

TAMPEREEN YLIOPISTO
TALOUSTIETEIDEN LAITOS

**Yritysten ja erityisesti yritysten ulkomaanyksiköiden
rahoituslähteiden valintaan vaikuttavat tekijät Venäjällä:
tapaus Georgia Pacific**

Kansantaloustiede
Pro Gradu -tutkielma
Lokakuu 2006
Ohjaaja: Markus Lahtinen

Heidi Miina

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto	Taloustieteiden laitos; kansantaloustiede
Tekijä:	MIINA, HEIDI
Tutkielman nimi:	Yritysten ja erityisesti yritysten ulkomaanyksiköiden rahoituslähteiden valintaan vaikuttavat tekijät Venäjällä: tapaus Georgia Pacific
Pro gradu -tutkielma:	75 sivua
Aika:	Lokakuu 2006
Avainsanat:	rahoituslähteet, ulkomaanyksikkö, investointi, Venäjä, riski

Suorat ulkomaiset investoinnit Venäjälle kasvavat jatkuvasti. Investoijat ovat kiinnostuneet maan merkittävän tuottopotentialin ohella markkinoiden koosta. Suuret investoinnit aikaansaavat yrityksissä pitkäaikaisen rahoituksen tarpeen. Tämän tutkielman tavoitteena on tutkia yritysten ja erityisesti niiden ulkomaisten tuotantoyksiköiden rahoituslähteiden valintaan vaikuttavia tekijöitä Venäjällä. Tutkimuksen taustalla on suuren kansainvälisen yrityksen, Georgia Pacificin tarve merkittävään laajennusinvestointiin Venäjälle.

Tutkimuksessa esitellään kolme rahoitusrakenneteoriaa, joiden mukaan institutionaalisesti luodut markkinoiden epätäydellisyydet ohjaavat yritysten rahoitusrakennepäätöksiä. Näitä epätäydellisyyksiä ovat yritysverot sekä konkurssi- ja agenttikustannukset. Monikansalliset yritykset toimivat useissa eri markkinaympäristöissä ja siten altistuvat lisätekijöille, joilla on vaikutusta yritysten rahoituslähteiden valintaan. Monikansallisten yritysten ja niiden ulkomaanyksiköiden tekemissä rahoitusrakennepäätöksissä tärkeiksi tekijöiksi muodostuvat yrityskohtaisten tekijöiden ohella yritysten sijaintimaiden poliittiset ja taloudelliset olosuhteet, rahoitusmarkkinat ja erilaiset riskit. Erityisesti poliittisella riskillä ja valuuttakurssiriskillä on vaikutusta rahoituslähteiden valintaan, koska yritys voi rahoitusrakennepäätöksillään vähentää riskeille altistumista. Myös ulkomaanyksikön sijaintimaan rahoitusmarkkinoiden laajuus ja kehittyneisyyden taso, yhtiö-, verotus- ja valuuttalainsäädäntö sekä rahoitustoimien organisointi todetaan kirjallisuudessa ulkomaanyksikön rahoituslähteisiin merkittävästi vaikuttaviksi tekijöiksi.

Tutkimuksessa tarkastellaan yritysten investointitoiminnan ja rahoitustoimintojen puitteet Venäjällä luomalla katsaus maan poliittiseen ja taloudelliseen tilanteeseen, rahoitusmarkkinoiden kehitykseen, verotusjärjestelmään ja yhtiölainsäädäntöön sekä kuvaamalla yritysten toimintaan eniten vaikuttavia riskejä. Kansainvälisen yrityksen ulkomaanyksiköllä on enemmän rahoitusvaihtoehtoja kuin itsenäisellä yrityksellä. Yksikön sijaintimaan lainsäädännöllä voidaan pitkälti rajoittaa eri rahoitusmuotojen käyttöä. Siten tutkimusongelmaa lähestytään lopuksi analysoimalla kansainvälisen yrityksen ulkomaanyksikön eri rahoitusmuotojen edullisuutta ja käyttömahdollisuuksia Venäjällä sekä kuvataan lyhyesti Georgia Pacificin rahoitustoiminnan organisointia.

