien vähimmäismääriä koskevat säädökset löytyvät. Vakuutusyhtiön laiminlyödessä vakuutusyhtiölain asettamat vakavaraisuusvaatimukset, asetetaan yhtiö,

Vakuutusvalvontaviraston toimesta, selvitystilaan (VYL 15 § 4). Henki-Fennia ei kuitenkaan ole koko toiminta historiansa aikana ollut asetettuna selvitystilaan, mutta tarkastelemme silti muutaman tunnusluvun avulla yhtiön vakavaraisuutta selvittääksemme yhtiön vakavaraisuuden tason muihin yhtiöihin verrattuna.

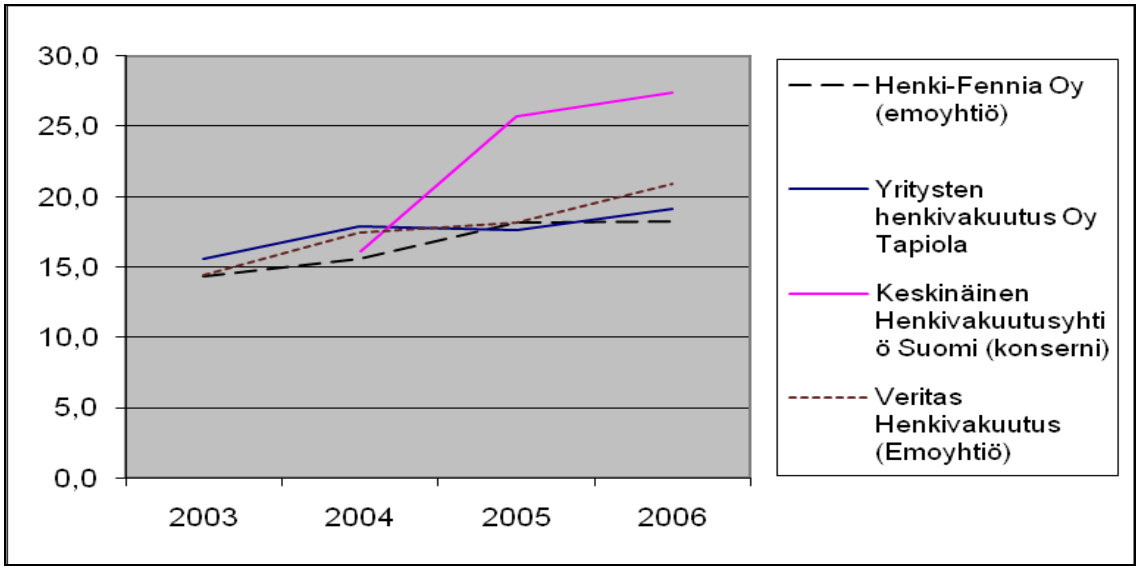
5.5.1 Vakavaraisuuspääoma suhteessa vastuuvelkaan

Henkivakuutusyhtiön vakavaraisuutta tutkittaessa, voi ulkopuolinen analysoija käyttää analysoinnissa vakavaraisuusasteeseen verrattavissa olevaa vakavaraisuuspääoma suhteessa vastuuvelkaan. Kyseisen tunnusluvun laskeminen Henki-Fennian tapauksessa lasketaan Järvelän teoksen (2004, 59) mukaan seuraavasti:

Kaava 11 Tunnusluvun vakavaraisuuspääoma suhteessa vastuuvelkaan laskentakaava. (lähde: Järvelä 2004, 59)

$$\text{Vakavaraisuuspääoma suhteessa vastuuvelkaan} = \frac{\text{vakavaraisuuspääoma}}{\text{Omalla vastuulla oleva vakuutustekninen vastuuvelka} - \text{tasoitusmäärä} - (0{,}75 \times \text{sijoitusidonnaisten vakuutusten vastuuvelka})} \times 100$$

Alla olevasta Kuviosta 15 voimme todeta Henki-Fennian vakavaraisuuden olevan kolmen muun henkivakuutusyhtiön kanssa likimain samalla tasolla. Suomi-yhtiö on selvästi kuitenkin muita yhtiöitä paremmalla vakavaraisuuden tasolla.



Kuvio 15 Henki-Fennian ja vertailuyhtiöiden vakavaraisuuden kehitys vuosina 2003–2006.

Tutkittaessa vakavaraisuuspääoman suhdetta vastuuvelkaan, voimme todeta Henki-Fennia vakavaraisuuden olevan normaalilla tasolla.

5.5.2 Toimintapääoman määrä

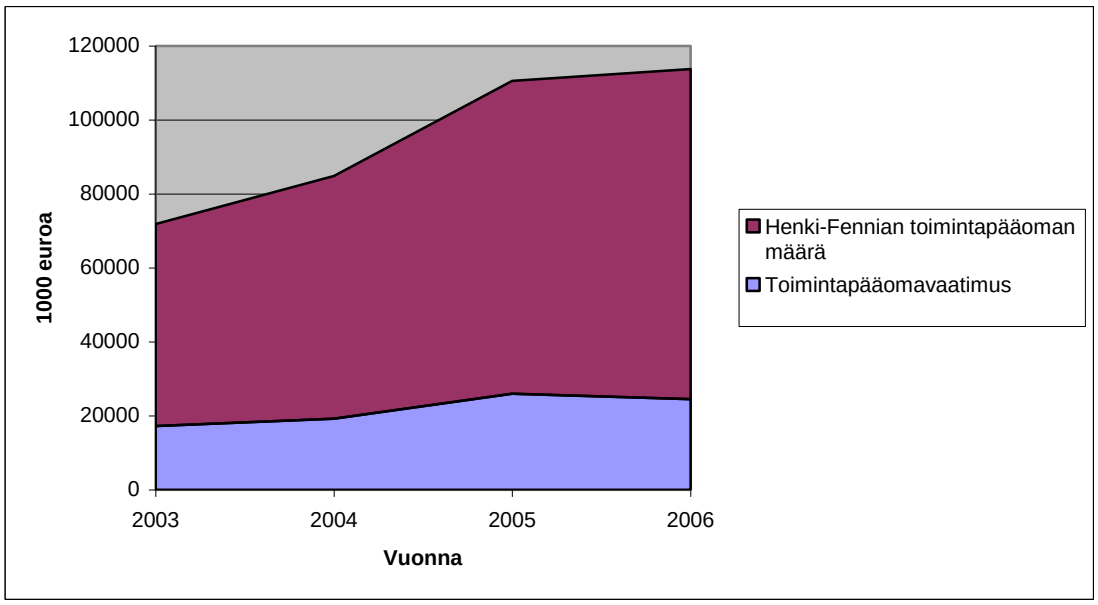
Vakuutusyhtiölaki (11 § 4) edellyttää henkivakuutusyhtiötä pitämään toimintapääomansa tietyllä tasolla. Kuten aikaisemminkin mainittiin, jos yhtiön toimintapääomavaatimus täyty Vakuutusvalvontavirasto asettaa yhtiön selvitystilaan. Seuraavaksi selvitetään onko Henki-Fennian tapauksessa vaaraa, että yhtiö asetettaisiin lähitulevaisuudessa selvitystilaan.

Henki-Fennian tilinpäätöksissä ilmoitetaan sekä toimintapääoman määrä, että lainsäädännön vaatima toimintapääoman määrä. Suhteutettuna yhtiön toimintapääomanmäärän ja vaaditun toimintapääoman määrän saadaan vaatimustason ylittämisen taso. Laskukaavana esitettynä tunnusluku saadaan seuraavaan muotoon:

Kaava 12 Toimintapääoman määrän suhde VYL:n vaatimustasoon.

$$\frac{Yhtiön\,toimintapääoman\,määrä}{VYL\,11\,\S\,4\;mukainen\,toimintapääomavaatimus} \times 100$$

Seuraavassa Kuviossa 16 näemme kehitetyn tunnusluvun kehityksen.



Kuvio 16 Henki-Fennian toimintapääoman kehityksen suhde VYL:n mukaisten vaatimuksiin verrattuna. (lähde: Henki-Fennian tilinpäätökset 2006 ja 2004)

Huomaamme myös Kuviosta 16, että Henki-Fennia on kasvattanut vakavaraisuuttaan verrattuna lainsäädännön määrittämiin vaatimustasoihin verrattuna. Muihin yhtiöihin verrattuna Henki-Fennian vakavaraisuus on hyvällä tasolla, sillä Tapiolalla toimintapääoman määrä vuonna 2006 oli 316,8 ja Veritas Henkivakuutuksella 397,0. Suomi yhtiöllä lukemia ei ollut saatavilla. Toimintapääoman määrän perusteella

tutkittava yhtiön vakavaraisuuden kehitys näyttäisi olevan yhtiön jatkon kannalta positiivinen, mutta tarkempia päätelmiä tulevasta kehityksestä ei kuitenkaan voi tehdä.

Edellä olevien analyysien perusteella voimme todeta Henki-Fennian vakavaraisuuden olevan hyvällä tasolla. Vakavaraisuuden ei myöskään arvioida muodostavan uhkaa yhtiön tulevalle kehitykselle.

6 ARVONMÄÄRITYSMENETELMIÄ

Yrityksen arvomäärityksessä ja yrityskauppojen kirjaamismenettelyn yhteydessä käytettävät arvostusmenetelmät voidaan Keskuskauppakamarin hyväksymien tilintarkastajien yhdistyksen (KHT-yhdistys) julkaiseman teoksen mukaan jakaa kolmeen ryhmään. Näitä ovat markkina-, kustannus- ja tuottoperusteiset menetelmät. Markkinaperusteisen menetelmän avulla arvo saadaan määritettyä, joko suoraan markkinoilta esimerkiksi osakkeiden noteerausten perusteella tai epäsuorasti vertaamalla omaisuuserää noteerattuun kohteeseen. Markkinahinnat ovat toimivilta markkinoilta yleisesti saatavilla, jos kyseessä on homogeeninen tuote markkinoiden tuotteiden kanssa. Yrityksen omaisuuserät voivat kuitenkin olla myös erittäin heterogeenisia, jolloin kyseessä olevalle omaisuuserälle ei välttämättä ole olemassa markkinoita. Tällaisessa tilanteessa omaisuuserän käypäarvo on määritettävä muunlaisin keinoin, kuten esimerkiksi jäljempänä mainitulla kustannusperusteisella menetelmällä.

Koller, Goedhart & Wessels (2005, 680) mainitsevat muutamia syitä, miksi vakuutusyhtiöiden arvostaminen on ulkopuoliselle todella hankalaa. Tässä tutkielmassa merkittävämmäksi hänen mainitsemistaan haasteista muodostuu yrityksen liiketoiminnan tulevien tuottojen ja kulujen arvioiminen pitkällä tähtäimellä. Tämä johtuu muun muassa siitä, että Henki-Fennian joidenkin tuotteiden, kuten esimerkiksi Fennia-säästövakuutuksen aiheuttamat tulevat kassavirrat perustuvat asiakkaiden päätöksiin jatkaa säästämistä tai lunastaa säästöt yhtiöstä. Näiden päätöksien arvioiminen perustuu tässä tutkielmassa ainoastaan yhtiön liikehistoriaan, jolloin toiminnan oletetaan karkeasti jatkuvan samankaltaisena.

6.1 Markkinaperusteiset menetelmät

Henki-Fennia ei ole pörssinoteerattu yhtiö, joten markkinaperusteinen määritelmä ei onnistu suoraan yrityksen arvonmäärittämiseen noteeratun osakkeen kautta. Toisaalta

yrityksen liiketoiminta perustuu suurelta osin rahasto- ja osakesijoittamiseen, jolloin juuri näiden omaisuuserien arvonmäärittäminen voidaan suorittaa arvonmäärityshetken kurssiin perustuen. Itse asiassa markkinaperusteinen arvostus on erittäin suotavaa edellä mainittujen erien arvostamisessa, sillä muuten arvonmäärityksen lopputulokset olisivat harhaanjohtavia.

6.2 Kustannusperusteiset menetelmät

Kustannusperusteisella menetelmällä omaisuuserien käypä arvo johdetaan omaisuuserän uudelleen hankinnasta tai uudelleen tuottamisesta aiheutuneiden kustannusten määrittämisen avulla. Tyypillinen omaisuuserälle määritetty kustannusperusteinen arvo voi olla esimerkiksi jälleenhankintahinta. Kustannusperusteinen menetelmä ei kuitenkaan ota huomioon omaisuuserän tulevaisuuden käytöstä koituvaa mahdollista taloudellista hyötyä, jonka vuoksi menetelmää ei katsota olevan sopiva käytettäväksi omaisuuserien käypää arvoa laskettaessa. (Hakala, Lindholm, Pahlman & Tourunen 2006, 26–27.) Myös kansainvälinen tilinpäätösnormisto vieroksuu kustannusperusteisten arvostusmenetelmien käyttöä, sillä IAS 36:n mukaan kyseiset menetelmät eivät ole sallittuja arvonalentumistestauksen yhteydessä.

6.3 Tuottoperusteiset menetelmät

Tuottoperusteisessa arvonmäärittämismenetelmässä markkina-arvo voidaan arvioida omaisuuserille määriteltyjen tuotto-odotusten ja tuottovaatimusten arvoon perustuen, niiden taloudellisena vaikutusaikanansa. Tuotto-odotukset eli omaisuuserän taloudellisena vaikutusaikanaan aikaansaamat rahavirrat diskontataan nykyhetkeen omaisuuseräkohtaisella tuottovaatimuksella eli diskonttokorolla. Omaisuuserän tulevaisuudessa kerryttämät kassavirrat voivat olla positiivisia tai negatiivisia. Velkojen tapauksessa arvonmääritys perustuu niiden tulevaisuudessa aiheuttamiin maksuihin, joten velkojen kassavirta on velan nostamishetkeä lukuun ottamatta negatiivinen. Tuottoperusteisessa arvonmäärittämisessä keskeistä ja haasteellisinta on arvioida tulevien rahavirtojen suuruudet sekä niiden nykyarvon laskemiseen tarvittavan diskonttokoron määrittäminen. Menetelmissä käytettävällä diskonttokorolla kuvataan rahan aika-arvoa, sekä riskejä, joita ei ole otettu huomioon itse rahavirtaennusteissa. Diskonttokorkoon sisällytettäessä rahavirtojen toteutumisen ja ajoittumisen riskit, tulee pääomamarkkinoiden näkemystä vastaavat, riskit sisältävien rahavirtojen tuottovaatimukset ottaa huomioon. Usein diskonttokoron määrittämiseen käytetään

pääomakustannusten painotetun keskiarvonmenetelmää (WACC:ia), josta kerrottiin enemmän tunnuslukuanalyyseistä kertovassa kappaleessa. (Hakala, Lindholm, Pahlman & Tourunen 2006, 23-24.) WACC:n käyttäminen ei kuitenkaan ole aina mahdollista esimerkiksi informaation puutteen vuoksi, jolloin diskonttona on käytettävä vastaavanlaisia kokonaispääoman tuottovaatimusta kuvaavia tunnuslukuja. Diskonttauskoron tehtävä on kuitenkin kuvata koko pääoman tuottovaatimusta (Aho 2004, 25).

Eri omaisuuserien käyvän arvon määritys on sidoksissa myös liiketoimintakokonaisuuden käypään arvoon, johon ne kuuluvat. Tämän vuoksi liiketoiminnan arvon tulee olla yhtä suuri liikearvon ja yksittäisten omaisuuserien arvojen summan kanssa. Vastaavasti omaisuuserille määritettyjen diskonttokorkojen omaisuuserien käyvillä arvoilla painotetun keskiarvon tulee olla yhtä suuri kuin liiketoimintakokonaisuuden diskonttokorko. (Hakala, Lindholm, Pahlman & Tourunen 2006, 24.)

Kassavirtaperusteiset arvostusmallit, joihin myös kassavirta-analyysi luetaan, kuuluvat siis KHT-yhdistyksen arvostusmenetelmien ryhmittelyn mukaan tuottoperusteisiin arvonmääritysmenetelmiin. Kassavirtaperusteisissa malleissa lähtökohtana on kuvata yrityksen tulevia kassavirtoja sekä niiden kehittymistä. Muihin tilinpäätöksen analysointimenetelmiin verrattuna kassavirta-analyysin suorittamisen etuna on sen antaman informaation luotettavuus. Luotettavuus perustuu siihen, ettei kassavirta-analyysin tuloksia voida manipuloida samaan tapaan kuin tilinpäätöstä. Esimerkiksi tilinpäätöksen tuloslaskelmaa voidaan manipuloida lainsäädännöstä riippuen, joko tilinpäätösstandardien mukaisesti tai niiden vastaisesti. Tilinpäätöksen manipuloinnilla liiketoiminnan tilikausi saadaan näyttämään positiivisemmalta kuin se todellisuudessa onkaan. Manipuloidun tilinpäätöksen käyttäminen analysointiaineistona saattaa aiheuttaa arvonmääritysperusteiden reliabiliteetin kyseenalaiseksi, jollei analysoija neutralisoi manipuloinnin vaikutuksia lopputulokseen esimerkiksi arvostusmenetelmien valinnalla. Tämän vuoksi kassavirtoihin perustuvia tunnuslukuja on myös vaikeampi manipuloida verrattuna tuloslaskelmasta laskettuihin tunnuslukuihin. Oikein suoritettu kassavirta-analyysi ottaa huomioon vain yritykseen ja yrityksestä ulos virranneet rahat eli toisin sanoen kassaan- ja kassastamaksut. (Mulford & Comiskey 2005, 1; Kallunki & Niemelä, 2007,109.)

Kassavirtalaskelma on yrityksen arvonmäärittämisen yhteydessä syytä suorittaa, koska sen antama informaatio liiketoiminnan rahavirroista ja niiden vaikutuksesta yrityksen kassavarallisuuteen on tärkeää tietoa yrityksen liiketoiminnan jatkumisen kannalta. Yrityksen toiminnan kannalta kassa on kuitenkin se varallisuuserä, jota ilman liiketoiminnan jatkuminen ei ole mahdollista edes lyhyellä aikavälillä. Yrityksen kyky saada aikaan kassaa kerryttävää rahavirtaa, joko liiketoiminnalla tai ulkopuolisilta rahoittajilta, on siksi yrityksen kaikkein tärkein tehtävä. Erityisesti yrityskoon kasvaessa ja tuloslaskelmien komplisoituessa kassavirtalaskelma lisää ulkopuolisen analysoijan mahdollisuuksia arvioida liiketoiminnan tilaa sekä liiketoiminnan vertailtavuutta muihin yrityksiin nähden (Salmi 2006, 200–201.)

Edellä mainittujen kassavirta-analyysin ominaisuuksien vuoksi tämän tutkielman toiseksi Henki-Fennian arvonmäärittämismenetelmäksi on valittu vapaan kassavirran analyysi, jota käsitellään tarkemmin seuraavassa kappaleessa.

6.4 Modiglian & Millerin propositiot ja Henki-Fennian arvo Fennian arvo

Rahoitusalan kirjallisuutta tarkastellessa törmätään usein yrityksen ja varallisuuden arvostamista käsitteleviin Modiglianin ja Millerin (M&M) kuuluisien propositiohin eli väitelauseisiin. Näiden propositioiden taustalla on olettamus täydellisistä pääomamarkkinoista. Mallien alkuperäisiin olettamuksiin kuuluu talouden verottomuus, informaation vapaa ja viiveetön saatavuus sekä yksilöiden ja yritysten mahdollisuus lainata rahaa riskittömällä korkokannalla ilman rajoituksia. Malli olettaa myös, että taseen debet puolella olevan yritysomaisuuden koostumukseen ei vaikuta sen rahoitustapa, eli investointikohteet ovat riippumattomia rahoitusrakenteesta. Tämä muodostaakin M&M:n ensimmäisen proposition. Otetaan väitelauseen avaamiseksi esimerkki Henki-Fennian tapauksesta. Tarkastellessa markkinaperusteista tasetta, jossa debet- eli vastaavaa puolella on yhtiön omaisuus, jonka avulla yhtiö synnyttää vuosittain operatiivisen nettokassavirran. Nettokassavirta muodostaa pohjan koko yrityksen arvolle, sillä se muodostuu tulevien operatiivisen liiketoiminnan nettokassavirtojen diskontattuna summana. Operatiivinen nettokassavirta, joka on tässä tutkimuksessa vapaa kassavirta, kuuluu yrityksen rahoittajille eli yhtiön omistajille sekä lainaaville tahoille. Henkivakuutusyhtiön tapauksessa lainanottoa on lainsäädännöllä rajoitettu, joten kassavirrat kuuluvat pääasiassa omistajille. Varsinainen taseessa näkyvä ulkopuolinen ”rahoitus” muodostuu asiakkaiden sijoituksista, joka on aktivoituna yrityksen taseen vastattavaa- eli credit-puolella vastuuvelkoihin. M&M ensimmäisen

proposition sanoma on, että operatiivisen toiminnan kassavirta ei lisäänny, vaikka se jaettaisiinkin kahteen osaan eli omistajien ja velkojien kesken. Henki-Fennian tapauksessa M&M:n ensimmäistä propositiota ei ole mielekästä soveltaa Henki-Fenniaan, sillä ulkopuolisen rahoituksen määrää on lainsäädännöllä säädelty, jonka vuoksi valtaosa kassavirroista kuuluvat yhtiön omistajille. (Niskanen & Niskanen 2000, 274–275.)

M&M mallin ensimmäisen proposition pohjalta on johdettu propositio 2, jonka mukaan yrityksen oman pääoman tuottovaatimus on yrityksen koko pääoman tuottovaatimuksen ja riskipreemion summa, joka riippuu yrityksen velkaantumisasteesta. Yrityksen riskipreemion määrittäminen on Henki-Fennian tapauksessa tutkimuksen rajausten myötä mahdotonta tilinpäätösten informaation puutteellisuuden sekä edellä mainitun yhtiön rahoitusrakenteen vuoksi.