1. JOHDANTO	4
1.1 YLEISTÄ	4
1.2 TUTKIMUSKOHDDE	6
1.3 TUTKIMUSONGELMA JA KÄYTETTÄVÄT METODIT	7
1.4 TUTKIMUKSEN RAKENNE	8
2. TUTKIMUKSEN TEOREETTINEN VIITEKEHYS	11
2.1 INVESTOINNIN RAHOITUSLÄHTEET	11
2.1.1 TÄYSIN ITSENÄISEN YRITYKSEN RAHOITUSLÄHTEET	11
2.1.2 KONSERNIN JA SEN ULKOMAANYKSIKÖN RAHOITUSLÄHTEET	11
2.2 RAHOITUSRAKENNETEORIOIDEN KEHITYKSEN PÄÄVAIHEET	12
2.3 MODIGLIANIN JA MILLERIN TEOREEMA	15
2.3.1 VEROTON TALOUS	15
2.3.2 VEROLLINEN TALOUS	18
2.4 MARKKINOIDEN EPÄTÄYDELLISYYDET	19
2.4.1 TRADEOFF-TEORIA	21
2.4.2 PECKING ORDER -TEORIA	23
2.5 TEORIAN JA KÄYTÄNNÖN RISTIRIITA	27
2.6 MONIKANSALLISTEN YRITYSTEN RAHOITUSRAKENNEPÄÄTÖKSET	31
2.7 ULKOMAANYKSIKÖN RAHOITUSRAKENNEPÄÄTÖKSET	35
2.8 RISKI JA SEN VAIKUTUS RAHOITUSLÄHTEIDEN VALINTAAN	38
3. INVESTOINTI- JA RAHOITUSMAHDOLLISUUDET VENÄJÄLLÄ	43
3.1 VENÄJÄN TALOUDELLINEN JA POLIITTINEN TILANNE	43
3.2 RAHOITUS- JA PANKKISEKTORIN KEHITYS	45
3.3 INVESTOINTITOIMINNAN JA RAHOITUSTOIMINTOJEN PUITTEET VENÄJÄLLÄ	47
3.3.1 LIIKETOIMINNAN LAINSÄÄDÄNNÖLLINEN PERUSTA	47
3.3.2 YRITYS-, VEROTUS- JA VALUUTTALAINSÄÄDÄNTÖ	48
3.3.3 INVESTOINTIRISKIT JA -POTENTIAALI	51
3.3.4 SUOMALAIS- JA ULKOMAISSYRITYSTEN KOKEMUKSIA TOIMINTARISKEISTÄ VENÄJÄLLÄ	53
3.3.5 INVESTOINTIEN RAKENNE RAHOITUSLÄHTEITTÄIN	55
4. ULKOMAANYKSIKÖN INVESTOINTIEN RAHOITUS VENÄJÄLLÄ	57
4.1 ULKOMAISEN YRITYKSEN TUOTANNOLLINEN TOIMINTA VENÄJÄLLÄ	57
4.2 ERI RAHOITUSLÄHTEIDEN TARKASTELU	57
4.2.1 OSAKEPÄÄOMAN SUORITTAMINEN RAHANA TAI APPORTTINA	57
4.2.2 LAINARAHOITUS	58
4.2.3 LEASING-RAHOITUS KÄYTTÖOMAISUUDEN RAHOITUSMUOTONA	60
4.2.4 KÄYTTÖPÄÄOMAN RAHOITUS	61
4.2.5 SIIRTOHINNOITTELU	62

4.2.6 RAHOITTAJANA HOLDING-YHTIÖ	64
<u>5. TAPAUS: GEORGIA PACIFIC</u>	<u>66</u>
<u>6. PÄÄTELMÄT</u>	<u>67</u>
<u>LÄHTEET</u>	<u>72</u>