Rahoitusalan kirjallisuudessa usein käsiteltyä Modiglianin ja Millerin propositioiden käyttäminen tässä tutkimuksessa ei ole mahdollista lähinnä informaatiopuutteen sekä Henki-Fennian toimialan luonteelle ominaisen rahoitusrakenteen vuoksi. Tutkimuksessa käytetään kuitenkin yhtä käytetyimmistä yrityksen arvonmääritysmenetelmistä eli vapaan kassavirtojen diskonttaamismenetelmää (Aho 2004, 23).

7 TUTKIELMASSA KÄYTETYT ARVONMÄÄRITYSMENETELMÄT

Perinteisesti yrityskauppatilanteissa yrityksen arvoa on määritetty käyttäen erilaisia arvonmääritysmenetelmiä, kuten kassavirtojen nykyarvoa, substanssiarvoa ja muita menetelmiä. Menetelmiä on usein käytetty myös toisiaan täydentävällä tavalla, jolloin analyysin tulos on saatu luotettavammaksi. (Blomqvist ym. 2001, 110.) Tähän tutkielmaan on arvonmääritysmenetelmiksi valittu substanssiarvo- sekä diskontattujen vapaiden kassavirtojenmenetelmä. Seuraavissa kappaleissa käsitellään näiden menetelmien valinnan perusteita sekä niiden teoriaa ja toteuttamista.

7.1 Substanssiarvo

Yrityksen arvoa määritettäessä taseen perusteella, voidaan laskea yritykselle niin kutsuttu substanssiarvo, joka antaa estimaatin yrityksen arvosta yrityksen tasevarallisuuden sekä taseesta ilmenevien velkojen ja muiden vaateiden erotuksena (Damodaran 2002, 595). Leppiniemen (1999, 15) mukaan yrityksen substanssiarvo on se jäljelle jäävä rahamäärä, joka saataisiin yrityksestä, jos toiminta lopetettaisiin, kaikki

yrityksen varat myytäisiin erillisinä omaisuuserinä ja kaikki yrityksen velat ja muut vastaavanlaiset vastuut maksettaisiin pois. Substanssiarvolaskelmia käytetään usein tilanteissa, joissa yrityksen varat ovat oston tai myynnin kohteena. Tällaisissa tilanteissa ei olla siis kiinnostuneita varsinaisen liiketoiminnan kasvupotentiaalista tai tulevista tuotoista vaan puhtaasti yrityksen varallisuuden arvosta. (Blomquist, Blummé & Simola 1997, 114)

Kallunki & Niemelän (2007, 13) mukaan yrityksen taloudellinen arvo voi poiketa merkittävästikin taseesta laskettavasta yrityksen arvosta, kuten esimerkiksi substanssiarvosta. Tämä johtuu muun muassa siitä, että tilinpäätös perustuu yrityksen historian kehitykseen ja taseen erien arvostusperiaatteet määräytyvät voimassa olevasta liikekirjanpidon säännöksistä. (Kallunki & Niemelä 2007, 13.) Substanssiarvo ei siis ota huomioon aikadimensiota vaan arvioi ainoastaan sen tilinpäätöshetken yrityksen varallisuuden arvoa olettaen, että informaatio perustuu ainoastaan tilinpäätökseen, kuten tässä tutkielmassa (Blomquist ym. 1997, 114).

Raimo Wiklundin mukaan (2008, 38) substanssiarvo määritettynä going concern-periaatteen mukaisesti (i.e. toiminnan jatkuvuus, KPL 3§3.1) on pelkistettynä taseen oma pääoma, joko kirjanpitoarvojen tai oikaistujen arvojen mukaan. Hänen mukaansa omapääoma rahamääräinen summa muodostuu varojen ja velkojen erotuksena. (Wiklund 2008, 38.) Myöhemmin hän kuitenkin jatkaa, että käytännössä yrityksen substanssiarvo on harvoin yrityksen virallisen taseen mukainen oma pääoma (Wiklund 2008, 45). Tässä tutkielmassa substanssiarvona ei pidetä suoraan oman pääoman määrää vaan tutkimme tarkemmin varojen ja velkojen erotusta, sillä Henki-Fennian tase-erien erillinen tulkinta on välttämätöntä yrityksen arvonmäärittämisen kannalta.

Henki-Fennian tilinpäätöksessä ilmoitetaan muutamista omaisuuseristä sekä käypä arvo että tasearvo, mutta osassa ilmoitetaan vain tasearvo. Tutkielman substanssiarvolaskelmassa (Taulukko 2) suurin osa Henki-Fennian tase-eristä arvostetaan todennäköisen luovutushinnan mukaisesti, joka yleensä on omaisuuserän käypä arvo. Jos kuitenkin tase-erästä on tilinpäätöksessä ilmoitettu vain tasearvo, niin myös substanssiarvolaskelmassa käytetään kyseistä arvoa. Omaisuuserien arvostaminen suoritetaan tilinpäätöksen (2006) tietojen pohjalta, jonka vuoksi joidenkin erien arvostamisessa käytetään ainoastaan Henki-Fennian tilinpäätöksessä ilmoitettuja arvoja. Omaisuuserien käypiä arvoja tai arvojen todenmukaisuutta ei siis tarkisteta tai tutkita

sen enempää Tutkielman päätarkoituksena onkin analysoida Henki-Fennia ja määrittää sen arvo yhtiön julkistamien tietojen, kuten esimerkiksi tilinpäätösten, tuote-esitteiden ja tiedotteiden perusteella ja luottaa, että tilinpäätös on laadittu voimassa olevia lakeja noudattaen.

Damodaranin teoksen (2002, 595) mukaan substanssiarvomenetelmää suositellaan käytettäväksi pankki- ja vakuutussektorin yritysten arvonmääritystilanteissa, joissa yrityksen oletetaan kasvavan vain vähän tai ei ollenkaan. On siis otettava huomioon, että substanssiarvomenetelmä ei siis ota huomioon yrityksen mahdollisen kasvun vaikutuksia arvonmuodostumiseen. Lisäksi menetelmän käyttämisessä on Damodaranin mukaan otettava huomioon taseen eräkohtainen arvostus, jos arvostettava yritys toimii usealla eri liiketoiminta sektorilla. Erien arvot voivat olla eriäviä, arvostettaessa niitä eri markkinoilla. (Damodaran 2002, 595.) Tässä tutkielmassa eräkohtaisen arvostamisen osalta oletamme, että Henki-Fennian tase on laadittu voimassa olevaa lainsäädäntöä noudattaen, jonka perusteella oletamme, että eriä ei ole ainakaan yliarvostettu. Tämän vuoksi jätämme eräkohtaisen erillisarvostamisen tutkielmassa huomiotta.

Motiivina tutkielman substanssiarvon laskennalle on siis luoda suuntaa antava estimaatti yrityksen arvolle sekä verrata substanssiarvoa ja diskontatun vapaan kassavirran antamaa arvoa keskenään. On kuitenkin otettava huomioon, että Henki-Fennian substanssiarvo sekä diskontattu vapaa kassavirta eivät ole suoraan vertailukelpoiset, vaan substanssiarvolaskelman tarkoituksena onkin tukea ja luoda reliabiliteettia vapaan kassavirta-analyysin avulla tehtävien johtopäätelmille.

7.2 Vapaan kassavirran analyysi

Kirjallisuudessa esiintyy muutamia, hieman toisistaan poikkeaviakin kassavirtamalleja, mutta tässä tutkielmassa käytämme Henki-Fennian arvonmäärittämisessä yrityksen vapaan kassavirran analyysiä. Vapaan kassavirran analysoinnin avulla voidaan määrittää Kallunki & Niemelän (2007, 110) mukaan myös ainoastaan yrityksen oman pääoman arvoa, mutta tässä tutkielmassa keskitytään arvonmäärittämiseen yrityksen liiketoimintojen tuottamien vapaiden kassavirtojen tutkimisen kautta.

7.2.1 Yrityksen vapaiden kassavirtojen analyysi

Vapailla kassavirroilla (free cash flow) tarkoitetaan jäljelle jäävää osaa yrityksen operatiivisen toiminnan kassaanmaksuista, josta on vähennetty kaikki liiketoiminnan ja

investointien aiheuttamat kassastamaksut. Tämä jäljelle jäävä osa eli vapaa kassavirta kuuluu yrityksen omistajille ja sijoittajille. (Niskanen & Niskanen 2000, 174; Knüpfer & Puttonen 2006, 211.)

Yrityksen vapaiden kassavirtojen laskelma eli FCFF-laskelma (Free Cash Flow to Firm) on ulkomailla suosittu menetelmä yritysten analysoinnissa. FCFF-laskelma poikkeaa perinteisistä suomalaisista kassavirtalaskelmista siltä osin, että lähtökohtana on yrityksen tuloslaskelman liikevoitto eli EBIT (Earnings Before Interests and Taxes). Perinteisissä kassavirtalaskelmissa lähtökohtana on puolestaan liikevaihto. (Kallunki & Kytönen 2002, 112.)

Toisena erona vapaankassavirtalaskelman ja perinteisen kassavirtalaskelman välillä on erien korjausjärjestys suoriteperusteisesta kassaperusteiseksi. Perinteisissä kassavirtalaskelmissa liikevaihdon virtaa lähdetään korjaamaan erä kerrallaan tuloslaskelman mukaisesti ”ylhäältä alaspäin”. Vapaan kassavirran laskelmassa korjaukset lähdetään tekemään tuloslaskelman näkökulmasta ”päinvastaisesta suunnasta”. (Kallunki & Kytönen 2002, 111–112.) Perinteisen kassavirtalaskelman ja vapaan kassavirtalaskelman eroja voi nähdä taulukosta 7.

Taulukko 7 Vapaan kassavirtalaskelman (vasemmalla) ja perinteisen kassavirtalaskelman (oikealla) erot. (lähde:Kallunki & Kytönen 2002, 112; Yritystutkimusneuvottelukunta 2005, 45)

Liikevoitto	**Liikevaihto**
+ Osuus osakkuusyrityksistä	-/+ Mysa lis./väh.
- Operatiiviset verot	-/+ Osatuloutuksen saam. lis./väh.
+ Rahoituskulujen (-) ja rahoitustuottojen (+) verovaikutukset	+/- Saatujen ennak lis./väh.
Operatiivinen kassavirta	**Myynnin kassaanmaksut**
+ Poistot	+ Liiketoim. Muut tuotot
Bruttokassavirta	- Ostot tilik. Aikana
- Nettokäyttöpääoman lisäys	+/- Ostovelkojen lis./väh.
-/+ Bruttoinvestoinnit	-/+ VOM lis./väh.
Vapaa Operatiivinen kassavirta	- kassaperusteiset liiketoiminnan kulut
+/- Muut erät	+/- Siirtovelkojen lis./väh.
Vapaa kassavirta	-/+ Siirtosaamisten(pl. Osatuloutuksen saaminen) lis./väh.
	+/- Muiden lyhytaika. Korottomien velkojen lis./väh.
	+/- Pakollisten varausten lis./väh.
	+ Valmistus omaan käyttöön
	Toimintajäämä
	+ Rahoitustuotot
	- Rahoituskulut
	- Verot
	- Osingot 2005/yksityiskäyttö
	+/- Satunnaiset tuotot/kulut
	Rahoitusjäämä
	-/+ Investoinnit (netto)
	-/+ Sijoitusten ja pitkäaik. Saamisten lis.
	Investointijäämä
	+/- Pitkäaik. Vieraan po.n lis./väh.
	+/- Lyhytaika. Korollinen vieraan po.n lis./väh.
	+/- Oman po.n muutos(pl. Osingonjako)
	-/+ Muiden lyhytaik. Saamisten lis./väh.
	-/+ Likvidien varojen lis./väh.
	0

Toisin kuin operatiiviset kassavirrat, joiden raportointia myös näkee monien yritysten tilinpäätöksissä, vapaa kassavirta on riippumaton rahoituksellisista ja ei-operatiivisista liike-eristä. (Koller, Goedhart & Wessels 2005, 164). Toisin sanoen yrityksen arvonmäärittämisen yhteydessä vapaan kassavirta-analyysin käyttö ei edellytä vieraan pääoman erien määrittämistä, jolloin malli ei ole niin herkkä ennustevirheille (Kallunki & Niemelä 2007, 111). Tämä on merkittävä etu tämänkin tutkielman lopputulosten luotettavuuden kannalta.

Arvonmäärittämisen yhteydessä käytettävää kassavirta-analyysiä suoritettaessa poistetaan analyysiin mukaan otettavista tuloslaskelman eristä kertaluonteiset erät,

esimerkiksi satunnaiset erät, jotka eivät ole kyseessä olevan yrityksen normaalin liiketoiminnan kannalta toistuvia liiketapahtumia. Näin jäljelle jäävät jatkuvaluontoiset kassavirtaerät, jotka ovat muodostuneet liiketoiminnan aiheuttamista jatkuvista operaatioista. Kertaluonteisten erien poistamisen vuoksi analyysi antaa realistisemman kuvan yritystoiminnan normaalista rahavirtojen kertymästä tilikaudella. Kertaluonteisiksi eriksi katsotaan esimerkiksi käyttöomaisuuden myyntitapahtumat.(Mulford & Comiskey 2005, 7.) Tutkielman laadinnassa on myös pyritty antamaan mahdollisimman realistinen ja oikea kuva Henki-Fennian arvosta, jonka vuoksi edellä mainittu toimenpide muodostaa jälleen yhden perusteen vapaiden kassavirtojen käyttämisestä yhtiön arvonmäärittämisessä.

Vapaan kassavirta-analyysin käyttöä suositellaan erityisesti myös silloin, kun yrityksen velkaantumisaste on suuri tai yritys on muuttamassa velkaantuneisuusastettaan. Kuitenkin vapaan kassavirran laskeminen on käytännössä paljon vaikeampaa velkojen uusien liikkeelle laskettavien lainojen takaisinmaksettavien erien volatiliteetin vuoksi. (Damoran 2002, 388.) Henki-Fennian tapauksessa velkaantumisaste on periaatteessa vastuuvelkojen vuoksi suuri, muttei ole muihin vakuutusyhtiöihin nähden kuitenkaan poikkeuksellinen. Kuitenkin liiketoiminnan luonteensa vuoksi Damodaranin teoksessa mainittu suositus puoltaa menetelmän käyttöä myös Henki-Fennian tapauksessa.

Vapaan kassavirta-analyysin käytön myötä poistuvat myös kirjanpitovelvollisen harkinnanvaraisuuksien vaikutukset tilikauden tulokseen ja lopulta analyysiin. Harkinnanvaraisuudet ilmenevät virallisissa tilinpäätöksissä muun muassa menojen ja tulojen jaksottamisten, mahdollisen tuloksen järjestelyn ja muiden tilinpäätöksen laatimisen joustavuuksien muodossa. (Kallunki & Niemelä 2007, 109.) Erityisesti jaksottamiseen liittyvistä harkinnanvaraisuuksista kerrotaan tarkemmin suoriteperusteisuudesta kertovassa kappaleessa (s. 60).

Damodaran (2002, 389) mainitsee teoksessaan muutamia ongelma aluetta vapaan kassavirta-analyysin käytössä. Estimoidessa kassavirtoja analysoija ottaa huomioon ainoastaan kassavirrat, jotka jäävät velkojen jälkeen. Yrityksessä on olemassa kuitenkin omiin pääomiin liittyvä vapaa kassavirta FCFE (Free Cash to Equity), joka tulisi myös ottaa huomioon laskelmissa. (Damoran 2002, 389.) Henki-Fennian tapauksessa tämä ei kuitenkaan muodostu ongelmaksi, sillä yritykselle ei varsinaisesti muodostu oman pääoman kustannuksia, sillä yritys ei maksa osinkoja. Loput Damodaranin teoksessa

vapaan kassavirta-analyysin käyttämisessä mahdollisesti esiintyvät ongelmat liittyvät yrityksen ulkopuolisen velan kustannusten aiheuttamien ongelmien ilmentämiseen. Henki-Fennian ja muidenkin vakuutusyhtiöiden tapauksessa varsinaista toimintaa ei käytännössä saa rahoittaa ottamalla luottoa (pl. VYL 1 § 4). Tässä tutkielmassa ulkopuolisen velan määrä on lainsäädännöllisesti kuitenkin tarkoin säädelty (esim. VYL 1 § 4) sekä valvottu vakuutusvalvonta viraston taholta, ettei teoksessa mainittujen potentiaalisten ongelmakohtien oleteta aiheuttavan analyysille vääristäviä johtopäätelmiä.

Vapaata kassavirta-analyysiä käytetään erityisesti yritysten arvonmäärityksissä ja on muutenkin yleisimmin käytetty kassaperusteinen arvonmääritysmalli (Kallunki & Kytönen 2002, 112; Kallunki & Niemelä 2007, 110). Menetelmän etujen ja yleisen käytettävyyden vuoksi todetaan vapaan kassavirta-analyysi käyttökelpoiseksi ja luotettavaksi arvostusmenetelmäksi myös Henki-Fennian arvonmäärityksessä.

7.2.2 Muuttaminen suoriteperusteisesta kassaperusteiseksi

Yrityksen julkaistava ja virallinen tilinpäätös laaditaan suoritusperusteisesti. Tämän takia tilinpäätöksessä tulee huomioitua myös sellaiset erät (tulot, menot), jotka eivät ole vielä toteutuneet. Arvonmäärityksen kannalta pelkkä tuloslaskelman tutkiminen ei siis anna oikeaa kuvaa yrityksen arvosta, sillä osa tilinpäätöksessä ilmenevistä liiketapahtumista ja niiden aiheuttamista rahavirroista eivät välttämättä ole vielä toteutuneet, vaikka ne jo näkyisivätkin tuloslaskelmassa syntyneenä tulona. Esimerkiksi myyntitapahtumasta aiheutunut suoritteen luovuttaminen kirjataan heti tilikaudelle myynniksi, kasvattaen liikevaihtoa, vaikka yritys ei vielä ole saanutkaan kassaanmaksuja kyseisestä myyntitapahtumasta. Tällaisessa tilanteessa liiketapahtuma kirjataan myyntisaamisiin. Onhan mahdollista, tuotteen ostanut osapuoli ei ehkä ikinä pystykään maksamaan laskua, jolloin kyseisen tilikauden liikevaihto ja tilinpäätös antavat positiivisemman kuvan yrityksen toiminnasta ja tuloksesta kuin se todellisuudessa on. Yritykselle aiheutuneita menoja käsitellään vastaavanlaisesti. Yrityksen ostamat ja maksamat pitkäaikaisemmat tuotannontekijät kirjataan taseeseen omaisuudeksi. Kustannuksia kyseisistä omaisuuseristä kertyy kirjanpidollisesti tilikausille vasta sitä mukaan, kun niistä tehdään poistoja, vaikka hankintahetkellä kaikki tuotannontekijät olisikin maksettu kerralla yhtenä tilikautena. (Niskanen & Niskanen, 2003 164.) Yritys, joutuu siis käyttämään konkreettisesti varojansa tuotannontekijöitä hankittaessa koko hankintamenon määrän mukaisesti, mutta

suoriteperusteisessa kirjanpidossa hankintameno voi jakaantua eri tilikausille. Kassavirtalaskelmaa tehtäessä tuloja ja menoja ei pyritä kohdistamaan niille kuuluville tilikausille, jolloin ehkäistään jaksottamisen aiheuttamat ongelmat analyysin toteuttamisessa. Näin voidaan ehkäistä myös kirjanpitovelvollisen tekemät tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet ainakin menojen ja tulojen osalta. (Kallunki & Kytönen 2002, 94).

Kassavirtaan sisällytettävät erät eivät ole suoraan luettavissa tuloslaskelmasta suoriteperusteisen laadinnan vuoksi, vaan yrityksen kassavirtalaskelmaa laadittaessa on yrityksen tilinpäätöksen laskelmaan sisällytettävät erät muutettava suoriteperusteisesta kassaperusteiseksi. Tämä tapahtuu tuloihin ja menoihin liittyvien tase-erien ja liitetietojen avulla.(Kallunki & Kytönen 2002,97.) Suoriteperusteisesta kassaperusteiseksi muuttaminen aiheuttaa niin sanotun *ajoituseron* verrattaessa tuloslaskelmaa ja kassavirtalaskelmaa, sillä suoriteperusteinen liikevaihto ja liikevaihdon kassaanmaksut voivat olla erisuuruisia. Ajoituserolla tarkoitetaan eroa, joka muodostuu tuloslaskelman ja kassavirtalaskelman välille, kun tuloslaskelman erät muutetaan suoriteperusteisesta kassaperusteiseksi. Esimerkiksi asiakkaille luovutetut suoritteet luetaan suoriteperusteisessa tuloslaskelmassa mukaan liikevaihtoon riippumatta siitä, onko niistä saatu maksu tilikautena vai ei. Kassavirtaperusteisessa laskelmassa suoritteiden myyntiä ei kirjata tilikauden myynniksi, jos niistä ei ole saatu maksua. Muun muassa juuri ajoituseron takia tuloslaskelma ja kassavirtalaskelma eroavat sisällöltään toisistaan. Käytännössä ajoitusero voi muodostua merkittäväksi, jos myyntisaatavat ovat kasvaneet voimakkaasti tilikauden aikana (Niskanen & Niskanen 2003, 165–166.) Käytännössä ajoituseron syntyminen tapahtuu vapaan kassavirtalaskelman nettokäyttöpääoman muutoksen laskemisen yhteydessä, jossa huomioidaan vain myyntiusaamisten ja ostovelkojen muutokset (ks. sivu 73–74)

Liikevoitossa eli vapaan kassavirran ensimmäisessä erässä tilikaudensuunnitelman mukaiset poistot on jo huomioitu. Kuitenkin suunnitelman mukaiset poistot eivät ole yrityksen kassavirtoja vaan kirjanpitoteknisiä kulukirjauksia pitkävaikutteisten investointien menoista. Tämän vuoksi poistojen vaikutus on neutraloitava eli ne on lisättävä FCFF- laskelmaan (ks. Taulukko 1) (Niskanen & Niskanen 2003, 167.)