1. Johdanto

1.1 Yleistä

Maailmantalouden avautuminen ja teknologian kehitys ovat mahdollistaneet yritysten kansainvälistymisprosessin. Yritysten kansainvälistyminen alkaa useimmiten perinteisellä viennillä ja etenee muihin toimintamuotoihin, joista kaikkein vaativin on tytäryrityksen perustaminen ulkomaille. Tytär- tai yhteisyrityksen perustaminen ulkomaille tarkoittaa yrityksen tekemää suoraa ulkomaista investointia. Ulkomaille hakeutuvat yritykset tavoittelevat uusia markkinoita tai pyrkivät laajentamaan jo olemassa olevia markkinoitaan. Eniten ulkomaisia investoijia houkuttelevat kohdemarkkinoiden suuri koko ja hyvät kasvuodotukset. (Korhonen, 16–21)

Venäjä on yksi Euroopan nopeimmin kasvavista ja kehittyvistä markkina-alueista. Se luo jatkuvasti uusia investointimahdollisuuksia ja tarjoaa investoijille suuren tuottopotentialin. Venäjälle suuntautuneet suorat ulkomaiset investoinnit ovat kasvaneet vuosittain. Venäjän tilastopalvelun mukaan vuonna 2003 Venäjälle tehdyt suorat ulkomaiset investoinnit kasvoivat 53 prosenttia vuoteen 2000 verrattuna ja vuonna 2004 suorien ulkomaisten investointien arvo kasvoi 38,9 prosenttia edellisvuoden arvosta. Vuonna 2005 maahan tehtiin suoria ulkomaisia investointeja 13,1 miljardin dollarin arvosta, mikä on 38,8 prosenttia enemmän kuin edellisellä vuonna. (Venäjän federaation tilastopalvelu) Toisaalta kannattavien investointimahdollisuuksien vastapainona investointi- ja liiketoimintaan Venäjällä liittyy kuitenkin perinteisiä markkinoita korkeammat riskit, joista lainsäädännölliset ja poliittiset riskit ovat merkittävämmät riskitekijät. Viime vuosien kasvusta huolimatta suorat ulkomaiset investoinnit Venäjän talouteen ovat kuitenkin vielä hyvin vaatimattomat maan kokoon ja investointipotentialiin nähden.

Suuret investoinnit aikaansaavat yritykseen rahoitustarpeen. Yrityksen rahoitukseen liittyy kaksi perusongelmaa: riittävyys- ja kannattavuusongelma. Edellisellä tarkoitetaan rahanlähteiden ja rahan käytön sopeuttamista, kun taas jälkimmäisessä on kyse rahan kustannusten minimoinnista. Kansainvälisen konsernin rahoitustoiminnon tehtäväksi määritellään sekä kotimaisten että ulkomailla sijaitsevien yhtiöiden rahoituksen riittävyys- ja kannattavuusongelmien ratkaiseminen (Nurmio, 3). Yrityksen ulkomaanyksikön investointeja voidaan rahoittaa sekä konsernin sisäisillä että ulkoisilla rahoituslähteillä. Ulkomaanyksiköllä on siis enemmän rahoitusvaihtoehtoja käytettävissään kuin puhtaasti kotimaisella yrityksellä. Lisäksi ulkomaanyksiköllä on mahdollisuus hyödyntää sijaintimaan rahoitusmarkkinoiden tarjoamia rahoitusmahdollisuuksia. Toisaalta ulkomaanyksikön sijaintimaan maakohtaiset toimintaedellytykset ja rahoitusmarkkinat luovat mahdollisuuksien ohella ongelmia ja riskitekijöitä.

Yritysten rahoitusongelma on koko rahoitusteorian tutkituimpia osa-alueita. Rahoitusongelman ratkaistaessa on valittava koko yrityksen kannalta edullisimmat rahoituslähteet niiden kustannus- ja riskiseuraamusten perusteella. Yrityksen pääomarakennetta analysoivat teoriat pyrkivät selittämään ja mallintamaan yritysten tekemiä rahoitusrakennepäätöksiä. Modigliani ja Miller loivat nykyisen rahoitusteorian perustan osoittamalla, että rahoitusmarkkinoiden ollessa täydelliset rahoitusrakennepäätökset ovat täysin irrelevantteja yrityksen kannalta. Oletamus täydellisistä rahoitusmarkkinoista ei kuitenkaan ole realistinen, koska markkinoilla esiintyy joukko epätäydellisyyksiä, jotka ohjaavat yritysten rahoituslähteiden valintaa. Rahoitusmarkkinat eroavat toisistaan myös kehittyneisyydeltään ja laajuudeltaan, mikä vaikuttaa yritysten käytettävissä oleviin rahoitusmuotoihin, niiden saatavuuteen ja kustannuksiin. Tämä puolestaan vaikuttaa yritysten rahoitusrakennepäätöksiin. Markkinoiden epätäydellisyyksiin ja informaation epäsymmetrisyyteen nojautuvat teoriat tarjoavat kaksi vastakkaista ja keskenään ristiriitaista selitystä siitä, miten yritykset rahoittavat investointejaan. Empiiriset tulokset näiden teorioiden osalta ovat myös ristiriitaisia eivätkä tue täydellisesti kumpaakaan teoriaa.

Kansainvälinen yritys toimii useassa eri markkinaympäristöissä ja siten altistuu lisäriskitekijöille ja kohtaa mahdollisuuksia, joilla on vaikutusta yrityksen rahoituslähteiden valintaan. Ns. perinteiset rahoitusrakenneteoriat eivät pysty yksinään selittämään kansainvälisten yritysten ja erityisesti niiden ulkomaanyksiköiden rahoitusvalintoja. On luotava siis erillinen viitekehys, joka kuvaa eri lisätekijöiden vaikutusta kansainvälisten yritysten rahoituslähteiden valintaan.

Kansainvälisen yrityksen ja sen ulkomaanyksiköiden rahoitusrakennepäätöksiin ja rahoituslähteiden valintaan vaikuttavia tekijöitä mainitaan kirjallisuudessa useita. Yrityskohtaisten tekijöiden ohella ulkomaanyksiköiden rahoitussuunnittelussa tärkeäksi muodostuvat mm. yritysten sijaintimaiden paikallinen rahoitusympäristö, yhtiö- ja verotuslainsäädäntö sekä taloudelliset ja poliittiset olosuhteet.

1.2 Tutkimuskohde

Tutkielman aiheena on amerikkalainen konserni Georgia Pacific Corporation, joka valmistaa ja jalostaa paperia. Pehmopaperin lisäksi yhtiö valmistaa muita papereita, selluloosaa sekä pakkaustuotteita ja rakennustarvikkeita. Georgia-Pacific Corporation perustettiin vuonna 1927. Heinäkuussa 2000 se sulautui Fort James Corporationin kanssa, minkä seurauksena Georgia-Pacificista tuli maailman suurin pehmopaperialan yhtiö. Vuonna 2004 yhtiön nettomyynti oli n. 20 miljardia USD, josta kuluttajatuotteiden osuus oli n. 8 miljardia USD, liikevoitto 1,6 miljardia USD sekä voitto ennen veroja 0,9 miljardia USD. Yhtiön työntekijämäärä on 55 000 työntekijää. Yhtiöllä on yhteensä n. 300 tuotantopaikkaa Pohjois-Amerikassa ja Euroopassa. Euroopassa sijaitsee 33 tuotantopaikkaa ja Suomessa kaksi. Georgia-Pacific Corporationin pääkonttori sijaitsee Atlantassa ja Euroopan toimintoja johdetaan Lontoosta.