7.2.3 Kassavirta-analyysin laadinnan informatiivisuus

Yrityksestä sekä yrityksen ulkopuolelta löytyy paljon sidosryhmiä, joille yrityksen kassavirrat ovat merkittävä kiinnostuksen kohde. Luonnollisesti yritykseen varojansa sijoittavat osapuolet ovat kiinnostuneita sijoituskohteensa menneestä sekä tulevasta tuloskehityksestä, joita voidaan analysoida kassavirtalaskelmalla. Yrityksen tai yleensäkin sijoituskohteiden arvonmääritys perustuu usein tuleviin kassavirtoihin eikä ainoastaan menneiden tilikausien voittojen tarkasteluun. Yrityksen rahoittajat ovat myös kiinnostuneita kassavirta-analyysin tuloksista, sillä lainojen korkojen ja lyhennyserät muodostuu yrityksen kassavirroista eikä tilinpäätösvoitoista. (Niskanen & Niskanen, 2003, 164.) Yritys voi hyödyntää kassavirta-analyysin antamaa informaatiota ulkoisten käyttömahdollisuuksien lisäksi myös sisäisessä käytössä, koska sillä voidaan tutkia myös yrityksen tuloksen muodostumisen taustatekijöitä sekä arvioida tuloskehityksen edellytyksiä (Kallunki & Niemelä 2007, 110).

Kassavirtojen informatiivisuutta kuvastaa hyvin USA:ssa tehty tutkimus, jonka mukaan kassavirtalaskelmien sisältämä informaatio korreloi osakkeen hintojen ja tuottojen kanssa ja tekee analyysin tuottamasta informaatiosta näin myös markkinoiden kannalta käyttökelpoisen. Tutkimuksen mukaan kassavirran tuottama informaatio on luonteeltaan ennen kaikkea inkrementaalista eli se täydentää ja lisää suoriteperusteisesti laadittujen tunnuslukujen tarjoamaa informaatiota. Toisaalta kassavirrat sisältävät myös yksilöllistä informaatioarvoa, joka johtuu erien suoriteperusteisista kassaperusteisiksi muuttamisen hyödyistä, joista mainittiin jo edellä. (Niskanen & Niskanen 2003, 190–191.)

7.2.4 Perusteluja DFCF- menetelmän valinnalle Henki-Fennian arvonmäärityksessä

Yrityksen arvoa estimoitaessa on monesti tarkoituksenmukaista yrityksen liiketoiminnan tuotto sen rahoituksesta. Tällä tarkoitetaan, että analysoijan pyrkimyksenä on mitata yrityksen kassavirtoja ilman rahoituskuluja. Näiden liiketoiminnan kassavirtojen nykyarvo on yhtä kuin yrityksen arvo. (Aho 2004, 209.)

Niskanen & Niskasen (2000, 173) teoksen mukaan yrityksen arvonmäärityksessä käytettävää diskontatun vapaan kassavirran menetelmää (Discounted free cash flow, DFCF) suositaan osinkoperusteiseen menetelmään verrattuna kassavirtojen paremman ennustettavuuden vuoksi. Analyysin lopputuloksena syntynyt vapaa kassavirta kuuluu yrityksen omistajille ja velkojille yhteisesti, jonka vuoksi arvonmäärittämisen motiivien,

kuten esimerkiksi yrityksen ostoaikeiden vuoksi se sopii hyvin tutkielman analysointimenetelmäksi. (Niskanen & Niskanen 2000, 173-174.)

Pablo Fernández on tutkinut 10 eri menetelmän (Liite 2) käyttämistä yrityksen arvonmäärittämisessä ja tuli siihen johtopäätelmään, että kaikki menetelmät tuottivat yritykselle saman jäännösarvon. Tulos oli looginen siinä mielessä, että kaikissa metodeissa käytettiin samoja oletuksia ja erona oli ainoastaan kassavirtojen laskemisen lähtökohta. Eräs näistä tutkimuksessa käytettävistä menetelmistä oli vapaiden kassavirtojen analyysi, jossa kassavirrat diskontattiin WACC-lukua diskonttotekijänä käyttäen. (Managerial Finance 2007, 862–866) Tutkimuksen perusteella ei ilmene syitä, ettei diskontattujen vapaiden kassavirtojen käyttäminen olisi sopivaa tässä tutkielmassa Henki-Fennian arvonmäärittämiseksi.

7.2.5 Yhtiön Goodwill-arvo

Yrityksen arvo toimivana liiketoimintaorganisaationa on yleensä suurempi kuin sen tuotannontekijöiden summa. Näiden arvojen ero johtuu yleensä liiketoiminnan avulla syntyvästä synergiasta. Synergian myötä yhtiölle koituvaa lisäarvoa nimetään liikearvoksi eli niin sanotuksi Goodwill-arvoksi. Goodwill-arvo voidaan laskea yrityksen tuottoarvon ja substanssiarvon erotuksena. Liiketoiminnan ollessa kannattavaa substanssiarvo on yleensä tuottoarvoa pienempi. Asetelman ollessa päinvastoin ei yrityksen liiketoiminnan jatkaminen näytä taloudellisesti mielekkäältä. (Leppiniemi 1999, 63.)

7.3 FCF-menetelmän soveltaminen Henki-Fenniaan

Henki-Fennia on vakuutustoimialan yritys, joten vakuutustoimintaa koskeva lainsäädäntö on erilainen verrattuna tavallisempaan liiketoimintaan. Tässä tutkielmassa erilaisuus ilmenee vakuutusyhtiön tilinpäätöksen laadintaa koskevaa lainsäädäntöä (Sosiaali- ja terveysministeriön asetus vakuutusyrityksen tilinpäätöksestä ja konsernitilinpäätöksestä 1340/2002 2§)tarkastellessa, sillä vakuutusyhtiön tilinpäätöksen tuloslaskelman ja taseen kaava on kirjanpitoasetuksen (KPA 30.12.1997/1339, 1§, 6§) vastaaviin kaavoihin verrattuna (Ks. Liite 3).

Kirjallisuutta tai tutkimuksia kassavirta-analyysin suorittamisesta Suomessa toimivalle vakuutusyhtiölle ei tutkielmaa tehtäessä ollut mistään saatavilla, jonka vuoksi

vapaankassavirran menetelmää sovellettiin tutkimalla vakuutusyhtiön tuloslaskelman ja taseen erien luonnetta Henki-Fennian talouden rahaprosessin näkökulmasta.

7.3.1 Henki-Fennian tuotteiston aikaansaama rahaprosessi

Tutkimalla tuotteiston aikaansaamaa rahaprosessia, voimme selvittää mitkä erät Henki-Fennian tuloslaskelmassa todella aiheuttavat kassaanmaksuja sekä minkä luonteisia tuloja tuotteista aiheutuvat erät ovat. Tiedämme, että osa Henki-Fennian liiketoiminnasta perustuu asiakkaiden sijoitusten edelleenvälitys varsinaiselle toimeksiantajalle. Tämän vuoksi onkin tutkittava, mikä osa yritykseen virtaavasta pääomasta on yrityksen varsinaista tuloa ja mikä osa siitä on asiakkaan omaisuutta, joka on maksettava asiakkaalle takaisin vakuutussopimusta purettaessa tai maksaessa takaisin säästettyjä eläkkeitä.

7.3.1.1 Fennia-Säästön ja Fennia-Rahastosäästön synnyttämä rahaprosessi

Fennia-säästövakuutus on niin sanottu *korkosidonnainen* tuote. Tällä tarkoitetaan, sitä että asiakkaan sijoittaman pääoman tuotto muodostuu sekä Henki-Fennian tuloksen perusteella maksettavasta asiakashyvityksestä sekä lakisääteisestä, Sosiaali- ja terveysministeriön vahvistamasta laskuperustekorosta (vuonna 2006 2,5 %) (Fennia-säästö ja Fennia-rahastosäästö 2007, 3.) Asiakashyvityksen suuruus puolestaan määritetään Henki-Fennian tuloksen perusteella ja vahvistetaan etukäteen asiakkaalle neljännesvuosittain. (Fennia-säästö ja Fennia-rahastosäästö 2007, 7). Henki-Fennian kassastamaksut muodostuvat Fennia-Säästö tuotteen osalta siis asiakashyvityksestä, laskuperustekorosta sekä vakuutuksen korvauskuluista eli kun asiakas päättää nostaa sijoittamansa summan takaisin itselleen Kassaanmaksut muodostuvat puolestaan asiakkaan vakuutusmaksuista.

Fennia-Rahastosäästövakuutus on niin sanottu *sijoitussidonnainen* tuote, joka tarkoittaa pääpiirteittäin sitä, että Henki-Fennia toimii vain sijoituksen välittäjänä, jolloin asiakas valitsee itse sijoituskohteen ja kantaa myös siihen liittyvän sijoitusriskin itse (Järvelä, 2004, 50). Tämän vuoksi asiakkaan saama sijoitetun pääoman tuotto riippuu täysin rahaston arvon kehityksestä. Henki-Fennia perii asiakkaan Fennica-salkuista *maksupalkkioiden* lisäksi seuraavanlaiset *varainhoitopalkkiot* (Fennia-säästö ja Fennia-rahastosäästö 2007, 7.):

Fennica A-salkku: ei peritä varainhoitopalkkiota.
Fennica B- ja C-salkku: 0,5 %:n varainhoitopalkkio
Fennica D-salkku: 1,0 %:n varainhoitopalkkio

Sekä Fennia-Säästö, että Fennia-Rahastosäästö tuotteiden vakuutusmaksuista Henki-Fennia veloittaa asiakkaalle koituviin liikekuluihin sisältyvän *maksupalkkion* seuraavan portaikon mukaisesti.
Vakuutusmaksun eli kertasäästösumman ollessa:

< 70 000€:	2,5 %:n maksupalkkio
70 000 - 300 000 €:	1,0 % maksupalkkio
>300 000 €:	ei peritä maksupalkkiota

Lisäksi asiakkaalle koituviin liikekuluihin myös luettavan, 0,5 % suuruisen hoitopalkkion Henki-Fennia perii kummankin säästövakuutustyypin hoidosta asiakkailtaan kokonaissäästösummasta. Hoitopalkkio veloitetaan asiakkaalta kuukausittain. (Fennia-säästö ja Fennia-rahastosäästö 2007, 7.)

Henki-Fennian kassaanmaksut muodostuvat siis Fennia-Rahastosäästövakuutuksen osalta asiakkaan vakuutusmaksuista, joka sisältää Henki-Fennian näkökulmasta varainhoitopalkkiot sekä liikekuluiksi lueteltavat maksupalkkiot. Hoitopalkkiot veloitetaan puolestaan asiakkaan kertyneestä säästösummasta. Fennia-Säästövakuutuksen kassaanmaksut tulevat siis vakuutusmaksuista, joihin sisältyvät maksupalkkiot. Lisäksi asiakkaan vakuutussäästösummasta veloitetaan hoitopalkkio. Henki-Fennian kassastamaksut Fennia-Rahastosäästövakuutuksen osalta muodostuvat ainoastaan vakuutuksen korvauskuluista. Fennia-Säästötuotteen osalta kassastamaksut muodostuvat laskuperustekorosta sekä lisäkorosta sekä tietenkin vakuutuksen korvauskuluista.

7.3.1.2 Fennia-Eläkkeen ja Fennia-Ryhmäeläkkeen synnyttämä rahaprosessi

Fennia-Eläkkeen sekä Fennia-Ryhmäeläkkeen sitomien pääomien sijoituskohde on täysin vapaasti asiakkaan määriteltävissä. Osa eläkesummasta voidaan sitoa haluttaessa maksuperustekoron- ja lisäkoron tuottovaatimukseen sitoen ja osa sijoittaa Fennica-rahastoihin tai vain jompaankumpaan sijoitusvaihtoehdoista. (Fennia-Eläke, 2006, 5; Fennia-Ryhmäeläke 2007, 8) Henki-Fennialle koituvat kassaanmaksut Fennica-

salkkuihin sijoitetuista varoista syntyvät samanlaisen *varainhoitopalkkion* maksuperusteenmukaisesti, kun Fennia-rahastosäästövakuutuksessakin (ks. edellä). Henki-Fennian vapaaehtoisten eläkevakuutusten osalta liikekuluihin luettavat maksupalkkiot ja hoitopalkkiot ovat erilaisia Fennia-Rahastosäästövakuutuksiin ja Fennia-Säästövakuutuksiin verrattuna.

Fennia-Eläketuotteessa asiakkaan liikekuluksi muodostuvat 1 %:n *maksupalkkio* maksetusta vakuutusmaksusta, 1 %:n *eläkkeellä oloajan hoitopalkkio* kokonaiseläkesummasta sekä *vakuutuksenhoitopalkkio*. Vakuutuksenhoitopalkkio on 3 % vuodessa ensimmäisen viiden vuoden ajan eläkesäästämisen aloittamisesta. Tämän jälkeen vakuutuksenhoitopalkkio on 0,8 % vuodessa. Vakuutuksenhoitopalkkio on vähintään 60 euroa vuodessa.(Fennia-Eläke 2007, 7.)

Fennia-ryhmäeläkkeen tapauksessa asiakkaan ns. liikekuluksi muodostuvat 5 %:n *maksupalkkio*, 1 %:n suuruinen *eläkkeellä oloajan hoitopalkkio* sekä 1,3 % *vakuutuksenhoitopalkkio*. (Fennia-Ryhmäeläke 2007, 10.)

Yhteenvetona vapaaehtoisista eläkevakuutuksista Henki-Fennian kassaanmaksut ovat vakuutusmaksut, johon sisältyvät maksupalkkiot, sekä vakuutuksenhoitopalkkiot ja eläkkeellä oloajan hoitopalkkiot veloitetaan kertyneestä eläkesäästösummasta. Kassastamaksut syntyvät eläkevakuutusten korvauskuluista sekä maksuperustekoroista ja lisäkoroista.

7.3.1.3 Fennia-henkiturvan ja Fennia-ryhmähenkiturvan synnyttämä rahaprosessi

Henki-Fennian tuotteiston myynnistä ja tehdystä vakuutussopimuksesta aiheutuvat kassaanmaksut muodostuvat ainoastaan vakuutusmaksuista ja mahdollisista vakuutusmaksujen viivästyskoroista. Kassastamaksut syntyvät vakuutusten korvauskuluista.

7.4 Vapaiden kassavirtojen diskonttaus Henki-Fennian arvon määrittämiseksi

Perinteisesti yrityskauppatilanteissa yrityksen arvo on määritetty käyttäen DFCF-analyysiä eli diskontatun vapaan kassavirran (Discounted Free Cash Flow) analyysiä. Vaihtoehtoisesti on myös käytetty pelkästään substanssiarvomenetelmää tai DFCF-analyysin ja substanssiarvon yhdistelmiä, niin kuin tässä tutkielmassa on tehty.

Määritettäessä yrityksen arvoa DFCF- analyysin avulla, menetelmän perustana on yrityksen tuottoarvon eli jäännösarvon ja diskontattujen kassavirtojen summan laskeminen. Yrityksen tuottoarvo voidaan laskea useilla menetelmillä ja perusteilla, mutta perusajatuksena on kuitenkin joka menetelmässä vastaisten tuottojen diskonttaaminen laskenta-ajankohtaan käytettävällä laskentakorkokannalla. Tulevilla tuotoilla voidaan tarkoittaa, menetelmästä riippuen esimerkiksi nettotulosta, yrityksen tuottamaa nettokassavirtaa tai yrityksestä tulevaisuudessa osakkeen omistajalle siirtyvää nettokassavirtaa. (Blomquist ym. 1997, 88–89). Tässä tutkielmassa tutkitaan yrityksen vapaata kassavirtaa operatiivisesta näkökulmasta ja yrityksen arvo määritetään diskonttaamalla vapaat kassavirrat nykyhetkeen.

Haasteellisinta nykyarvolaskelmien tekemisessä, eli myös vapaiden kassavirtojen nykyarvon, on taustalla olevien olettamusten oikeellisuuden arviointi. Yrityksen arvonmäärittäminen tulevaisuuden ennusteiden kautta on aina tutkijan tai jonkun muun tahon subjektiivinen käsitys tulevasta kehityksestä. (Blomquist ym. 1997, 90.) Tämän vuoksi on syytä suhtautua kriittisesti arvonmääritystutkimuksen eri muuttujien määrittelyn perusteisiin.
Ennen diskonttaamisen aloittamista diskonttausmallille on määritettävä diskonttauskoron lisäksi muutamia nykyarvolaskelmaan vaikuttavia muuttujia. Näitä ovat mallin diskonttotekijän määrittäminen, diskontattavat kassavirrat ja niiden mahdollinen kasvutekijä sekä mallissa käytettävä yrityksen jäännösarvo. (Blomquist ym. 1997, 90.)

Diskonttaustekijän määrittelyn on tapahduttava johdonmukaisesti. Vapaan kassavirran luonnehdittiin aiemmin kuuluvan kaikille yritykseen sijoittaneille osapuolille. Tämän vuoksi diskonttaustekijän tulisi edustaa näitä tahoja kohtaavaa riskiä. Pääoman painotettu keskimääräiskustannus eli WACC (ks. s. 41) yhdistää sekä sijoittajien tuottovaatimuksen sekä oman pääoman tuottovaatimuksen, jonka vuoksi WACC:ia käytetään usein vapaiden kassavirtojen diskonttaustekijänä. (Koeller ym. 2005, 111;Blomquist ym. 1997, 93.) Henki-Fennialle ei kuitenkaan ole saatavilla olevan tiedon perusteella mahdollista laskea WACC:ia, joten tutkielmassa on käytetty koko pääoman tuottovaatimusta, joka on laskettu vuoden 2006 tilinpäätöksen perusteella. Käytettävästä diskonttokorosta ja sen laskemisesta on kerrottu tarkemmin sivulla 39–40.

Diskonttaustekijän käyttämisen myötä oletetaan, että oman ja vieraan pääoman suhde pysyy vakiona tulevaisuudessa. Mikäli oman ja vieraan pääoman suhde muuttuu tulevaisuudessa huomattavasti, tulee tämä seikka ottaa laskelmissa huomioon. (Blomquist 1997, 99.) Lopputuloksia tulkittaessa on huomattava, että mitä korkeampaa tuottovaatimusta eli diskonttauskorkoa diskonttauksessa käytetään, sitä pienemmäksi muodostuu omistaja-arvo (Aho 2004, 26). Tilintarkastus Revision lehdessä kirjoitetun Teemu Ahon artikkelin (2004, 26) mukaan yrityskauppoihin liittyvissä arvonmäärityksissä käytetään yleensä korkeaa tuottovaatimusta, joka on 10–15 prosentin välillä.

Diskontattavien kassavirtojen määrittäminen suoritetaan vapaan kassavirtalaskelman avulla tämän tutkielman sivulla 74–76. Kuitenkin kassavirtojen mahdollisen vuotuisen kasvun määrittäminen pitää sisällään tulkinnanvaraisuuksia, jonka vuoksi tutkielman on otettu mukaan kolme erilaista ennusteskenaariota, jotka aiheuttavat arvostamisen lopputulokselle erilaiset tulemat. Skenaarioista ja niiden aiheuttamista vaikutuksista laskelman muuttujiin kerrotaan enemmän hieman myöhemmin.

Diskonttausmalleissa yhtenä muuttujana on myös arvostettavan kohteen jäännösarvo, jos kohteen arvon ei todeta viimeisenä periodina olevan nolla. Yrityksen arvo voidaan määrittää esimerkiksi seuraavanlaisesti:

Kaava 13 Yrityksen arvonmäärittäminen vapaita kassavirtoja diskonttaamalla. (lähde: Aho 2004, 24)

$$Yritysarvo = Suunnitelmakausien\ vapaan\ kassavirran\ nykyarvo + Jäännösarvon\ nykyarvo$$

Edellä olevassa kaavassa mainittu päätearvon nykyarvo tarkoittaa siis tämän tutkielman tapauksessa Henki-Fennian arvoa viimeisellä ennustekaudella diskontattuna nykyhetkeen. Kyseinen muuttuja saattaa olla merkittävä osa liiketoiminnan kokonaisarvosta. (Blomquist ym. 1997, 118.)

Vapaiden kassavirtojen diskonttaamisen perusmalli, jossa ei vielä huomioida yrityksen päätearvoa, on seuraavanlainen (Knüpfer & Puttonen 2004, 211; Damodaran 2002, 387):

Kaava 14 Vapaan kassavirran diskonttauksen perusmalli.

$$Yrityksen\,arvo = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+r)^t}$$

$t = aika\,periodi$

$n = diskontattavien\,periodien\,määrä$

$FCFF_t = Yrityksen\,odotettu\,kassavirta\,periodilla\;t\,(Free\,Cash\,Flow\,of\;the\,Firm)$

$r = koko\,pääoman\,kustannus$

Vapaiden kassavirtojen diskonttauksen perusmallissa oletetaan, että kassavirtojen arvo pysyy vuosittain vakiona ja antaa tulokseksi ainoastaan yrityksen tulevaisuudessa tuottaman varallisuuden arvon. Saatu tulos ei siis sisällä yrityksen jäännösarvoa, joka muodostaa käytännössä kuitenkin suuren osan yrityksen kokonaisarvosta. Perusmalli (kaava 11) toimii kuitenkin diskonttaamisen perusrunkona seuraavaksi esitettävälle, lopulliselle Henki-Fennian arvostusmallille, joka ottaa huomioon hieman enemmän yrityksen arvoon vaikuttavia muuttujia. Kaavassa 12 esitetään tutkielmassa käytettävä regeneroitu vapaiden kassavirtojen diskonttaus malli, jossa kaavan ensimmäinen summatermi diskonttaa varsinaiset ennustettavien seitsemän vuoden kassavirrat nykyhetkeen. Jälkimmäinen termi muodostaa Henki-Fennian arvonmääritysmalliin yhtiön jäännösarvon. Usein jäännösarvo lasketaan jakamalla ennusteperiodin viimeisen vuoden vapaa kassavirta diskonttaustekijällä. Tällä tavalla meneteltäessä kassavirran oletetaan pysyvän, joko samalla tasolla tai kasvavan tasaisella vauhdilla riippuen odotetusta inflaatiosta. (Blomquist ym. 1997, 118; Aho 2004, 24.) Käytettävän mallin jälkimmäinen termi olettaa, että yritys on saavuttanut niin sanotun stedy-state-kasvu-uran, jossa kassavirrat kasvavat tasaisesti vauhdilla (g_n), sekä pitkän aikavälin koko pääoman tuottovaatimuksen olevan r. Pitkän aikavälin tuottovaatimuksen oletetaan tässä tutkielmassa olevan vuoden 2006 tasolla, joka on laskettu sivulla 39-40. Damodaranin (2002, 388) teoksesta lainatun, vapaiden kassavirtojen diskonttausmallin regeneroitu versio saa lopulta seuraavanlaisen muodon:

Kaava 15 Yrityksen arvostus DFCF-analyysin avulla, jossa oletetaan kassavirtojen kasvavan tasaista vauhtia. (lähde Damodaran 2002, 388; Lindell 1997, 210)

$$Yrityksen\,arvo = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{\left[\dfrac{FCFF_{n+1} \times (1+g_n)}{(r-g_n)}\right]}{(1+r)^n}$$

$n = aika\,periodi$

$r = kassavirtojen\,diskonttauskorko$

$g_n = kassavirtojen\,vuotuisen,\,jatkuvan\,ja\,vakaan\,kasvun\,määrä\,tulevilla\,kausilla$

Lopullisen arvostamiseen käytettävän laskumallin määrittämisen jälkeen perustellaan tulevaisuuden skenaariot, joita tähän tutkielmaan on otettu kolme.

7.5 Diskonttauksessa käytettävät ennusteskenaariot

Tutkielman analyysissä käytettävät ennusteskenaariot on laadittu seuraavan 6 vuoden ajalta eli vuoden 2007 alusta vuoden 2012 loppuun. Perusteluna ennusteskenaarion pituudelle on, aikaisemmin tutkielmassa käsitelty (s. 16), empiiristen tutkimusten perusteella määritelty taloudellisten syklien keskimääräinen pituus, joka voi olla Suomen tapauksessa yli 5,5 vuotta. Eri tahojen ekonomistit arvioivat tulevaa talouskehitystä usein vain muutamalle seuraavalle vuodelle, koska sen pidemmälle tehtyjen arvioiden oletukset ovat enemmänkin puhtaasti arvailun varassa perusteltujen arvioiden sijaan. Arvon määrittämiseksi kuitenkin joudumme laajentamaan ennusteiden pituutta, jotta voisimme huomioida mahdollisesti tulevan laskusuhdanteen vaikutuksia talouden syklisyyteen vedoten. Kuudessa vuodessa oletettavasti talouden sykli ehtii pyörähtää kokonaisen kierroksen, jolloin saamme tutkielmaan perusteita määrittää diskonttaukseen vaikuttavien muuttujien arvoja. Käytännössä yrityksen arvonmäärityksen yhteydessä ennustekausien vapaa kassavirta määritellään useimmiten 5-10 vuoden ajalta (Aho 2004, 25).

Skenaarioiden laadinnassa ei tutkielman rajausten vuoksi oteta huomioon sellaisia yrityksen tulevaisuuden suunnitelmia, mitä Henki-Fennian julkaistuista kirjallisista materiaaleista ei löydy. Tällaista julkaisematonta, yrityksen arvon kannalta merkittävää informaatiota voisi olla esimerkiksi yrityksen tulevat liiketaloudelliset suunnitelmat, kuten mahdolliset merkittävät investoinnit.

Seuraavassa luvussa läpikäytyjen ennusteskenaarioiden muuttujien arvioidut muutokset eivät perustu tarkkoihin tutkimuksiin tai laskelmiin, vaan ovat enemmänkin herkkyysanalyysiin perustuvia arvioita. Lisäksi ennusteskenaarioissa tehdyn herkkyysanalyysin vaikutukset tuloksen muodostumiseen ovat karrikoituja, sillä tietyn muuttujan arvon muuttuminen ei vaikuta ainoastaan yhteen toiseen muuttujaan vaan muutos voi vaikuttaa positiivisesti tai negatiivisesti myös muihin tuloslaskelman tai taseen eriin. Mallia on kuitenkin yksinkertaistettava, jotta herkkyysanalyysi voidaan suorittaa. Herkkyysanalyysin muuttujien muutosten aiheuttamien todellisten vaikutusten tutkiminen jätetään seuraavan tutkijan haasteeksi. Edellä mainittujen tekijöiden vuoksi tulevaisuudessa toteutuvat muuttujien muutokset ja niiden aiheuttamat vaikutukset

yhtiön tuloksen muodostumiseen voivat siis olla eriäviä tämän tutkimuksen analyyseihin verrattuna.

Jokaisen skenaarion oletuksille esitetään perusteluita, joiden mukaan voidaan arvioida mikä skenaarioista on lähinnä hänen käsityksiään kansantaloutemme ja vakuutusmarkkinoiden tulevasta kehityksestä.

7.6 Yleisesti tutkielmassa käytettävien arvonmääritysmallien käytöstä ja luotettavuudesta

Mallit ovat käytäntöön verrattuna yksinkertaistavia niissä tehtävien oletusten vuoksi, mutta silti niiden avulla voidaan arvioida yrityksen taloudellista tilannetta ja tulevaa kehityksestä. Tulevaisuutta on mahdotonta arvioida tarkasti, mutta erilaisilla herkkyysanalyysin skenaarioiden (optimistinen, neutraali ja skeptinen) avulla pyritään muodostamaan erilaisia käsityksiä yrityksen mahdollisesta tuloskehityksestä.

8 HENKI-FENNIAN ARVONMÄÄRITYSMENELMIEN LASKELMAT

Edellisessä luvussa käsiteltyjen mallien ja menetelmien avulla voimme alkaa analysoimaan Henki-Fenniaa varsinaisten laskelmien avulla.

8.1 Substanssiarvolaskelma

Henki-Fennian substanssilaskelman toteuttamiseksi on erien tulkinnoissa, ryhmittelyissä ja arvostamisissa tehty muutamia oletuksia muutamien taseen erien suhteen. Seuraavaksi selvitetään hieman tase-erien arvostamislogiikkaa.

8.1.1 Henki-Fennian varat substanssiarvolaskelmassa

8.1.1.1 Aineettomat hyödykkeet

Kyseistä erää ei ole eritelty millään tavalla tuloslaskelman liitetiedoissa tai muuallakaan tilinpäätöksen tiedoissa. Aineettomien hyödykkeiden on tämän vuoksi oletettu muodostuvan pääasiassa, liiketoiminnan luonteesta johtuen, Henki-Fennian käytössä olevista tietojärjestelmistä, eivätkä ne ole täten ole realisoitavissa. Perusteluna tehdylle oletukselle on aineettomien hyödykkeiden myymisen vaikeus, ja joidenkin hyödykkeiden osalta myymisen mahdottomuus. Henki-Fennian käyttöön tarkoitettujen tietojärjestelmien käyttöarvon oletetaan tässä tapauksessa olevan nolla, sillä räätälöidyt tuotteet eivät välttämättä sovellu muiden yhtiöiden käyttöön. Erään mahdollisesti

kuuluvien muiden aineettomien hyödykkeiden arvon oletetaan myös olevan nolla, sillä varovaisuuden nimissä oletamme niiden myös olevan hankalasti myytävissä.

8.1.1.2 Realisoitavissa olevien omaisuuserien arvostus

Realisoitavissa olevien omaisuuserien kohdalla pyritään kukin erä arvostamaan aina käypään arvoonsa, mikäli käypä arvo on määritetty tilinpäätöksessä. Esimerkiksi Henki-Fennian taseessa kiinteistösijoitukset on määritetty tehdyt poistot huomioon ottaen jäljellä olevaan hankintamenoarvoonsa. Substanssiarvoon ne on kuitenkin arvostettu käypään arvoonsa. Samoin sijoitusten osalta osakkeet ja osuudet, rahoitusmarkkinavälineet sekä talletukset ovat arvostettu tilinpäätöksessä jäljellä olevan hankintamenoarvonsa mukaisesti. (Henki-Fennian tilinpäätös 2006, 15.) Tutkielman substanssiarvolaskelmassa kummatkin erät ovat kuitenkin arvostettu käypään arvoonsa, koska tarkoituksena on määrittää yritykselle tilinpäätöshetken mukainen substanssiarvo eli todennäköinen omaisuuden myyntihinta.

8.1.1.3 Saamiset

Saamisten osalta oletetaan, että kaikki ovat realisoitavissa. Muiden saamisten osalta Henki-Fennian tilinpäätöksen laatimisperiaatteista (2006, 9) ilmenee, että ne ovat arvostettu nimellisarvoon tai tätä pysyvästi alempaan todennäköiseen arvoon. Muiden saamisten osalta käypiä arvoja ole siis saatavilla, joten käytämme arvostamisessa tilinpäätöksestä ilmeneviä arvoja.

8.1.1.4 Koneet ja kalusto

Myöskään koneiden ja kaluston osalta käypiä arvoja ei ole mahdollista tilinpäätöksen tietojen perusteella selvittää, joten käytämme laskelmassa kirjapitoarvoja. Oletamme, että kalusto on realisoitavissa tasearvostaan. Samoin toimitaan muiden aineellisten hyödykkeiden kanssa.

8.1.1.5 Siirtosaamiset

Blomquist (1997, 103) kehottaa arvioimaan siirtosaamisia kriittisesti huomioiden erityisesti niiden nykyarvoa ja aiheellisuutta. Tilinpäätöksessä ei ole sen enempää määritelty siirtosaamisten arvostamisista tai sisällöistä, mitä taseesta ilmenee. Tässä tutkielmassa oletamme, että Henki-Fennian siirtosaamisista korot ja vuokrat toteutuisivat, jos mahdollinen myyntitilanne syntyisi eli minkäänlaisia luottotappioita ei tämän erän osalta synny. Muut siirtosaamiset sen sijaan oletetaan jäävän saamatta, sillä

tilinpäätös ei erittele mitä tämä erä sisältää. Varovaisuuden nimissä jätämme tämän erän siis huomioimatta substanssiarvoa laskettaessa.

Henki-Fennian varat ovat, tehtyjen oletuksien pohjalta, substanssiarvolaskelman mukaan yhteensä 760 636 000 euroa. (ks. Taulukko 8)

8.1.2 Henki-Fennian velat substanssiarvolaskelmassa

Velkojen osalta huomioidaan kaikki yrityksen velat ja velkoihin rinnastettavat vastuut pois lukien poistoero. Suurin osa Henki-Fennian veloista muodostuu erinäisten vakuutussopimusten solmimisen myötä syntyneistä vastuuveloista. Vastuuvelat arvostetaan tasearvostaan, jota laskettaessa on noudatettu Sosiaali- ja Terveysministeriön määräyksiä ja ohjeita. Tutkielmassa ei siis ole perustetta lähteä oikaisemaan vastuuvelkojen arvoa. Vastuuvelkojen lisäksi myös muiden velkojen osalta Henki-Fennian oletetaan olevan velvoitettu suorittamaan takaisinmaksu mahdollisena yhtiön myyntihetkenä. Tilinpäätöksestä ei myöskään ilmene sellaista informaatiota, joka edellyttäisi substanssiarvon yhteydessä toimenpiteitä. Tämän vuoksi kaikki vastattavien velat huomioidaan substanssiarvolaskelmassa tasearvostaan.

8.1.3 Henki-Fennian substanssiarvo

Henki-Fennian substanssilaskelmasta tulee edellä mainitut oletukset huomioon ottaen Taulukon 8 mukainen.

Taulukko 8 Henki-Fennian substanssiarvo 31.12.2006. (lähde: Henki-Fennian tilinpäätös 2006)

luvut (1000€)	Korjattu substanssiar-volaskelma	Tasearvo	Käypä arvo	Korjaustermi tasearvoon nähden	liite/sivu
VASTAAVAA					
Aineettomat hyödykkeet					
Muut pitkävaikutteiset menot	0	941		-941	10/18
Sijoitukset					
Kiinteistösijoitukset					
Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet	42419	41728	42419	-691	6/15, 7/15
Muut sijoitukset					
Osakkeet ja osuudet	192987	167421	192987	+25566	6/15
Rahoitusmarkkinavälineet	302583	304466	302583	-1883	6/15
Talletukset	6930	6930	6930		6/15
Sijoitukset yhteensä	**544919**	**520545**	**544919**	**24374**	
Sij.sid.vakuutusten katteena olevat sijoitukset	207093	207093	207093		
Saamiset					
Ensivakuutustoiminnasta, vakuutuksenottajilta	322	322			
Muut saamiset	0	3363		-3363	
Muu omaisuus					
Aineelliset hyödykkeet					
Koneet ja kalusto	292	292			10/18
Muut aineelliset hyödykkeet	12	12			
Rahat ja pankkisaamiset	2218	2218			
Siirtosaamiset					
Korot ja vuokrat	4794	4794			
Muut siirtosaamiset	986	986			
Varat yhteensä	**760636**	**740566**		**20070**	
VASTATTAVAA					
Oma pääoma					11/18
Osakepääoma	0	27751			
Ylikurssirahasto	0	10723			
Hallituksen käyttövarat	0	8			
Edellisten tilikausien voitto	0	21624			
Tilikauden voitto	0	5647			
Tilinpäätössiirtojen kertymä					
Poistoero	0	57	57		
Vakuutustekninen vastuuvelka					
Vakuutusmaksuvastuu	368314	368314			
Korvausvastuu	93618	93618			
Sij.sid. vakuutusten vastuuvelka					
Vakuutustekninen vastuuvelka	207636	207636			
Velat					
Jälleenvakuutustoiminnasta	246	246			
Laskennalliset verovelat	0	0			
Muut velat	2370	2370			
Siirtovelat	2571	2571			
Velat yhteensä	**674755**	740565		**-65810**	

Henki-Fennian substanssiarvoksi tulee siis taseen varat – velat eli
760 636 000 - 674 755 000 = 85 881 000 euroa.

Diskontattujen vapaiden kassavirtojen summan (ml. jäännösarvo) eli yrityksen tuottoarvon ollessa suurempi kuin yhtiön taseesta laskettavan substanssiarvo, sisältyy kokonaisuuteen niin sanottua Goodwill-arvoa. Puolestaan, jos substanssiarvon ollessa suurempi kuin tuottoarvo sisältyy kokonaisuuteen niin sanottua Badwill-arvoa. Henki-Fennian tapauksessa yrityksen tuottoarvo on korkeampi kuin substanssiarvo, jonka vuoksi kokonaisuuteen sisältyy goodwill- eli liikearvoa. Tämä tarkoittaa, että yritys todennäköisesti on tuottava myös tulevaisuudessa. (Blomquist, jne. 1997, 89;104).

8.2 Vapaa kassavirtalaskelma

Vapaan kassavirtalaskelman laatimiseksi on ensin määritettävä laskelmassa tarvittavat erät, joita ei saada suoraan tuloslaskelmasta. Tavallisemman liiketoiminnan analysoinnin yhteydessä laskelmia on vain kaksi eli nettokäyttöpääoman muutos ja bruttoinvestoinnit. Henkiyhtiön tapauksessa on lisäksi määritettävä tulosanalyysin avulla yhtiön liikevoitto, sillä Sosiaali- ja terveysministeriön asetus vakuutusyrityksen tilinpäätöksestä ja konsernitilinpäätöksestä (1340/2002) ei velvoita yhtiötä ilmoittamaan sellaista tilinpäätöksessään.

8.2.1 Henki-Fennian tulosanalyysi ja erien tulkinta

Ennen kassa-virta analyysin tekemistä on tehtävä Henki-Fennian tuloslaskelmasta laadittava tulosanalyysi, jotta saisimme vapaan kassavirtalaskelman lähtökohdaksi liikevoiton ja voisimme lopulta diskontata vapaat kassavirrat nykyhetkeen saadaksemme Henki-Fennian arvon määritetyksi. Tulosanalyysi noudattaa Sosiaali- ja terveysministeriön määräys- ja ohjekokoelmaa vakuutusyhtiön tilipäätöksen laatimisesta (3/002/2007). Tulosanalyysi on osin rinnastettavissa kirjanpitoasetuksen (30.12.1997/1339) mukaiseen kululajikohtaiseen tuloslaskelmaan. Tutkielmassa käytetty analysointimuoto ottaa huomioon henkivakuutusyhtiön liiketoiminnan luonteen, jossa ei varsinaisesti valmisteta, varastoida tai myydä konkreettisia tuotteita. Analyysissä on kuitenkin selvitetty lukijalle, mitkä erät sisällytetään kuhunkin erään.

Tutkielman haasteeksi muodostui, ettei tutkimuksia tai muuta kirjallisuutta liittyen vapaiden kassavirtojen analyysin soveltamisesta suomalaiseen vakuutusyhtiöön ole. Ulkomaisten vakuutusyhtiöiden kassavirtoja koskevia tutkimuksia on jonkin verran,

mutta kirjallisuutta ei voi täysin soveltaa tähän tutkimukseen suomalaisen henkivakuutusyhtiön tilinpäätöksen laatimista koskevan lainsäädännön erilaisuuden vuoksi. Näiden syiden vuoksi tutkielmassa tulkitaan muutamien laskelmien erien luonnetta, jotta Henki-Fennialle voidaan suorittaa vapaan kassavirran analyysi.

Seuraavaksi selvitetään tulosanalyysin erien sisältöä ja niiden merkitystä Henki-Fennian liiketoiminnan ja arvon kannalta.

8.2.1.1 Vakuutusmaksutulo

Vakuutusmaksutuloa pidetään kansainvälisesti vakuutusyhtiön volyymin mittarina. Vakuutusmaksutulosta on vähennetty vakuutusmaksuverot ja muut vakuutusmaksuihin liittyvät julkiset maksut. (Rantala & Pentikäinen 2003, 182.) Vakuutusmaksutulo muodostaa osan Henki-Fennian varsinaisen liiketoiminnan tuotoista. Vakuutusmaksutulo muodostuu siis kaikista asiakkaiden yhtiön maksamista vakuutusmaksuista.

8.2.1.2 Sijoitustoiminnan tuotot ja kulut jne.

Sijoitustoiminnan tuotot ja kulut sekä arvonkorotukset, niiden oikaisut ja arvon muutokset niminen erä muodostaa toisen osan Henki-Fennian varsinaisen liiketoiminnan tuotoista. Tämä erä muodostuu nimensä mukaan Henki-Fennian kaikesta sijoitustoimintaan liittyvistä tuotoista ja kuluista. Tuotot ja kulut muodostuvat asiakkaiden vakuutusmaksujen sijoituksista sekä yhtiön omista sijoituksista muodostuneista tuotoista, kuluista ja sijoitusten arvon muutoksista.

8.2.1.3 Korvauskulut ja vastuuvelan muutos

Korvauskuluihin luetaan kaikki vakuutussopimusten solmimisen jälkeen muodostuvista vahinkotapahtumista sekä vakuutussopimusten mukaisten maksuvelvoitteiden suorittamisesta asiakkaalle tilikaudella. Vahinkovakuutusyhtiön tapauksessa tähän erään luettaisiin myös vastuuvelan muutokset, mutta henkiyhtiön tapauksessa vastuuvelan muutos erotetaan korvauskuluista sen, liiketoiminnan kannalta, suuren merkittävyytensä vuoksi. Henkiyhtiön tapauksessa vastuuvelka muodostuu pääosin asiakkaan maksamien vakuutusmaksujen takaisinmaksuvelvollisuudesta. Kaikki asiakkaan maksamat säästövakuutukset on maksettava jossain vaiheessa asiakkaalle takaisin, joten asiakkaalta saatavat vakuutusmaksut lisäävät vakuutusmaksutulojen lisäksi myös yhtiön vastuuvelkaa.

8.2.1.4 Liikekulut

Liikekuluiksi luetaan yrityksen toiminnasta aiheutuneita kuluja kuten vakuutusten hankintaan liittyvät menot eli käytännössä kaikki vakuutuksiin liittyvät palkkiota, vakuutusten hoitokuluja, hallintokuluja ja toimistokuluja (Järvelä 2004, 45). Suurin osa tähän erään sisältyvistä menoista voitaisiin lukea perinteisessä tuloslaskelmassa henkilöstökulujen palkkoihin ja palkkioihin. Henkivakuutustoiminnassa yhtiön pitää lisäksi eritellä liikekulunsa menolajikohtaisesti tilipäätöksen liitetiedoissa. Liikekuluja mahdollisesti aktivoitaessa, on selvitettävä niiden aktivointiperusteet. (Rantala & Pentikäinen 2003, 186.)

8.2.1.5 Liikevoitto

Liikevoittoa voidaan pitää tulosanalyysissä vakuutusteknisenä katteena ennen tasoitusmäärän muutosta ja lisäetuja. Liikevoitto siis määrittää varsinaisesta liiketoiminnasta aiheutuneiden ja toteutuneiden tuottojen ja kulujen erotuksen.

8.2.1.6 Tasoitusmäärän muutos

Tasoitusmäärällä eli tasoitusvastuulla tarkoitetaan riskiteoreettisesti laskettavaa rahamäärää runsasvahinkoisten vuosien varalle. Tämä kirjanpitotekninen erä on pakollisen varauksen luontoinen erä, joka tasoittaa tuloksen muodostumista vuotuisten korvausmenojen vaihteluilta. (Järvelä 2004, 45.) Tasoitusvastuun avulla vakuutusyhtiön kirjanpidollinen tulos tasoitetaan tietyn pidemmän aikaperiodin keskimääräisen vahinkosuhteen mukaiselle tasolle (Rantala & Pentikäinen 2003, 169.)