Suomessa yhtiötä tunnetaan parhaiten tuotemerkeistä, joista tunnetuin lienee Lotus. Yhtiön toiminta Suomessa on alkanut vuodesta 1865, jolloin perustettiin Nokia Osakeyhtiö. Yhtiön ensimmäinen paperitehdas valmistui Nokianvirran pohjoisrannalle vuonna 1880. Yhtiö ja paikkakunta ovat sittemmin antaneet nimensä pehmopapereiden lisäksi lukuisille suomalaisille tuotteille. Nokian paperitehdasyhtiö on kokenut historiansa aikana useita nimenmuutoksia sekä omistajanvaihdoksia. Vuosituhannen viimeisellä vuosikymmenellä Nokian Paperin emoyhtiönä oli sulautumisen vuoksi kolme amerikkalaista jättyritystä: James River vuoteen 1997, Fort James sen jälkeen ja vuonna 2000 emoyhtiöksi tuli Georgia-Pacific. Vuodesta 2005 lähtien yhtiön viralliseksi nimeksi tuli Georgia-Pacific Nordic Oy (jatkossa GP Nordic Oy). Yhtiön liiketoiminta kattaa Suomen lisäksi Skandinavian, Baltian ja Venäjän. Yritys valmistaa tuotteita pääosin Nokian tehtaalla. Nokian lisäksi yrityksellä on jalostustehtaat Ikaalisessa ja Venäjällä, lähellä Moskovaa. Vuonna 1997 Moskovaan perustettiin ZAO Jamont -niminen tytäryhtiö. GP Nordic Oy:n tuotevalikoimaan kuuluvat pehmopaperiin perustuvat hygienia- ja kattamistuotteet sekä annostelijat niin kotitalouksille kuin suurtalouksille. (Nokian Paperi. Ensimmäiset 140 vuotta)

Vuoden 2005 loppupuolella on tapahtunut merkittävä omistajamuutos, jonka seurauksena Georgia-Pacific poistui pörssistä. Marraskuussa 2005 amerikkalainen perheyhtiö Koch Industries osti Georgia-Pacificin. Kaupan hinnaksi tuli 21 miljardia dollaria. Yhtiö sanoi avoimessa kirjeessään käyttävänsä 90 voitostaan liiketoiminnan kehittämiseen. Georgia-Pacificin tiedottajan mukaan pörssiyhtiön on vaikeampaa harjoittaa pitkäaikaista investointipolitiikkaa kuin perheyhtiön, jolla ei ole tiedotusvelvollisuutta. (Paperiliitto-lehti)

1.3 Tutkimusongelma ja käytettävät metodit

Tutkimuksen aiheena ovat ajankohtaiset investoinnit Venäjälle ja niiden rahoittamiseen vaikuttavat tekijät. Tarkastelu suoritetaan lähinnä kansainvälisen konsernin ja sen Venäjällä toimivan ulkomaanyksikön näkökulmasta. Lähtökohtana

on Georgia Pacificin tarve suureen laajennusinvestointiin Venäjällä, joka synnyttää pitkäaikaisen rahoituksen tarpeen. Tutkimuksen tavoitteena on siis tarkastella kansainvälisten yritysten ja erityisesti yritysten ulkomaanyksiköiden rahoituslähteiden valintaan vaikuttavia tekijöitä Venäjällä. Tutkimusongelman ratkaisemiseksi tutkimuksessa tarkastellaan seuraavia kysymyksiä:

- Mitkä ovat tärkeimmät yritysten ja niiden ulkomaanyksiköiden rahoituslähteet?
- Mitkä ovat yritysten optimaalista rahoitusrakennetta määrittävät tekijät?
- Mitkä tekijät ja miten vaikuttavat monikansallisten yritysten rahoitusrakennepäätöksiin?
- Miten riski vaikuttaa rahoituslähteiden valintaan?
- Mitkä tekijät ohjaavat yrityksen ulkomaanyksikön rahoitusrakennepäätöksiä Venäjällä?
- Millainen investointi-ilmapiiri on Venäjällä?

Tämän tutkielman tutkimusote on käsiteanalyttinen eli tavoitteena on kuvata ja havainnollistaa rahoituslähteiden valintaan vaikuttavia tekijöitä Venäjällä aikaisempaa tietoa ja rahoitusteorioita hyväksi käyttäen. Tutkimusmenetelmään ei liity tilastollisten menetelmien käyttöä, vaan tutkimus toteutetaan pääosin kirjallisuustutkimuksena. Aineistona käytetään rahoitusteorioita, aikaisempia tutkimuksia, tilastoja sekä myös Suomessa tehtyjä raportteja ja tutkimuksia yritysten liiketoiminnasta Venäjällä.