8.2.1.7 Lisäedut

VYL:n eli vakuutusyhtiölain 13. luvun ja 3§ mukaan tähän erään luetaan kaikki ne edut, joihin ei ole sitouduttu vakuutussopimuksissa. Tällaisia ovat mm. maksun alennukset, lisäsummat, asiakashyvitykset sekä lisäetuvastuu tulevia asiakashyvityksiä varten. Henki-Fennian tapauksessa kyseessä on erä, joka kuvaa hyvitysten ja alennusten vaikutusta vakuutustekniseen tulokseen (Henki-Fennian tilinpäätös 2006, 12).

8.2.1.8 Tilikauden voitto tai - tappio

Lopulta päädymme tilikauden voittoon, joka on suoraan verrattavissa vastaavaan erään perinteisessäkin tuloslaskelmassa esiintyvään erään. Henki-Fennian tulos on ollut viimeksi tappiollinen Henki-Fennian kolmantena toimintavuonna eli 2001, johon syynä silloisen toimitusjohtaja Hannu Ketolan mukaan oli osakekurssien laskusta aiheutuneet

arvonalennukset (Fennian tilinpäätös 2001, 40). Ne tulosanalyysin erät, joita ei ole yllä tarkennettu ovat sisällöltään ja luonteeltaan samankaltaisia kuin perinteisessä tuloslaskelmassakin. Alla olevassa taulukossa 9 ”*erä sisältää”* -sarakkeessa kerrotaan, mitkä Henki-Fennian tilinpäätöksestä ilmenevät tuloslaskelman ja liitetietojen erät ovat luettu mukaan kuhunkin tulosanalyysin erään.

Taulukko 9 Henki-Fennian tulosanalyysi 2006. (lähde: Henki-Fennian tilinpäätös 2006)

Erän nimi	Lukema	Erä sisältää	liite/sivu
Vakuutusmaksutulo	69749	vakuutusmaksutulo ennen jälleenvakuuttajien osuutta (70012), luottotappiot (-12), jälleenvakuuttajien osuus (-251)	-/5, 1/12
Sijoitustoiminnan tuotot ja kulut sekä arvonkorotukset, niiden oikaisut ja arvon muutokset	56185	sijoitustoiminnan tuotot(42737), Tuotot kiinteistösijoituksista (4346), sijoitusten arvonkorotukset (21305), sijoitusten arvonkorotusten oikaisut (-346), sijoitustoiminnan kulut(-11857)	3/13,
Maksetut korvaukset	-74041	maksetut korvaukset (-74041)	-/5
Vastuuvelan muutos ennen lisäetuja (asiakasetuja) ja tasoitusmäärän muutosta	-30759	vakuutusmaksuvastuunmuutos (-22843), korvausvastuun muutos (-15008), lisäedut -hyvitysten ja alennusten vaikutus vakuutustekniseen tulokseen(+6523), tasoitusmäärän muutos (+569)	-/5, 2/12, -/20
Liikekulut	-6984	liikekulut (-6984)	-/5
Muut vakuutustekniset tuotot ja kulut	0		
Vakuutustekninen tulos ennen lisäetuja (asiakasetuja) ja tasoitusmäärän muutosta	**14150**		
Muut tuotot ja kulut	-46	muut kulut (-46)	-/5
Liikevoitto	**14104**		
Tasoitusmäärän muutos	-569	tasoitusmäärän muutos (-569)	-/20
Lisäedut (asiakasedut)	-6523	lisäedut -hyvitysten ja alennusten vaikutus vakuutustekniseen tulokseen(-6523)	2/12
Voitto tai tappio ennen satunnaisia eriä	**7012**		
Satunnaiset tuotot ja -kulut	0		
Voitto tai tappio ennen tilinpäätössiirtoja ja veroja	**7012**		
Tilinpäätössiirrot	-17	Poistoeron muutos(-17)	-/5
Tuloverot ja muut välittömät verot	-1348	Tilikauden verot(-1682), Aikaisempien tilikausien verot (+344)	
Tilikauden voitto tai tappio	**5647**		

8.2.2 Nettokäyttöpääoman muutos

Käyttöpääomaksi eli ns. bruttokäyttöpääomaksi luetaan yrityksen investoinnit lyhytaikaiseen omaisuuteen, joihin luetaan siis esimerkiksi rahat ja pankkisaamiset, myyntisaatavat, jälkimarkkinakelpoiset arvopaperit, varastot ja muut likvidit varat. Nettokäyttöpääoma saadaan, kun (brutto)käyttöpääomasta vähennetään yrityksen lyhytaikaiset velat ja se kertoo kuinka suuri osuus yrityksen lyhytaikaisesta omaisuudesta on rahoitettu pitkäaikaisella vieraalla- tai omalla pääomalla (Niskanen & Niskanen 2000, 58.)

Henki-Fennian vapaan kassavirran laskemiseksi tarvitsee määrittää kuitenkin nettokäyttöpääoman muutos, joka lasketaan Kaavan 16 mukaisesti.

Kaava 16 Nettokäyttöpääoman muutoksen laskentakaava.

	muutos	2006	2005	taseen erä	Liite/sivu
VOM					
jälkimarkkinakelpoiset arvopaperit	24879	478817	453938	muut sijoitukset	-/6, 6/15
sijoitussidonnaisten vakuutusten katteenaolevat sijoitukset	13921	207093	193172		-/6
myyntisaamiset	496	3686	3190	saamiset (oletetaan kaikki saamiset myyntisaamisiksi)	-/6
rahat ja pankkisaamiset	1501	2218	717	rahat ja pankkisaamiset	-/6
bruttokäyttöpääoma	**40797**				
lyhytaikaiset korottomat velat					
vakuutusmaksuvastuu	-9238	368314	359076		
vakuutustekninen vastuuvelka, korvausvastuu	-15008	93618	78610		-/7
sijoitussidonniasten vakuutusten vastuuvelka	-13604	207636	194032	sijoitussidonniasten vakuutusten vastuuvelka, vakuutustekninen vastuuvelka	-/7
velat	-179	2616	2437		-/7
siirtovelat	-1276	2571	1295		-/7
nettokäyttöpääoman muutos (lisäys)-> vaikutus FCF:ään negatiivinen	**1492**				

Suuria investointeja tekevät yritykset, esimerkiksi kasvavat yritykset nettokäyttöpääoman lisäys voi olla merkittävä vapaita kassavirtoja vähentävä muuttuja (Kallunki & Kytönen 2002, 21).

8.2.3 Bruttoinvestoinnit

Bruttoinvestoinneilla tarkoitetaan niiden sijoitusten hankintamenoa, jotka kuuluvat pysyvien vastaavien aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin.

Kaava 17 Bruttoinvestointien muutoksen laskeminen.

BRUTTOINVESTOINNIT	Lukema	Erä sisältää	liite/sivu
+Pysyvien vastaavien aineettomat ja aineelliset hyödykkeet sekä sijoitukset tilikauden lopussa	1232	Aineettomat (941), kalusto (292)	10/18
+Poistot	324	poistot aineettomista hyödykkeistä (239), poistot kalustosta (85)	10/18
-Arvonkorotusten purku	0		
-Pysyvien vastaavien aineettomat ja aineelliset hyödykkeet sekä sijoitukset tilikauden alussa	-1944	Aineettomat (1383), kalusto (561)	10/18
= Bruttoinvestoinnit (vähennys)-> vaikutus FCF:ään positiivinen	**-388**	(+)-> vaikutus FCF:ään negatiivinen	

8.2.4 Henki-Fennian vapaa kassavirtalaskelma

Aiemmin mainittiin, että vapaiden kassavirtojen laskutapoja löytyy monia (ks. Liite 2), mutta kaikissa malleissa kuitenkin päädytään samaan lopputulokseen. Henki-Fennian vapaan kassavirtalaskelman suorittamiseen on tässä tutkielmassa sovellettu erästä yksinkertaisimmista laskumalleista, joka löytyy Kallunki & Kytösen (2002, 112) teoksesta. Vapaan kassavirtalaskelma on tehty kaavassa 19 seuraavalla sivulla.

Kaava 18 Henki-Fennian vuoden 2006 vapaa kassavirran laskeminen.

Henki-Fennian FCF-laskelma 2006	**tuloslaskelman arvo (€)**	**liite/sivu**
Liikevoitto	**14104**	
+ Osuus osakkuusyrityksistä	0	
- Operatiiviset verot	-1348	-/5
+ Rahoituskulujen (-) ja rahoitustuottojen (+) verovaikutukset	0	
= Operatiivinen kassavirta	**12756**	
+ Poistot	324	10, 5
= Bruttokassavirta	**13080**	
- Nettokäyttöpääoman lisäys	-1492	
-/+ Bruttoinvestoinnit	388	
= Vapaa operatiivinen kassavirta	**11976**	
+/- Muut erät	-46	
= VAPAA KASSAVIRTA	**11930**	

Yllä olevassa laskelmassa laskuerä nimeltä *muut erät* Pitävät sisällään Henki-Fennian tuloslaskelmasta (Henki-Fennian tilinpäätös 2006, 5) ilmenevien muiden kulujen sisällön.

8.2.5 Henki-Fennian nollaskenaario ja kolme tulevaisuuden ennusteskenaariota

Henki-Fennian arvonmäärittämisessä luodaan nollaskenaarion lisäksi kolme erilaista ennusteskenaariota, jotka vaikuttavat osaltaan käytettävään vapaiden kassavirtojen diskonttaamismalliin. Seuraavaksi kuvaillaan näitä kolmea yksinkertaistettua tulevaisuuden skenaariota ja niiden vaikutuksia Henki-Fennian arvonmuodostumiseen. Skenaarioissa vuosi 2006 muodostaa diskonttaamisen perusvuoden, joka kuvaa siis Henki-Fennian arvoa vuoden 2006 lopussa tai vuoden 2007 alussa.

Skenaarioiden muuttujien kasvuarviot perustuvat Henki-Fennian historian kehityksestä laskettuihin keskiarvoihin. Tämän vuoksi muun muassa suhdanteiden aiheuttamat, muuttujien arvojen varianssit eivät ole niin suuria kuin ne todellisuudessa olisivat. Todellisuudessa esimerkiksi Henki-Fennian vakuutusmaksutulot ovat vaihdelleet historian vuosina melkoisesti, mutta skenaarioissa käytettävät historian keskiarvoihin perustuvat muutokset ovat lievempiä, jolloin suhdanteiden aiheuttamat kysyntäshokit vaikuttavat skenaarion muuttujiin pehmeämmin. Todellisuuteen verrattuna skenaarioiden muuttujissa ei siis tapahdu lainkaan voimakkaita muutoksia suuntaan tai toiseen. Ennen kuin laskemme varsinaiset kolme ennusteskenaariota, laskemme niin sanotun 0 skenaarion vertailuperustan saamiseksi.

8.2.5.1 Skenaario 0

Nollaskenaariossa oletamme, että Henki-Fennian liiketoiminnan kasvu pysähtyy täysin, jolloin saamme vertailuperustan muille kolmelle skenaarioille sekä substanssiarvolle. Skenaario 0 ei siis ole varsinainen Henki-Fennian tulevaisuuden skenaario vaan tutkimuksen kannalta vain vertailukohta. Tässä skenaariossa oletamme Henki-Fennian liiketoiminnan jäävän vuoden 2006 tasolle, eikä kasvua tai muitakaan muutoksia yhtiössä tapahdu. Skenaarion 0 oletuksilla liikevoiton muodostuminen on nähtävillä seuraavassa taulukossa 10.

Taulukko 10 Skenaarion 0 liikevoittojen muodostuminen vuosina 2006-2012.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	suhde vakuutusmaksu-tuloon (%)
Vakuutusmaksutulo	69749	69749	69749	69749	69749	69749	69749	-
Sijoitustoiminnan tuotot ja kulut sekä arvonkorotukset, niiden oikaisut ja arvon muutokset	56185	56185	56185	56185	56185	56185	56185	80,6
Maksetut korvaukset	-74041	-74041	-74041	-74041	-74041	-74041	-74041	106
Vastuuvelan muutos ennen lisäetuja (asiakasetuja) ja tasoitusmäärän muutosta	-30759	-30759	-30759	-30759	-30759	-30759	-30759	44,1
Liikekulut	-6984	-6984	-6984	-6984	-6984	-6984	-6984	10,0
Muut vakuutustekniset tuotot ja kulut	0	0	0	0	0	0	0	-
Vakuutustekninen tulos ennen lisäetuja (asiakasetuja) ja tasoitusmäärän muutosta	**14150**	**14150**	**14150**	**14150**	**14150**	**14150**	**14150**	
Muut tuotot ja kulut	-46	-46	-46	-46	-46	-46	-46	-0,066
Liikevoitto	**14104**	**14104**	**14104**	**14104**	**14104**	**14104**	**14104**	**-**

Skenaariossa 0 myöskään vuotuiset diskontattavat kassavirrat eivät muutu, kuten seuraavasta taulukosta 11 ilmenee.

Taulukko 11 Skenaarion 0 vapaiden kassavirtojen muodostuminen vuosina 2007-2012.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	suhde liikevoittoon (%)
Liikevoitto	**14104**	**14104**	**14104**	**14104**	**14104**	**14104**	**14104**	**-**
+ Osuus osakkuusyrityksistä	0	0	0	0	0	0	0	-
- Operatiiviset verot	-1348	-1348	-1348	-1348	-1348	-1348	-1348	9,6
+ Rahoituskulujen (-) ja rahoitustuottojen (+) verovaikutukset	0	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**-**
= Operatiivinen kassavirta	**12756**	**12756**	**12756**	**12756**	**12756**	**12756**	**12756**	-
+ Poistot	324	324	324	324	324	324	324	2,3
= Bruttokassavirta	**13080**	**13080**	**13080**	**13080**	**13080**	**13080**	**13080**	**-**
- Nettokäyttöpääoman lisäys	-1492	-1492	-1492	-1492	-1492	-1492	-1492	10,58
-/+ Bruttoinvestoinnit	388	388	388	388	388	388	388	2,8
= Vapaa operatiivinen kassavirta	**11976**	**11976**	**11976**	**11976**	**11976**	**11976**	**11976**	-
+/- Muut erät	-46	-46	-46	-46	-46	-46	-46	-0,33
= VAPAA KASSAVIRTA	**11930**	**11930**	**11930**	**11930**	**11930**	**11930**	**11930**	-

lopulta voimme diskontata vapaat kassavirrat sekä Henki-Fennian vuoden 2012 jäännösarvon. Kassavirtojen ei myöskään oleteta kasvavan vuoden 2012 jälkeen. Diskonttaamismallista tulee seuraavanlainen:

Kaava 19 Skenaarion 0 Henki-Fennian diskontattujen vapaiden kassavirtojen ja jäännösarvon summa.

$$\frac{11930}{1{,}094^{1}}+\frac{11930}{1{,}094^{2}}+\frac{11930}{1{,}094^{3}}+\frac{11930}{1{,}094^{4}}+\frac{11930}{1{,}094^{5}}+\frac{11930}{1{,}094^{6}}+\frac{\left[\frac{(11930)}{(0{,}094-0)}\right]}{1{,}094^{6}}\approx 126\ 919\times(1000\,€)$$

Nollakasvua olettavan skenaarion mukaan Henki-Fennian arvoksi saadaan 126 919 000 euroa. Skenaarion 0 mukaista arvoa pidetään vain muiden skenaarioiden vertailuarvona, sillä Henki-Fennian nollakasvua ei pidetä tutkimuksessa mahdollisena.

8.2.5.2 Skenaario 1

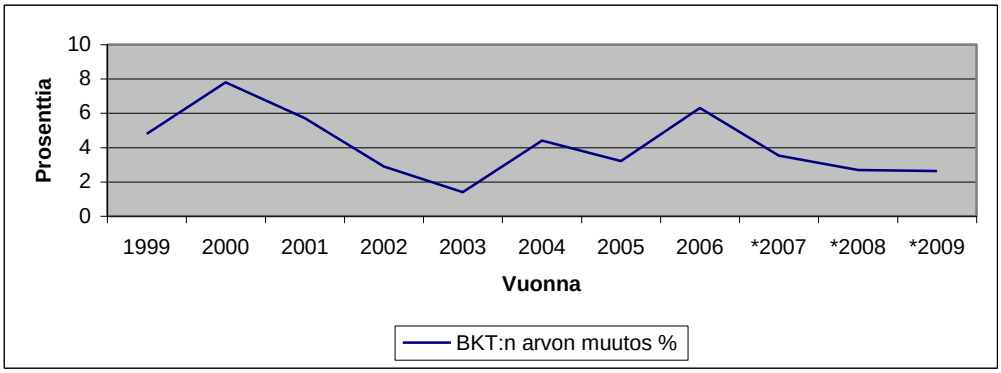
Ensimmäistä tulevaisuuden skenaarion tulosta voidaan luonnehtia pessimistiseksi tai skeptiseksi arvioksi Henki-Fennian arvosta. Skenaariossa 1 oletetaan, että tutkielmassa aikaisemmin mainittu (s. 24) suurten ikäluokkien eläköityminen aiheuttaa yhtiölle enemmän eläkkeiden takaisinmaksuja kuin valtion eläkemaksukyvyn heikkenemisen kautta syntyneitä uusia eläkesopimuksia. Tämä aiheuttaa vakuutusmaksutulon pienenemistä sekä korvauskulujen kasvamista. Toisaalta myös vakuutusmaksutulon pienenemisen myötä myös vakuutusmaksuvastuu pienenee. Tämä huomioidaan vakuutusmaksutulon hieman pienempänä vähenemisenä, mutta vaikutusta vastuuvelkaan ei huomioida. Vakuutusmaksuvastuun muutosta ei siis oteta mukaan ennusteskenaarioiden muuttujiin. Tämä oletus on tehtävä mallin yksinkertaistamisen vuoksi, sillä vakuutusmaksuvastuun ja korvauskulujen suhde vaatisi enemmän tutkimusta, jotta näihin muuttujiin voitaisiin tehdä muutoksia.

Ensimmäisessä skenaariossa oletetaan myös aikaisemmin mainitun eläkesäästämisten verovähennysoikeutta koskevan lakimuutoksen tulevan voimaan, aiheuttaen yhtiölle lisää selviytymiskamppailuja henkivakuutusmarkkinoiden kiristyneen kilpailun vuoksi. Skenaariossa yksi uskomme kuitenkin Henki-Fennian kykyyn vastata edellä mainittuihin haasteisiin, mutta muutoksista seuraa yhtiön tuloskasvun hidastuminen. Tuloskasvun hidastumista lisää myös talouden syklisyys, joka skenaariossa 1 vaikuttaa jo vuoden 2007 vakuutusmaksutulojen kehitykseen yhtiön kannalta negatiivisesti. Talouden laskusuhdanteen oletetaan laskevan vakuutusmaksutuloja parin vuoden ajan. Vuoden 2009 jälkeen talouden oletetaan lähtevän taas nousuun, jolloin kasvun oletetaan palautuvan kiristyneen kilpailun vuoksi aikaisempaa hieman alemmalle tasolle. Vuoden 2009 jälkeen kasvun oletetaan olevan tasaista aina vuoteen 2012 asti.

Skenaario 1 olettaa, että ainoastaan Henki-Fennian vakuutusmaksutulon kehitys häiriöityy eksogeenisten tekijöiden muutospaineista johtuen. Vakuutusmaksutulojen vaihtelu aiheuttaa käytännössä myös laskelmien muissa muuttujissa, kuten vakuutusmaksuvastuissa, muutospaineita. Tuloslaskelman osalta nämä muutospaineiden vaikutukset ovat otettu huomioon olettamalla, että laskelman muut erät muuttuvat

jatkuvasti samassa suhteessa vakuutusmaksutulojen muutosten kanssa. Kassavirta-analyysin osalta muut muuttujat vaihtelevat vuotuisesti samassa suhteessa liikevoiton eli kassavirta-analyysin lähtökohdan kanssa. Laskelmissa suhteelliset muutokset perustuvat vuoden 2006 erien suhteisiin eli kyseinen vuosi toimii laskelmien vertailun lähtökohtana.

Henki-Fennian todellinen vakuutusmaksutulon tilikausien välinen kehitys on ollut vuosina 1999–2006 keskimäärin noin 3 prosenttia. Henki-Fennia koko vuosina 2001–2002 normaalia jyrkemmän taantuman, jolloin vakuutusmaksutulo supistui ensin -12 % ja seuraavana vuonna 2002 jopa -47 %. Skenaariossa 1 oletetaan, että talouden syklisyyden vuoksi vuosina 2007–2008 vakuutusmaksutulo laskee hieman lievemmin kuin vuosina 2000–2002. Syyksi hieman lievempään romahtamiseen on eri tahojen ennusteet BKT:n suhteellisesta kasvusta kyseisinä vuosina verrattuna vuosiin 2000–2002 (Hakkarainen 2008). BKT:n kehitystä tarkastellessa Kuvasta 19 nähdään, että talous ei ollut niin ylikuumentunut vuosina 2000–2002 verrattuna tämän hetkisiin arvioihin vuosista 2007–2008.



kuvio 17 Suomen BKT:n arvonmuutos prosentteina. (lähde: Talouselämä 2008; Tilastokeskus)

Edellä mainittuihin skenaarion 1 uhkiin sekä ennusteisiin nojautuen skenaariossa 1 arvioidaan Henki-Fennian vakuutusmaksutulon tippuvan 5 % vuosina 2007–2008. Vakuutusmaksutulon lasku olisi Henki-Fennian historian perustuen laskusuhdanteessa voimakkaampi, mutta skenaarion arviot perustuvat alussa mainittuihin yhtiön historiaan perustuviin keskiarvoihin. Vuoden 2008 jälkeen vakuutusmaksutulon kasvun oletetaan jatkuvan, kuten keskimäärin vuosina 1999–2006 eli 3 % vuodessa. Vuosien 1999–2006 keskimääräiseen vakuutusmaksutulojen kehitykseen verrattuna 2007–2012 vakuutusmaksutulojen kehitys on hieman pienempi (1,8 % vuodessa).

Skenaarion 1 vakuutusmaksutulon kehityksen vaikutukset liikevoittoon on nähtävillä seuraavassa taulukossa 12.

Taulukko 12 Skenaarion 1 liikevoittojen arvioitu kehitys vuosina 2006-2012.

(1000€)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	suhde vakuutusmaksu-tuloon (%)
Vakuutusmaksutulo	69749	66262	62948	64837	66782	68785	70849	-
Sijoitustoiminnan tuotot ja kulut sekä arvonkorotukset, niiden oikaisut ja arvon muutokset	56185	53407	50736	52259	53826	55441	57104	80,6
Maksetut korvaukset	-74041	-70237	-66725	-68727	-70789	-72913	-75100	106
Vastuuvelan muutos ennen lisäetuja (asiakasetuja) ja tasoitusmäärän muutosta	-30759	-29221	-27760	-28593	-29451	-30334	-31244	44,1
Liikekulut	-6984	-6626	-6295	-6484	-6678	-6879	-7085	10,0
Muut vakuutustekniset tuotot ja kulut	0	0	0	0	0	0	0	-
Vakuutustekninen tulos ennen lisäetuja (asiakasetuja) ja tasoitusmäärän muutosta	**14150**	**13584**	**12904**	**13292**	**13690**	**14101**	**14524**	
Muut tuotot ja kulut	-46	44	-42	-43	-44	-45	-47	-0,066
Liikevoitto	**14104**	**13627**	**12863**	**13249**	**13646**	**14056**	**14477**	**-**

Tutkielman vapaan kassavirran laskelmassa oletetaan, että skenaarion 1 vakuutusmaksutulon kehityksen hidastuminen vaikuttaa ainoastaan laskelman lähtökohtaan eli liikevoittoon. Skenaarion 1 aiheuttamat muutokset vaikuttavat käytännössä kuitenkin myös kassavirtalaskelman muuttujiin. Tämä on otettu huomioon laskelmissa muuttamalla kyseessä olevia kassavirtalaskelman eriä suhteellisesti saman vuoden liikevoittoon nähden. Suhteelliset osuudet on nähtävissä Taulukon 13 oikeasta laidasta. Skenaarion 1 vaikutukset vuosien 2006–2012 kassavirtalaskelmiin voidaan nähdä seuraavasta Taulukosta 13.

Taulukko 13 Skenaarion 1 vapaiden kassavirtojen arvioitu kehitys vuosina 2006-2012.

(1000€)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	suhde liikevoittoon (%)
Liikevoitto	**14104**	**13627**	**12863**	**13249**	**13646**	**14056**	**14477**	**-**
+ Osuus osakkuusyrityksistä	0	0	0	0	0	0	0	-
- Operatiiviset verot	-1348	-1308	-1235	-1272	-1310	-1349	-1390	9,6
+ Rahoituskulujen (-) ja rahoitustuottojen (+) verovaikutukset	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**-**
= Operatiivinen kassavirta	**12756**	**12319**	**11628**	**11977**	**12336**	**12706**	**13088**	-
+ Poistot	324	313	296	305	314	323	333	2,3
= Bruttokassavirta	**13080**	**12633**	**11924**	**12282**	**12650**	**13030**	**13420**	**-**
- Nettokäyttöpääoman lisäys	-1492	-1444	-1363	-1404	-1447	-1490	-1535	10,6
-/+ Bruttoinvestoinnit	388	382	360	371	382	394	405	2,8
= Vapaa operatiivinen kassavirta	**11976**	**11570**	**10921**	**11248**	**11586**	**11933**	**12291**	-
+/- Muut erät	-46	-41	-39	-40	-41	-42	-43	0,3
= VAPAA KASSAVIRTA	**11930**	**11529**	**10882**	**11208**	**11545**	**11891**	**12248**	-

Skenaarion 1 laskumallien yksinkertaistamiseksi diskonttokoron oletetaan pysyvän samana, kuin vuoden 2006 koko pääoman tuottoprosentti (9,4 %) joka vuotena suhdanteista huolimatta. Oikeassa tilanteessahan koko pääoman tuottoprosenttihan voi vaihdella peräkkäistenkin tilikausien välillä huomattavasti.

Jäännösarvon laskemiseksi oletetaan, että kassavirta jatkaa kasvuaan tasaisesti noin 0,4 %:n vuosivauhtia. Tämä kasvuarvio perustuu skenaarion 1 estimoituihin kassavirtojen kehityksen keskiarvoihin vuosina 2006–2012.

Skenaarion 1 mukainen Henki-Fennian arvo lasketaan seuraavalla tavalla.

Kaava 20 Henki-Fennian arvo vuoden 2006 lopussa skenaarion 1 mukaan estimoituna.

$$\frac{11529}{1{,}094^{1}}+\frac{10882}{1{,}094^{2}}+\frac{11208}{1{,}094^{3}}+\frac{11545}{1{,}094^{4}}+\frac{11891}{1{,}094^{5}}+\frac{12248}{1{,}094^{6}}+\frac{\left[\frac{(12248\times 1{,}004)}{(0{,}094-0{,}004)}\right]}{1{,}094^{6}}\approx 130\ 403\times(1000\,€)$$

Skenaarion 1 mukaan Henki-Fennian arvoksi muodostuu noin 130 403 000 euroa.
Skenaariossa 1 käytettävä diskonttokorko on määritetty vuoden 2006 mukaan, joka Henki-Fennialla oli kohtuullisen hyvä. Diskonttokoron suuruuden merkitys huomataan, jos koko pääoman tuottovaatimusta nostettaisiin 9,4 %:sta esimerkiksi 14 %:iin. Tuottovaatimuksen nostamisen myötä skenaarion 1 olosuhteissa Henki-Fennian arvo laskisi 85 679 000 euroa, joka olisi jo alle yhtiölle lasketun substanssiarvon. Samalla huomataan, millainen merkitys yritykselle asetetulla tuottovaatimuksella on arvonmäärityksen kannalta. Yrityksen myyntitilanteessa muun muassa juuri myyjän ja ostajan tuottovaatimusten eroavaisuuden vuoksi osapuolten yritykselle määrittämät arvot voivat erota toisistaan merkittävästikin. Myyjällä on usein käytössään yrityksen sisäistä tietoa, joka voi vaikuttaa merkittävästikin yrityksen arvoon. Ulkopuolisen analysoijan on hankalampi estimoida yrityksen arvoa suppeamman informaation vuoksi, joka voi johtaa arvostuksessa tehtyjen virheellisten oletusten myötä jopa virheellisiin lopputuloksiin.

8.2.5.3 Skenaario 2

Toisen skenaarion luonnetta voi luonnehtia optimistiseksi, jossa oletetaan Henki-Fennian vakuutusmaksutulon kasvun muuttuvan pysyvästi suuremmaksi kuin historiassa. Tämän oletetaan johtuvan tuotteiden erilaistamisesta, jonka myötä Henki-Fennian markkina-aseman oletetaan kasvavan. Skenaariossa otetaan kuitenkin

huomioon myös skenaariossa 1 huomioitu laskukausi vuosina 2007–2008, jolloin vakuutusmaksutulo laskee 5 % vuodessa. Tämän jälkeen kuitenkin markkina-aseman kasvattamisen vaikutukset muuttavat yhtiön vakuutusmaksutulon kasvua aikaisemmasta 3 %:sta 5 %:in vuodessa. Seuraavassa taulukossa 14 näemme vakuutusmaksutulon kehityksen muuttumisen myötä tapahtuva liikevoiton kehitys.

Taulukko 14 Skenaarion 2 liikevoittojen arvioitu kehitys vuosina 2006–2012.

(1000€)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	suhde vakuutusmaksu-tuloon (%)
Vakuutusmaksutulo	69749	66262	62948	66096	69401	72871	76514	-
Sijoitustoiminnan tuotot ja kulut sekä arvonkorotukset, niiden oikaisut ja arvon muutokset	56185	53407	50736	53273	55937	58734	61670	80,6
Maksetut korvaukset	-74041	-70237	-66725	-70062	-73565	-77243	-81105	106
Vastuuvelan muutos ennen lisäetuja (asiakasetuja) ja tasoitusmäärän muutosta	-30759	-29221	-27760	-29148	-30606	-32136	-33743	44,1
Liikekulut	-6984	-6626	-6295	-6610	-6940	-7287	-7651	10,0
Muut vakuutustekniset tuotot ja kulut	0	0	0	0	0	0	0	-
Vakuutustekninen tulos ennen lisäetuja (asiakasetuja) ja tasoitusmäärän muutosta	**14150**	**13584**	**12904**	**13550**	**14227**	**14938**	**15685**	
Muut tuotot ja kulut	-46	-44	-42	-44	-46	-48	-50	-0,066
Liikevoitto	**14104**	**13540**	**12863**	**13506**	**14181**	**14890**	**15635**	**-**

Liikevoiton myötä voimme laskea tulevien vapaiden kassavirtojen kehityksen, joka on laskettu Taulukkoon 15. Kassavirtojen oletetaan kasvavan 1,6 %:n vuosivauhtia vuodesta 2012 eteenpäin. Tämä perustuu ennusteperiodien kassavirtojen keskimääräiseen kasvuprosenttiin.

Taulukko 15 Skenaarion 2 kassavirtojen arvioitu kehitys vuosina 2006-2012.

(1000€)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	suhde liikevoittoon (%)
Liikevoitto	**14104**	**13540**	**12863**	**13506**	**14181**	**14890**	**15635**	**-**
+ Osuus osakkuusyrityksistä	0	0	0	0	0	0	0	-
- Operatiiviset verot	-1348	-1300	-1235	-1297	-1361	-1429	-1501	9,6
+ Rahoituskulujen (-) ja rahoitustuottojen (+) verovaikutukset	0	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**-**
= Operatiivinen kassavirta	**12756**	**12240**	**11628**	**12209**	**12820**	**13461**	**14134**	-
+ Poistot	324	311	296	311	326	342	360	2,3
= Bruttokassavirta	**13080**	**12552**	**11924**	**12520**	**13146**	**13803**	**14494**	**-**
- Nettokäyttöpääoman lisäys	-1492	-1435	-1363	-1432	-1503	-1578	-1657	10,6
-/+ Bruttoinvestoinnit	388	379	360	378	397	417	438	2,8
= Vapaa operatiivinen kassavirta	**11976**	**11495**	**10921**	**11467**	**12040**	**12642**	**13274**	-
+/- Muut erät	-46	-41	-39	-41	-43	-45	-47	0,3
= VAPAA KASSAVIRTA	**11930**	**11455**	**10882**	**11426**	**11997**	**12597**	**13227**	-

Optimistisen skenaarion 2 mukaan Henki-Fennian arvoksi muodostuu vapaiden kassavirtojen diskonttaamisen ja jäännösarvon laskemisen jälkeen 163 700 000 euroa. Arvo on neutraaliin ja yksinkertaistavaan skenaarioon 3 verrattuna kuitenkin pienempi, johtuen lähinnä oletetusti tulevasta laskusuhdanteesta, jota skenaariossa 3 ei huomioitu lainkaan.

8.2.5.4 Skenaario 3

Kolmannessa skenaariossa on niin sanottu perusskenaario, jota voidaan luonnehtia yksinkertaistavaksi. Skenaario olettaa liiketoiminnan jatkuvan samankaltaisena kuin keskimäärin yhtiön historiassakin eikä suurempia liiketoiminnan tulontuottamiskykyyn liittyviä muutoksia oleteta tapahtuvan. Talouden suhdanteiden aiheuttamat shokit alentavat pitkän tähtäimen kasvua, joka on otettu huomioon vakuutusmaksutulojen pienempänä kasvuprosenttina. Vahinkojen oletetaan pysyvän suhteellisesti samalla tasolla, ja yhtiön kasvun oletetaan jatkuvan samankaltaisesti kuin aiemminkin. Yhtiön sijoitustoiminnan oletetaan myös pysyvän täysin muuttumattomana. Skenaariossa 3 oletetaan ainoastaan vakuutusmaksutulon kasvavan samaa vauhtia kuin se on kasvanut keskimäärin vuosina 1999–2006 eli noin 3 % vuodessa. Muiden muuttujien oletetaan muuttuvan samassa suhteessa, liikevoiton laskemisen osalta, vakuutusmaksutulon kanssa ja kassavirtojen osalta liikevoiton kanssa. Skenaarion 2 liikevoiton kasvun voi nähdä seuraavasta taulukosta 16.

Taulukko 16 Skenaarion 3 liikevoittojen arvioitu kehitys vuosina 2006–2012.

(1000€)	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**suhde vakuutusmaksu-tuloon (%)**
Vakuutusmaksutulo	69749	71841	73997	76217	78503	80858	83284	-
Sijoitustoiminnan tuotot ja kulut sekä arvonkorotukset, niiden oikaisut ja arvon muutokset	56185	57904	59641	61431	63274	65172	67127	80,6
Maksetut korvaukset	-74041	-76152	-78437	-80790	-83213	-85710	-88281	106
Vastuuvelan muutos ennen lisäetuja (asiakasetuja) ja tasoitusmäärän muutosta	-30759	-31682	-32633	-33612	-34620	-35658	-36728	44,1
Liikekulut	-6984	-7184	-7400	-7622	-7850	-8086	-8328	10,0
Muut vakuutustekniset tuotot ja kulut	0	0	0	0	0	0	0	-
Vakuutustekninen tulos ennen lisäetuja (asiakasetuja) ja tasoitusmäärän muutosta	**14150**	**14728**	**15169**	**15624**	**16093**	**16576**	**17073**	
Muut tuotot ja kulut	-46	-47	-49	-50	-52	-53	-55	-0,066
Liikevoitto	**14104**	**14680**	**15121**	**15574**	**16041**	**16523**	**17018**	**-**

Kassavirtojen vuotuisen kehittymisen liikevoiton kehittymisen myötä voi nähdä taulukosta 17.

Taulukko 17 Skenaarion 3 kassavirtojen arvioitu kehitys vuosina 2006-2012.

(1000€)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	suhde liikevoittoon (%)
Liikevoitto	**14104**	**14680**	**15121**	**15574**	**16041**	**16523**	**17018**	**-**
+ Osuus osakkuusyrityksistä	0	0	0	0	0	0	0	-
- Operatiiviset verot	-1348	-1409	-1452	-1495	-1540	-1586	-1634	9,6
+ Rahoituskulujen (-) ja rahoitustuottojen (+) verovaikutukset	0	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**-**
= Operatiivinen kassavirta	**12756**	**13271**	**13669**	**14079**	**14501**	**14936**	**15385**	-
+ Poistot	324	338	348	358	369	380	391	2,3
= Bruttokassavirta	**13080**	**13608**	**14017**	**14437**	**14870**	**15316**	**15776**	**-**
- Nettokäyttöpääoman lisäys	-1492	-1556	-1603	-1651	-1700	-1751	-1804	10,6
-/+ Bruttoinvestoinnit	388	411	423	436	449	463	477	2,8
= Vapaa operatiivinen kassavirta	**11976**	**12463**	**12837**	**13222**	**13619**	**14028**	**14449**	-
+/- Muut erät	-46	-44	-45	-47	-48	-50	-51	0,3
= VAPAA KASSAVIRTA	**11930**	**12419**	**12792**	**13176**	**13571**	**13978**	**14397**	-

Jäännösarvon laskemiseksi oletetaan, että kassavirta jatkaa kasvuaan tasaisesti noin 3,1 %:n vuosivauhtia. Tämä kasvuarvio perustuu skenaarion 3 estimoituihin kassavirtojen kehityksen keskiarvoihin vuosina 2006–2012. Skenaarion 3 mukaiseksi Henki-Fennian arvoksi muodostuu samalla laskentatekniikalla kuin ensimmäisessä skenaariossa 195 960 000 euroa.

Jälleen, jos yrityksen arvostaja, haluaisi korottaa tuottovaatimusta eli diskonttauskorkoa vuoden 2006 tasosta (9,4 %) esimerkiksi 15 %:in, niin Henki-Fennia arvoksi tulisi 112 420 000 euroa.

Taulukossa 18 esitetään yhteenveto kaikista ennusteskenaarioiden muuttujista ja niiden välisistä suhteista.

Taulukko 18 Henki-Fennian arvonmääritysskenaarioiden oletusten 0-3 yhteenveto.

Muuttujat	Skenaario 0	Skenaario 1	Skenaario 2	Skenaario 3
Vakuutusmaksutulo kasvutekijä 2007-2008	0 %	-5 %/vuosi	-5 %/vuosi	+ 2 %/vuosi
Vakuutusmaksutulo kasvutekijä 2009-2012	0 %	+3 %/vuosi	+5 %/vuosi	+ 2 %/vuosi
Kassavirran kasvutekijä vuoden 2012 jälkeen	0 %	+0,37 %/vuosi	+1,6 %/vuosi	+3,1 %/vuosi
Diskonttaustekijä	9,4 %	9,4%	9,4%	9,4%
Jäännösarvon osuus kokonaisarvosta	58,30 %	60,9 %	67,4 %	69,9 %
Jääännösarvo	74 033 000€	79 439 000	110 472 000€	137 065 000€
Henki-Fennian liikearvo	41038000	43979000	77078000	109141000
Henki-Fennian tuottoarvo	**126 919 000€**	**129 860 000€**	**162 959 000€**	**195 022 000€**

Skenaarioiden yhteenvedosta huomaamme, että Henki-Fennian arvoilla on melkoisia eroja. Kaikissa skenaarioissa tehtyjen oletuksien vaikutuksia muuhun muuttujiin olisi syytä tutkia huomattavasti tarkemmin esimerkiksi aikaisempien vuosien tilinpäätöksistä, jotta oletukset voitaisiin perustella paremmin todellisuutta vastaavaksi. Arvonmäärityksiä analysoitaessa on huomioitava ehdottomasti, että arvonmäärityksellе on aina leimallista subjektiivisuus. Arvonmäärityksessä tehdyt yksinkertaistavat oletukset ovat aina aikaan ja käytettävissä olevaan informaatioon sidottuja. (Knüpfer & Puttonen 2007, 233.)

Substanssiarvoon (85 881 000) verrattuna näyttäisi siltä, että jo pelkän nollakasvua olettavan skenaarion 0 mukainen Henki-Fennian tuottoarvo on jo suurempi. Tämä tarkoittaa, että vaikka yhtiö ei jatkossa kasvaisikaan seuraavana kuutena vuotena, olisi toiminta silti kannattavaa. Minkään osapuolen ei jopa skenaarion 0 oletusten myötä vuonna 2006 kannata ostaa ja pilkkoa yritystä, sillä liiketoiminnan voidaan sanoa olevan tuottavaa. Yhtiön tuottavuus muodostuu myydyistä vakuutusmaksuista ja vakuutusten erilaisista palkkioista sekä yhtiön oman sijoitustoiminnan tuotoista. Liikearvoksi eli Goodwill- arvoksi muodostuisi skenaariossa 0 noin 41 milj. euroa, joka saadaan tuottoarvon ja vuoden 2006 substanssiarvon erotuksena.

Pessimistisessä skenaariossa 1 oletimme uhkakuvien toteutuvan, jolloin saimme Henki-Fennian arvoksi noin 130 miljoonaa euroa. Liikearvo kasvoi vertailuskenaariosta 0 noin kolmella miljoonalla eurolla eli 43 miljoonaan euroon.

Optimistisessa skenaariossa Henki-Fennian arvoksi saatiin noin 163 miljoonaa euroa ja yhtiön liikearvokin nousi edelliseen arvioon verrattuna lähes 43 prosenttia. Optimistisen skenaarion mukaisten tulosten saavuttaminen vaatii yhtiöltä kovia ponnisteluja alan kilpailun kiristyessä.

Siitä huolimatta, että henkivakuutustoimiala on melko suhdanneherkkää ja tuloksen tuottokyky on sen myötä vaihtelevaa, tutkimuksessa uskotaan kuitenkin yhtiön potentiaaliin kasvattaa liiketoimintaansa. Tämän vuoksi tutkimuksessa luotiin skenaariot 1-3, joiden yhtiön arvon estimaatteja pidetään yhtiön tulevaisuuden kannalta todennäköisempinä. Skenaarioiden arvioita ja oletuksia tutkimalla voi jokainen itse arvioida todennäköisimmän tulevaisuuden kehityksen arvionsa ja päättää sen perusteella mikä skenaarioiden estimaateista olisi lähinnä todellisuutta. Tutkijan näkökanta Henki-

Fennian arvosta painuu skenaarioiden 1 ja 2 välillä enemmän skeptisen skenaarion puoleen, sillä uskon alalla vallitsevan kilpailun lisääntyvän merkittävissä määrin, joka syö Henki-Fennian tuottavuutta. Itse en henkilökohtaisesti usko kuitenkin mahdolliseen skenaariossa mainittuun verovähennysoikeuden lakimuutokseen, mutta suurten ikäluokkien eläköitymiset nostanevat yhtiön maksettavia korvauskuluja. Toisaalta myös tulevaisuudessa yksilöt voivat alkaa ottaa enemmässä määrin vastuuta omasta vanhuuseläkkeestään, minkä arvioidaan lisäävän henkivakuutustuotteiden kysyntää. Arvioin myös, että suhtautuminen vapaaehtoisiin vakuutuksiin on muuttumassa vakuutusyhtiöiden kannalta positiivisempaan suuntaan. Henki-Fennialla on kuitenkin mielestäni myös erittäin hyvät mahdollisuudet menestyä henkivakuutusmarkkinoilla paremmin erottumalla muiden kilpailijoistansa differoimalla tuotteistoansa jatkuvasti houkuttelevammaksi kuin muilla. Vakuutustuotteiden sisällön kopioiminen on alalla erittäin helppoa, jonka vuoksi olisi panostettava myös yhtiön imagoon ja erityisesti tuotteidensa luotettavuuteen ja tuottavuuteen. Edellä mainittujen toimien lisäksi on olemassa myös paljon muita tehokkaita keinoja tehostaa liiketoimintaa. Onnistuneiden tehostamiskeinojen myötä Henki-Fennian uudelleenarvostaminen tuottaa varmasti huomattavasti parempia lopputuloksia.

Tutkielmassa käytetyn menetelmän haastavimpia tehtäviä on jäännösarvon arviointi, sillä se muodostaa usein huomattavan suurta osaa koko yrityksen tuottoarvosta, joka on jäännösarvon ja diskontattujen vapaiden kassavirtojen summa (ks. Taulukko 14). Jäännösarvon merkitys kasvaa, mitä lyhyempi määritettävä ennustejakso on. (Lindell 1997, 210). Tässä tutkielmassa jäännösarvo on määritetty olettaen kassavirtojen jatkuvaa kasvua. Tarkemman jäännösarvon laskemiseksi olisi tehtävä yksityiskohtaisempaa ja laajamittaisempaa tutkimusta, sillä sen laskemiseksi tutkielmassa käytettävien muuttujien suhteen tehdyt oletukset perustuvat pääasiassa vain vuoden 2006 tilinpäätökseen. Tilikauden 2006 voidaan sanoa yleisesti Henki-Fennian aikaisempiin tilikausiin verrattuna olevan erittäin hyvä. Tämän vuoksi tehdyt oletukset saattavat antaa yrityksen kokonaisarvosta harhaanjohtavan kuvan. Lisäksi tutkielmassa käytettävä materiaali perustuu ainoastaan Henki-Fennian julkistamaan informaatioon, jonka vuoksi on jouduttu tekemään karkeitakin oletuksia, jotka osaltaan vaikuttavat arvonmääritysprosessiin. Tutkielman rajausten ja saatavilla olevan informaation valossa voimme kuitenkin arvioida saavamme suuntaa-antavia estimaatteja Henki-Fennian arvolle.

Tutkielmassa käytettyjä menetelmiä on kuitenkin tehtyjen taustatutkimusten myötä myöhemmin helppo käyttää Henki-Fennian uudelleenarvostamiseen. Jatkotutkimuksissa voidaan nyt helpommin uudelleenarvioida laskumalleissa käytettyjä muuttujia ja saada näin tarkempia yritysanalyysituloksia.

9 TUTKIMUSTULOKSET JA JOHTOPÄÄTELMÄT

Henki-Fennian talouden ja terveyttä ja tulevaisuuden tulosodotuksia pohdittiin tunnuslukuanalyysin avulla. Henki-Fennian kannattavuutta arvioitiin muutaman tunnusluvun avulla. Niiden perusteella pääteltiin, että muihin yhtiöihin verrattuna Henki-Fennian kannattavuus ei ollut kovinkaan kilpailukykyinen. Toisaalta tunnuslukutilastojen saatavuus sekä muiden yhtiöiden, että arvostettavan Henki-Fennian kohdalla oli heikko, jonka vuoksi arviointi periodi jäi lyhyeksi. Toisaalta tunnusluvuista nettotulosprosentti näytti olevan hyvällä tasolla. Näiden perusteella arvonmärityksen kannalta voimme päätellä, että Henki-Fennian kannattavuudessa on parannettavaa, mutta silti yhtiön mahdollisuuksia menestyä paremmin tulevaisuudessa ei pidetä heikkoina.

Henki-Fennian vakavaraisuutta ja maksuvalmiutta ei tutkittu, sillä lainsäädäntö velvoittaa yhtiöltä vakavaraisuuden osalta tiettyjä vaatimustasoja, joita Henki-Fennia ei ole vielä kertaakaan alittanut. Yhtiön maksuvalmiustason tarkempi tutkiminen todettiin myös tarpeettomaksi, sillä yhtiön maksuvalmiusriskit kohdistuvat pääasiassa asiakkaisiin, joiden säästöjen takaisinmaksu on turvattu lainsäädännön mukaisilla vaatimustasoilla. Henkivakuutus yhtiöille asetetut vaatimustasot liittyvät lähinnä vastuuvelan ja sijoitusten katteena oleviin omaisuuserien vähimmäismääriin.

Henki-Fennian tehokuutta tutkittaessa tulokset indikoivat, että yhtiöllä on tällä osa-alueella parannettavaa, mutta silti vertailuyhtiöihin yhtiön tehokkuuden voidaan todeta olevan tyydyttävällä tasolla. Yhtiön tehokkuuden tason ei myöskään voida sanoa muodostavan erityistä riskiä tulevaisuudessa.

Tutkimuksen laskelmissa Henki-Fennian niin sanotuksi pilkkomisarvoksi saatiin substanssiarvolaskelman avulla noin 86 miljoonaa euroa. Substanssiarvo muodostaa yhtiölle ehdottoman minimiarvon, sillä laskelmassa yhtiön varoista vähennetään velat. Substanssiarvo ei kuitenkaan ota huomioon yhtiön tulevaisuudessa mahdollisesti

tuottamaa tuloa, jonka vuoksi luotiin myös tulevaisuuden huomioonottava arvonmääritysmalli.

Tutkimuksen alussa arvioitujen liiketoiminnan rakenteiden kunnon sekä uhkien ja mahdollisuuksien perusteella muodostettiin yhtiölle tulevaisuuden skenaarioita, joita käytettiin myös yhtiön tulevaisuuden tuotot huomioivassa vapaiden kassavirtojen diskonttaamismalleissa. Tutkimuksessa Henki-Fennialle mallinnettiin vertailupohjan muodostavan nollaskenaarion lisäksi kolme erilaista tulevaisuuden ennusteskenaariota. Nollaskenaariossa yhtiön arvoksi estimoitiin 126 919 000 euroa, jossa oletettiin Henki-Fennian tuloksen kasvun pysähtyneen täysin. Pessimistisessä skenaariossa 1 oletettiin tutkimuksessa esiin tulleiden eksogeenisten uhkien, kuten verovähennystä koskevan lakimuutoksen ja suurten ikäluokkien eläköitymisestä aiheutuneiden kuluerien toteutuvan. Skenaarion 1 uhkien toteutumisten myötä Henki-Fennian arvon estimaatiksi saatiin 129 860 000 euroa. Optimistisessa skenaariossa Henki-Fennian parantavan markkina-asemaansa, jonka myötä yhtiön tuloskehityksen arvioitiin muuttuvan paremmaksi historiaan verrattuna. Oletusten myötä skenaarion 2 arvoksi estimoitiin 162 959 000 euroa. Lisäksi luotiin yksinkertaistava skenaario, jossa vakuutusmaksutulojen kasvun oletettiin jatkuvan tasaisesti yhtiön historian kehityksen mukaan. Skenaarion 3 arvoksi saatiin estimoiduksi 195 022 000 euroa. Näistä lähinnä todellisuutta arvioitiin vastaavan skenaarioiden 1 ja 2 välimuoto, joka painottuisi hieman enemmän skenaarion 1 puoleen. Perusteluna tähän on muun muassa alalla lisääntyvän kilpailun sekä tulevien eläköitymisten vaikutus yhtiön tulevaisuuden tuloskehityksen hidastuvuuteen, vaikka lainsäädäntö ei varsinaisesti muuttuisikaan henkivakuutusyhtiöiden liiketoimintaan negatiivisesti vaikuttavalla tavalla. Skenaarioiden 0-3 lopputuloksia verrattaessa Henki-Fennian substanssiarvoon (88 244 000 €), voimme huomata yhtiön liiketoiminnan tuottavuuden. Pääosa yhtiön taseen varoista muodostuu likvideiksi luonnehdituista varoista, jonka perusteella voisi uskoa, että yhtiön liiketoiminnalla ei olisi kovinkaan suurta liikearvoa. Laskelmia tulkitsemalla huomaamme kuitenkin, ettei tämä pidä Henki-Fennian kohdalla paikkansa. Henki-Fennian tuottoarvon ja substanssiarvon erotuksena saatava liike- eli Goodwill- arvo on kaikissa skenaariossa positiivinen mukaan lukien nollakasvua olettava skenaario. Tutkijan näkökulma todellisuutta vastaavasta tilanteesta oli skenaarioiden 1 ja 2 välimuoto, jolloin liikearvoksi tulisi 44–77 miljoona euroa.

Useassa arvonmääritystä käsittelevässä teoksessa todetaan, ettei yritykselle ei ole olemassa yhtä ainoaa arvoa. Henki-Fennian arvostamisen lopputuloksia on niin monia kuin on sen määrittelijöitäkin, sillä analyysin eri vaiheissa on tehtävä monia oletuksia, jotka vaikuttavat suoraan lopputulokseen. Oletukset ovat aina analysoijan määriteltävissä, jonka vuoksi toinen analysoija voi saada erilaisia estimaatteja Henki-Fennian arvosta. Lisäksi tutkielman rajausten myötä katoaa suuri osa Henki-Fennian arvoon vaikuttavasta merkittävästä informaatiosta, sillä esimerkiksi yrityksen sisäisen tiedon merkitys voi olla huomattava tulevan kehityksen ja tulon tuottamisen kannalta. Tässä tutkielmassa arvostaminen perustui kuitenkin pelkästään Henki-Fennian julkistamaan informaatioon, joten saatu tulos voi erota sisäiseen tietoon perustuvan arvonmäärityksen tuloksista.

Tutkielmassa tehdyt oletukset yksinkertaistavat merkittävästi käytettyjä arvonmääritysmalleja, jonka vuoksi tuloksen luotettavuutta voisi lisätä käytettävien muuttujien välisten vaikutussuhteiden tutkiminen sekä tarkempi yhtiön aikaisempien tilinpäätösten laajamittaisempi analysointi.

Vakuutusyhtiöiden arvonmäärittämisestä ei ole juurikaan tehty tutkimuksia. Ongelmia aiheuttivat lähinnä yrityksen listaamattomuus, yrityksen tuloslaskelman ja taseen kaavojen sekä erien sisällöllinen erilaisuus verrattuna tavanomaista liiketoimintaa harjoittavan yrityksen tuloslaskelmaan ja taseeseen sekä arvonmääritysmenetelmien soveltaminen yrityksen tilinpäätösten tietojen perusteella. Tämän vuoksi tämä tutkimus tuo myös uutta menetelmällistä tutkimusta vakuutusyhtiön arvonmäärittämisen aihealueelle. Eläke-Fennia, joka on yksi Henki-Fennian pääomistajista, oli määrittänyt vuonna 2003 Henki-Fennian arvon määrittämällä yhtiön vastaavanlaisen vakuutuskannan hankintakustannuksen perusteella (Eläke-Fennian tilinpäätös 2003, 14). Tämä ei ulkopuoliselle analysoijalle ole mahdollista, sillä kyseinen tutkimus vaatii myös sisäistä tietoa, jotta toteuttaminen olisi mahdollista. Tämän vuoksi tutkimuksessa käytetyt arvonmääritysmenetelmät tarjoavat uutta näkökulmaa antavaa informaatiota myös Henki-Fennian ja sen omistaja yritysten talousjohdoille. Lisäksi tutkielmassa esille nousseet, informaation puutteesta johtuneet ongelmat toimivat myös ratkaisuvaihtoehtoina yhtiön tilinpäätöksen informatiivisuuden kehittämiselle, jotta tilinpäätöksen ulkopuolinen lukija saisi selvemmän kuvan yhtiön liiketoiminnasta ja sen kehittymisestä

Tutkimustuloksia analysoitaessa on huomioitava, että tutkimus on suoritettu ulkopuolisen analysoijan näkökulmasta eikä tutkimuksessa ole käytetty yhtiön sisäisiä tietoja tutkimuksen reliabiliteetin kasvattamiseksi. Edellä mainittujen tekijöiden myötä tutkija on korvannut informaation puutteita harkinnanvaraisilla, mutta perustelluilla oletuksilla. Tämän vuoksi yhtiöstä mahdollisesti saatavan tarkemman informaation käyttö saattaa johtaa erilaisiin lopputuloksiin.

VOIMASSA OLEVA LAINSÄÄDÄNTÖ

Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336. http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971336. 22.10.2007

Kirjanpitoasetus 30.12.1997/1339.
http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971339

IFRS (International Financial Reporting Standards)

IAS (International Accounting Standards)

www.finlex.fi
Vakuutusvalvontaviraston määräykset ja ohjeet eläkesäätiöille.
Määräys/ohje 19.12.2003 Dnro 6/002/2003. 8.
http://www.finlex.fi/pdf/normit/17558-elakesaatioiden_mok-muutokset_6-002-2003.pdf. 15.1.2008

Vakuutusvalvontavirasto (3/002/2007) *Vakuutusvalvontaviraston määräys- ja ohjekokoelma.*
14.12.2007. Dnro (3/002/2007).
http://www.vakuutusvalvonta.fi/s/f/editor/attachments/Valmisyhti%F6mok11-002-2006%20muutoksestlukuun1PSA.pdf. 7.2.2008

Vakuutusyhtiölaki 28.12.1979/1062.
http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1979/19791062.
21.1.2008.

Sosiaali- ja terveysministeriön asetus, vakuutusyrityksen tilinpäätöksestä ja konsernitilinpäätöksestä annetun sosiaali- ja terveysministeriön asetuksen muuttamisesta. 1415/2004.
http://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2004/20041415?search%5Btype%5D=pika&search%5Bpika%5D=vakuutusyhti%C3%B6n%20tase. 21.1.2008.

10 LÄHTEET

Kirjalliset lähteet:

Blomqvist, L., & Blummé, N. & Simola, A-M. (1997). *Due dilligence ja arvonmääritys yrityskaupoissa.* Helsinki: KHT-yhdistyksen palvelu Oy.

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset,* University edition. United States, New York: John Wiley & Sons Incorporation.

Gravelle, H. & Rees, R. (2004) *Microeconomics* (3rd edition). UK, Gosport, Hants: Ashford Colour Press.

Gummerus, J. (2007). Keskinäisen vakuutusyhtiön hallintomalli. Teoksessa A. Suomi (toim.) *Keskinäisyys, Näkökulmia omistaja-asiakkuuteen.* Helsinki: Tapiola-ryhmä. 47–69.

Hakala, J., Lindholm, M., Pahlman, K. & Tourunen, J. (2006). *IFRS ja yrityskauppojen arvostuslaskelmat*. Helsinki: KHT-Media.

Fennia-Ryhmä (2001). *Henki-Fennian tilinpäätös 2001*. Helsinki: Fennia

Järvelä, H. (2004). *Vakuutustalous*. Helsinki: Suomen vakuutusalan koulutus ja kustannus Oy.

Kallunki, J-P. & Kytönen, E. (2002). *Uusi tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Kauppakaari.

Kallunki, J-P. & Niemelä, J. (2007). *Uusi yrityksen arvonmääritys*. Helsinki: Talentum.

Kalmi, P. (2007). Keskinäisyys Yritysmuotona. Teoksessa A. Suomi (toim.) *Keskinäisyys, Näkökulmia omistaja-asiakkuuteen.* Helsinki: Tapiola-ryhmä. 31–46.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies* (4th edition). Canada, New Jersey, Hoboken: Wiley & Sons Inc.

Leppiniemi, J. & Kykkänen, T. (2005). *Kirjanpito, tilinpäätös ja tilinpäätöksen tulkinta*. Vantaa: Dark Oy.

Lutz, G. A. (2002). *Business Cycle Theory*. Oxford: Oxford University Press.

Miettinen, M. (2007). Keskinäisen vakuutusyhtiön voitonjako ja sen vaikutus yhtiön tunnuslukuihin. Teoksessa A. Suomi (toim.) *Keskinäisyys, Näkökulmia omistaja-asiakkuuteen.* Helsinki: Tapiola-ryhmä. 93–113.

Niskanen, J. & Niskanen, M. (2003). *Tilinpäätösanalyysi.* Helsinki: Edita Oy.

Piispanen, A. (1995). *Vakuutusyhtiöiden tehokkuus.* Helsinki: Elinkeinoelämän tutkimuslaitos.

Rantala, J. & Pentikäinen, T. (2003). *Vakuutusoppi*. Vammala: Suomen vakuutusalan koulutus ja kustannus.

Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, F. (2005). *Corporate Finance* (7th edition). Boston: McGraw-Hill/Irwin.

Salmi, I. (2006). *Mitä tilinpäätös kertoo?* Helsinki: Edita Oy.

Stolowy, H. & Lebas, M.J. (2002). *Corporate Financial Reporting, A Global Perspective*. London: Thomson 2002.

Suomi, A. (2007). Esipuhe. Teoksessa A. Suomi (toim.) *Keskinäisyys, Näkökulmia omistaja-asiakkuuteen.* Helsinki: Tapiola-ryhmä. 5–6.

Walsh, C. (2003). *Key Management Ratios* (3rd edition). Glasgow, Great Britain: Bell and Bain Ltd.

Opinnäytteet:

Wiklund, R. (2008). Yrityksen arvonmäärityksistä, eräissä tilintarkastajan erityistehtävissä.. Vaasan yliopisto. Talousoikeuden laitos. Lisensiaatintutkimus.

Artikkelit:

Aho, T. (2004). Yrityksen kassavirtaperusteinen arvonmääritys. *Tilintarkastus*, 2, 2004, 23–27.

Fernández, P. (2006). Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories. *Managerial Finance*, 33, no. 11, 853–876.

Hamilton, J. D. (2005). What's Real About the Business Cycle? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 87, no. 4, 435–452.

Healy, P. & Wahlen, J. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13, no. 4. American Accounting Association. 365–383.

Jennergren, L.P. (2006). Continuing Value in Firm Valuation by the Discounted Cash Flow Model. *European Journal of Operational Research*, 185, no. 3, 1548 - 1563.

Kasanen, E., Kinnunen, J. & Niskanen, J. (1996). Dividend- Based Earnings Management: Empirical Evidence from Finland. *Journal of Accounting and Economics*, 22, no. 1–3, 283–312.

Korpela, V. (2004). Vapaaehtoinen eläkevakuutus muuttuu. *Taloustaito*, 8, 2004, 18–20.

Lehtinen, J. (2007). Suomen talous ei selviä taantumasta jalat kuivina. *Aamulehti* 22.11.2007, A14.

Lindel, G. (1997). Yrityksen arvonmääritys. *Tilintarkastus*, 3, 1997, 203–212.

Turkki, K. (2001) *Sammon alueorganisaatio uudistunut.* Turun Sanomat 22.8.2001.

Elektroniset lähteet:

Alhonsuo, S., Pesola, J., Pylkkönen, P., Berglund, R., Laakso, T. & Salomaa, H. (2002). Rahoituksen välitys ja rahoitus- sekä vakuutuslaitokset. Teoksessa H. Koskenkylä (toim.) *Suomen rahoitusmarkkinat 2002.* 119 - 214. http://www.suomenpankki.fi/NR/rdonlyres/077E67C9-29F1-48CD-A656-3B10DF2FA6DC/0/A102.pdf. 18.9.2007.

Boose, M. A. (1990). *Agency Theory and Alternative Predictions for Life Insurers: An Empirical Test.* The Journal of Risk and Insurance, 57, no. 3, 499–518. http://links.jstor.org/sici?sici=0022-4367%28199009%2957%3A3%3C499%3AATAAPF%3E2.0.CO%3B2-F. 2.3.2008.

Estola, M (2003). *Modeling Reasons for Firms' Growth.* Discussion paper No 8. Joensuun yliopisto. Euroopan Unionin virallinen lehti (2004) L392/22. http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fi/oj/2004/l_392/l_39220041231fi00010145.pdf. 13.11.2007.

Finanssialan keskusliitto (2006a). Henkivakuutusyhtiöiden tilinpäätöskuvia 2006. http://www.fkl.fi/asp/system/empty.asp?P=2992&VID=default&SID=823056476869574&S=0&C=23638. 12.1.2008.

Finanssialan keskusliitto (2006b). *Henkikuvat 2006.* http://www.fkl.fi/asp/system/empty.asp?P=2437&VID=default&SID=433424045849110&S=1&A=closeall&C=23942. 13.1.2008.

Finanssialan keskusliitto (2006c). *Yhtiöiden maksutulot, tuloslaskelmat ja taseet.* http://www.fkl.fi/asp/system/empty.asp?P=2437&VID=default&SID=752531084547972&S=1&C=23087. 13.1.2008

Finanssialan keskusliitto (2006d). *Maksutulo yhtiöittäin, vuodet 1996–2007.* http://www.fkl.fi/asp/system/empty.asp?P=2437&VID=default&SID=896807681949305&S=0&C=19565. 11.3.2008.

Hakkarainen, P. (2008). *Finanssivalvonta on pantava uusiksi*. Talouselämä 22.2.2008. http://www.talouselama.fi/docview.do?f_id=1312663. 29.2.2008.

Koivisto, K. (2007a). *Arvio vakuutusmarkkinoiden kehityksestä.* Finanssialan Keskusliiton katsaus 2007. http://www.fkl.fi/asp/system/empty.asp?P=2332&VID=default&SID=326906368684601&S=0&C=24595. 12.1.2008.

Koivisto, K. (2007b). *Vakuutusyhtiöt Suomessa 31.12.2006.* Finanssialan Keskusliiton katsaus. http://www.fkl.fi/asp/system/empty.asp?P=2330&VID=default&SID=844696235962592&S=0&C=19623. 12.1.2008.

Mulford, C.W. & Comiskey, E.E. (2005). Creative Cash Flow Reporting, Uncovering Sustainable Financial Performance. Hoboken, NJ, USA: John Wiley & Sons, Incorporated, 2005.
http://site.ebrary.com/lib/tampere/Doc?id=10114162&ppg=1. 29.10.2007.

Puro, K., Määttä, M. & Pekonen-Ranta, M. (2007). *Vakuutusvalvonnan kehittäminen. Vakuutusvalvonnan kehittämistyöryhmän muistio.* Sosiaali- ja terveysministeriön selvityksiä 2007:56.
http://www.stm.fi/Resource.phx/publishing/store/2007/10/te1193746847627/passthru.pdf. 10.1.2008.

Rainisto, S. (2006). *Säästöpankit ja Lähivakuutus menevät kimppaan.* Talouselämä 24.10.2006.
http://www.talouselama.fi/doc.do?f_id=1051420. 6.8.2008.

Salonen, T. (2007). *Säästö- ja henkivakuutusselvitys 24.10.2007.* Finanssialan Keskusliiton selvitys.
http://www.fkl.fi/asp/system/empty.asp?P=2331&VID=default&SID=41404516144488 5&S=0&C=24628. 3.3.2008.

Savolainen, E. (2007). *Rahoituksen välitys.* Rahoitusmarkkinaraportti 1/2007. Suomen Pankki, Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto.
http://www.suomenpankki.fi/NR/rdonlyres/F63D2792-1E8B-4A4F-9658-DF94449D972C/0/RMraportti_1_2007.pdf. 6.3.2008.

Suomen pankki (2007a). *Suomen Pankki esittää finanssivalvonnan yhdistämistä.* Suomen pankin lehdistötiedote 30.2.2007.
http://www.suomenpankki.fi/fi/suomen_pankki/ajankohtaista/tiedotteet/2007/tiedote15_2007.htm 29.2.2008.

Suomen Pankki (2007b). *Suorat sijoitukset Suomen maksutaseessa 2006.* Suomen Pankin tilastotiedote 27.9.2007.
http://www.suomenpankki.fi/NR/rdonlyres/C79702D4-9965-4F30-BFE1-91CFFF50BA41/0/Sstied06.pdf. 29.2.2007.

Turun Sanomat 3.5.2006 *Henki-Fennia ja Säästö-pankit yhteistyöhön.*
http://www.turunsanomat.fi/talous/?ts=1,3:1004:0:0,4:4:0:1:2006-05-03,104:4:375956,1:0:0:0:0:0. 6.3.2008.

Wells, B. P., Cox, L. A. & Gaver, K. M. (1995). *Free Cash Flow in the Life Insurance Industry.* The Journal of Risk and Insurance, 62, no. 1, 50 - 66.
http://links.jstor.org/sici?sici=0022-4367%28199503%2962%3A1%3C50%3AFCFITL%3E2.0.CO%3B2-N. 7.3.2008.

Vajanne, L., Björklund, N., Salmela, M. & Salminen, K (2007). *Rahoitusmarkkinaraportin kuvioliite 4/07.* Suomen Pankki. Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto.
http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/F3AF80A2-3AF9-4DD0-8CCA-9AFE940403EC/0/RMraportti_kuvioliite_4_2007.pdf. 6.3.2008.

Vakuutusyhtiöiden Keskusliiton tiedote 25.11.2005. *Yksilön pitäisi ottaa enemmän vastuuta*

omasta sosiaaliturvastaan.
http://www.fkl.fi/asp/system/empty.asp?P=2617&VID=default&SID=386617578854406&S=1&A=closeall&C=29373. 4.1.2008.

Valtiokonttori (2007). *Suomen valtion tuotto-obligaatiolainan lainaehdot 27.8.2007.*
http://www.treasuryfinland.fi/Public/download.aspx?ID=71873&GUID=%7BC6AC2D66-A448-4A46-8113-8CD0C52CE426%7D. 19.11.2007.

Muut elektroniset lähteet:

Elinkeinoelämän keskusliitto (2008). *Työllisyysaste-% 1990-2007*.
http://www.ek.fi/ek_suomeksi/suhdannekuvat/liitetiedostot/pdf/tyot7.pdf. 14.1.2008

Eläke-Fennian tilinpäätös (2003).
http://www.elakefennia.fi/Binary.aspx?DocumentId=1305&SectionId=4564. 16.3.2008

Eläketurvakeskus (2005) http://www.etk.fi/Binary.aspx?Section=44231&Item=22246. 1.2.2008.

Fennia-ryhmä (2007). Vakuuttamista vuodesta 1882.
http://www.fennia.fi/FenniaRyhma/. 18.9.2007.

Henki-Fennia (2007). Sinun ja lähimmäisesi parhaaksi.
http://www.fennia.fi/FenniaRyhma/HenkiFennia/. 18.9.2007.
Sampo-konsernin tilinpäätös. Tunnuslukutaulukko 2006.
http://www.sampo.com/vuosikertomus/2006/xls/Sampo_TP06_fi.xls. 12.3.2008.

Lähivakuutus (2008). *Henkivakuutukset.*
http://www.lahivakuutus.fi/Lahivakuutus/lahivakuutusweb.nsf/sp2?open&cid=ContentF48E1-2&sslnf=Navi%5CMaa-%20ja%20mets%C3%A4taloudet%5CHenki-%20ja%20el%C3%A4kevakuutukset&sslnfa=o. 22.4.2008.

Nordea (2008). *Nordea Henkivakuutus.*
http://www.nordea.fi/Henkil%C3%B6asiakkaat/S%C3%A4%C3%A4st%C3%B6henki-%2Bja%2Bel%C3%A4kevakuutukset/Neuvoja%2Bs%C3%A4%C3%A4st%C3%B6henki-%2Bja%2Bel%C3%A4kevakuutuksista/Nordea%2BHenkivakuutus/702984.html. 22.8.2008.

Talouselämä (2008). *Ennustetaulukko 3.4.2008.*
http://www.talouselama.fi/docview.do?f_id=781019. 8.3.2008.

Tilastokeskus (2006). *Kaupan tilinpäätöstilasto 2006, Kauppa.*
http://www.stat.fi/til/katipa/2006/katipa_2006_2007-09-27_kat_001.html

Tilastokeskus (2003). *Työttömyys ja työllisyys tilastoissa*. Tilastokeskuksen ja työministeriön tilastojen vertailua.
http://www.tilastokeskus.fi/til/tyti/tyti_2005-05-27_men_002.pdf. 12.12.2007.

Vero (2005). *Yksityishenkilön ottama vakuutus. Vakuutusmaksujen vähentäminen*. Ohje D nro 266/32/2005, 5.4.2005.
www.vero.fi. 16.1.2008.

Fennian oma materiaali:

Fennia-Eläke (2006). Voimassa 1.8.2006 alkaen.

Fennia-Henkiturva (2007). Voimassa 1.1.2007 alkaen.

Fennia rahastosäästöehdot (2006). *Vakuutusehdot Fennia-Rahastosäästö.*

Fennia-Ryhmäeläke (2007). Voimassa 1.1.2007 alkaen.

Fennia-Ryhmähenkivakuutus (2008). Voimassa 1.3.2008 alkaen.

Fennia-Säästö ja Fennia-Rahastosäästö (2007). Voimassa 1.6.2007 alkaen.

Fennia-Ryhmä esite (2005). http://lomakkeet.fennia.fi/lomakepalvelu/servlet/fi.efennia.lomakepalvelu.LomakeHandler?open=1308&contentType=application/pdf&url=E3F07DA07A3C150654A817D5AADA4E78&name=Fennia-ryhmän%20vuosiesite%202005. 18.9.2007

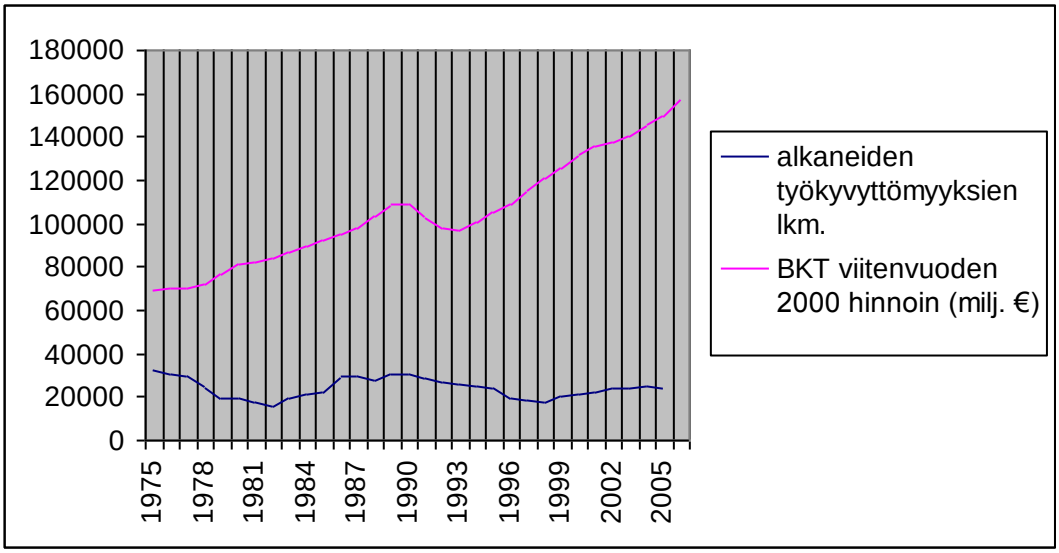
Fennia-säästöehdot (2005). *Vakuutusehdot Fennia säästö.* http://lomakkeet.fennia.fi/lomakepalvelu/servlet/fi.efennia.lomakepalvelu.LomakeHandler?open=269&contentType=application/pdf&url=FC1258828ED754AB7814A8C1B5B90230&name=Fennia-Säästö%20-ehdot. 8.10.2007.

Henki-Fennia toimintakertomus ja tilinpäätös 1999–2006.

Henki-Fennian yhtiöjärjestys (2001). *Henki-Fennian yhtiöjärjestys.* http://www.fennia.fi/NR/rdonlyres/7E7E415F-D006-4EB8-9E66-DE2456B9252F/0/HenkiFennianyhtiöjärjestyspdf.pdf. 1.10.2007.

11 LIITTEET

Liite 1 Alkaneet työkyvyttömyyseläkkeet 1975–2005 (Tilastokeskus; Eläketurvakeskus 2005)



Liite 2

Pablo Fernándezin tutkimuksessa käytetyt arvostusmenetelmät (Managerial Finance 2007, 862-866):

(1)vapaat kassavirrat diskontattuna painotetulla keskimääräisellä pääomakustannuksella (WACC)
(2)pääomien kassavirrat diskontattuna oman pääoman tuottovaatimuksella (ROE)
(3)rahavirrat diskontattuna painotetulla keskimääräisellä pääomakustannuksella (WACC), ennen veroja
(4)mukautettu nykyarvo (APV);
(5)liikeriski mukautettuna vapaisiin kassavirtoihin diskontattuna pääoman tuottovaatimuksella
(6)liikeriski mukautettuna pääomien kassavirtoihin diskontattuna koko pääoman tuottovaatimuksella (ROA)
(7)taloudellinen lisäarvo diskontattuna oman pääoman tuottovaatimuksella (ROE)
(8)taloudellinen lisäarvo (EVA) diskontattuna painotetulla keskimääräisellä pääomakustannuksella (WACC)
(9)Riskitön kassavirta diskontattuna riskittömien markkinoiden tuottovaatimuksella
(10)Riskitön pääomien kassavirta diskontattuna riskittömien markkinoiden tuottovaatimuksella

Liite 3

Vakuutustekninen tuloslaskelma ja tase – Henkivakuutus (Lähde: Sosiaali- ja terveysministeriön asetus vakuutusyrityksen tilinpäätöksestä ja konsernitilinpäätöksestä, Liite 1 ja 2)

TULOSLASKELMA

Vakuutusmaksutulo			
Vakuutusmaksutulo		_____	
Jälleenvakuuttajien osuus		_____	_____
Sijoitustoiminnan tuotot			_____
Osuus sijoitustoiminnan nettotuotosta[6)]			_____
Sijoitusten arvonkorotus			_____
Muut vakuutustekniset tuotot[3)]			_____
Korvauskulut			
Maksetut korvaukset	_____		
Jälleenvakuuttajien osuus	_____	_____	
Korvausvastuun muutos	_____		
Jälleenvakuuttajien osuus	_____	_____	_____
Vakuutusmaksuvastuun muutos			
Vakuutusmaksuvastuun muutos		_____	
Jälleenvakuuttajien osuus		_____	_____
Liikekulut[4)]			_____
Sijoitustoiminnan kulut			_____
Sijoitusten arvonkorotuksen oikaisu			_____
Muut vakuutustekniset kulut[3)]			_____
Sijoitustoiminnan nettotuotto-osuuden siirto[2)]			_____
Vakuutustekninen tulos/kate[5)]			_____

Liite 3 (jatkuu)

TASE

VASTAAVAA			
Aineettomat hyödykkeet			
Perustamismenot		_____	
Kehittämismenot		_____	
Aineettomat oikeudet[1)]		_____	
Liikearvo		_____	
Konserniliikearvo[2), 3)]		_____	
Muut pitkävaikutteiset menot		_____	
Ennakkomaksut[1)]		_____	_____
Sijoitukset			
Kiinteistösijoitukset			
Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet	_____		
Lainasaamiset saman konsernin yrityksiltä	_____		
Lainasaamiset omistusyhteys-yrityksiltä	_____	_____	
Sijoitukset saman konsernin yrityksissä ja omistusyhteysyrityksissä			
Osakkeet ja osuudet saman konsernin yrityksissä	_____		
Samaan konserniin kuuluvien yritysten liikkeelle laskemat rahoitusmarkkinavälineet ja lainasaamiset saman konsernin yrityksiltä	_____		
Osakkeet ja osuudet osakkuus-yrityksissä [1), 2]	_____		
Osakkeet ja osuudet omistus-yhteysyrityksissä[4)]	_____		
Osakkeet ja osuudet muissa omistus-yhteysyrityksissä[2)]	_____		
Omistusyhteysyritysten liikkeelle laskemat rahoitusmarkkinavälineet ja lainasaamiset omistusyhteys-yrityksiltä	_____	_____	
Muut sijoitukset			
Osakkeet ja osuudet	_____		
Rahoitusmarkkinavälineet	_____		
Osuudet yhteissijoituksista	_____		
Kiinnelainasaamiset	_____		
Muut lainasaamiset	_____		
Talletukset	_____		
Muut sijoitukset	_____	_____	
Jälleenvakuutustalletesaamiset		_____	_____
Sijoitussidonnaisten vakuutusten			

Liite 3 (Tase jatkuu)

katteena olevat sijoitukset			_____
Vastuuvajaus [9]			
Pakollinen vastuuvajaus		_____	
Muu vastuuvajaus		_____	_____
Saamiset			
Ensivakuutustoiminnasta			
Vakuutuksenottajilta[1]	_____		
Vakuutusedustajilta[1]	_____	_____	
Jälleenvakuutustoiminnasta		_____	
Muut saamiset		_____	
Maksamattomat osakkeet/osuudet/ takuupääoma/pohjarahasto		_____	
Laskennalliset verosaamiset[5]		_____	_____
Muu omaisuus			
Aineelliset hyödykkeet			
Koneet ja kalusto[1]	_____		
Muut aineelliset hyödykkeet[1]	_____		
Tavaravarastot[1]	_____		
Ennakkomaksut ja keskeneräiset hankinnat[1]	_____	_____	
Rahat ja pankkisaamiset		_____	
Omat/emoyhtiön osakkeet/osuudet		_____	
Muu omaisuus		_____	_____
Siirtosaamiset			
Korot ja vuokrat		_____	
Vakuutusten aktivoidut hankintamenot		_____	
Muut siirtosaamiset		_____	_____
Vastaavaa yhteensä			_____

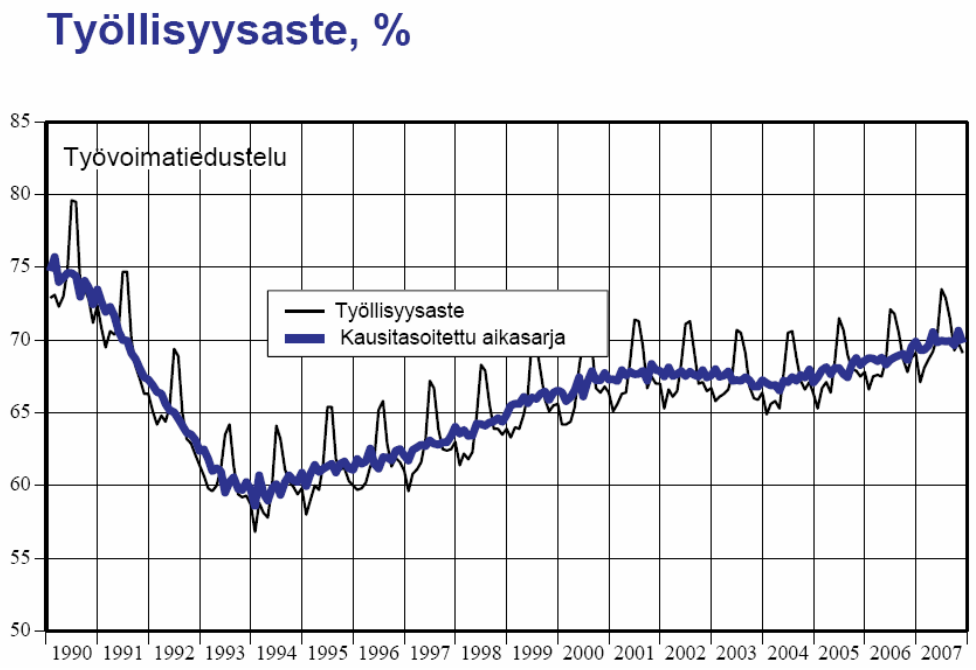
VASTATTAVAA

Oma pääoma/Peruspääoma[10]			
Vakuus[10]		_____	
Muu peruspääoma[10]		_____	
Osakepääoma / Pohjarahasto [10]		_____	
Takuupääoma		_____	
Ylikurssirahasto		_____	
Arvonkorotusrahasto		_____	
Omien/emoyhtiön osakkeiden tai osuuksien rahasto		_____	
Vararahasto[6]		_____	
Muut rahastot			
Yhtiö/yhdistysjärjestyksen mukaiset rahastot	_____		
Muut rahastot	_____	_____	
Keskushallinnon tili[10]		_____	
Edellisten tilikausien voitto (tappio)		_____	
Tilikauden voitto (tappio)		_____	_____
Vähemmistöosuudet[2]			_____

Liite 3 (jatkuu)

Tilinpäätössiirtojen kertymä			
Poistoero		_____	
Vapaaehtoiset varaukset		_____	_____
Pääomalainat			_____
Konsernireservi[2), 3)]			_____
Vakuutustekninen vastuuvelka			
Vahinkovakuutuksen vakuutusmaksuvastuu[7)]	_____		
Jälleenvakuuttajien osuus	_____	_____	
Henkivakuutuksen vakuutusmaksuvastuu[7)]	_____		
Jälleenvakuuttajien osuus	_____	_____	
Lakisääteisen eläkevakuutuksen vakuutusmaksuvastuu[7), 8)]		_____	
Vahinkovakuutuksen korvaus-vastuu[7)]	_____		
Jälleenvakuuttajien osuus	_____	_____	
Henkivakuutuksen korvausvastuu[7)]	_____		
Jälleenvakuuttajien osuus	_____	_____	
Lakisääteisen eläkevakuutuksen korvausvastuu[7), 8)]		_____	
Vahinkovakuutuksen tasoitusmäärä[7)]		_____	
Vahinkovakuutuksen yhteistakuuerä[7)]		_____	_____
Sijoitussidonnaisten vakuutusten vastuu-velka			
Vakuutustekninen vastuuvelka		_____	
Jälleenvakuuttajien osuus		_____	_____
Pakolliset varaukset			
Eläkevaraukset[1)]		_____	
Verovaraukset[1)]		_____	
Muut pakolliset varaukset[1)]		_____	_____
Jälleenvakuutustalletevelat			_____
Velat			
Ensivakuutustoiminnasta		_____	
Jälleenvakuutustoiminnasta		_____	
Joukkovelkakirjalainat		_____	
Vaihtovelkakirjalainat		_____	
Lainat rahoituslaitoksilta		_____	
Eläkelainat		_____	
Muut velat		_____	
Laskennalliset verovelat[5)]		_____	_____
Siirtovelat			_____
Vastattavaa yhteensä			_____

Liite 4 Henki-Fennian kilpailijoiden nettotuloksen muodostuminen vuonna 2006 ja Suomi-Yhtiön osalta myös vuonna 2005. (lähde: yhtiöiden www-sivut)

	YHTIÖN NIMI			
	Yritysten henkivakuutus Oy Tapiola	**Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö Suomi (konserni)**	**Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö Suomi (konserni) 2005**	**Veritas Henkivakuutus (Emoyhtiö)**
vakuutusmaksutulo jälleenvakuuttajien jälkeen	59 531 000,00	123 860 007,00	128 849 000,00	95 291 000,00
sijoitustoiminnan tuotot	62 158 000,00	628 188 000,00	932 628,00	58 793 000,00
sijoitusten arvonkorotukset	5 383 000,00	3 691 000,00	647 000,00	21 612 000,00
muut tuotot	37 000,00	36 000,00	130 000,00	0,00
Liiketoiminnan tuotot	**127 109 000,00**	**755 775 007,00**	**130 558 628,00**	**175 696 000,00**
Voitto/tappio ennen satunnaisia eriä(nettotulos)	**5 075 000,00**	**-27 000,00**	**1 100 000,00**	**1 100 000,00**
Nettotulosprosentti	**3,99**	**0,00**	**0,84**	**0,63**

Liite 5 Työllisyysasteen kehitys Suomessa 1990–2007 (lähde: Elinkeinoelämän keskusliitto 2008)