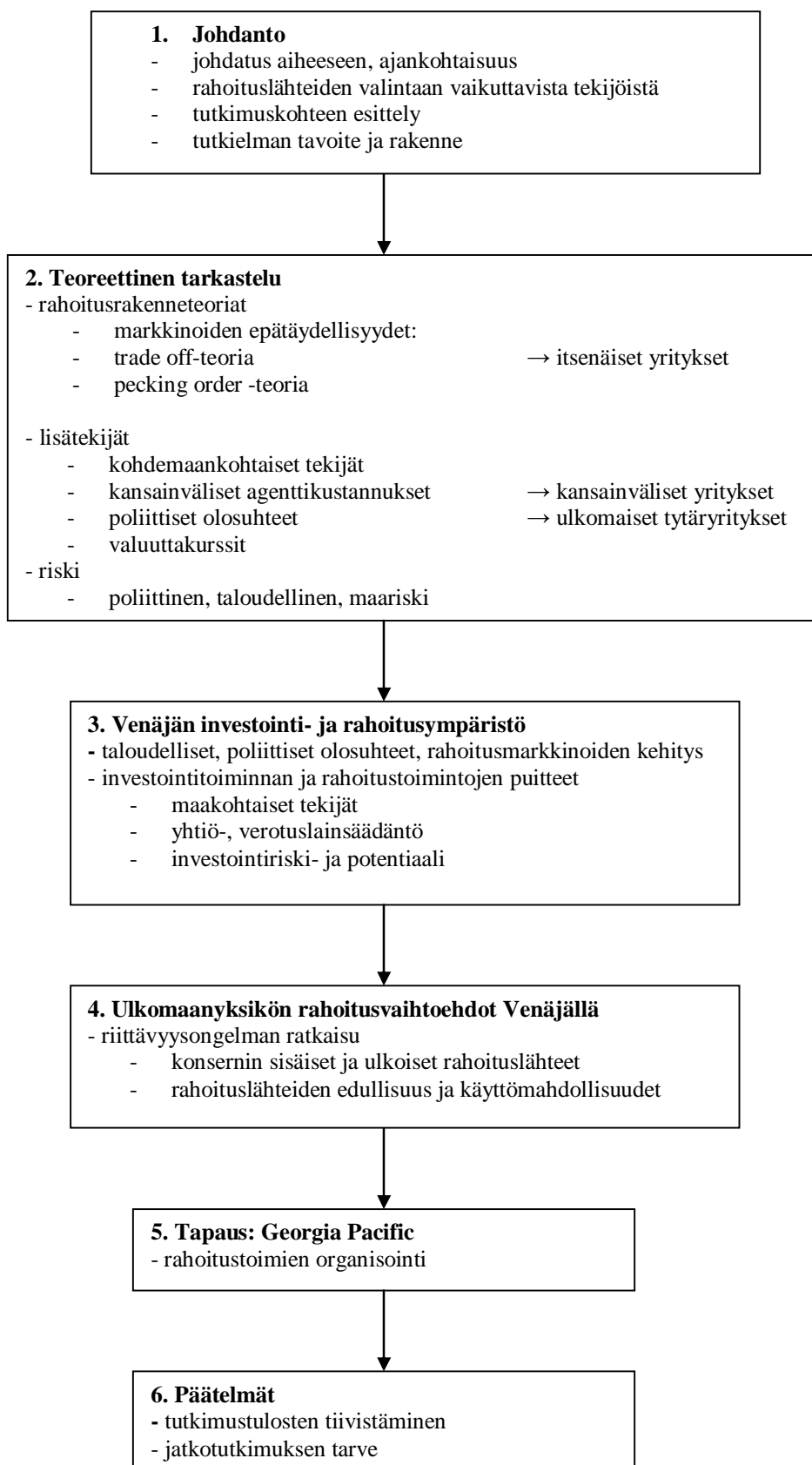
1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkielma rakentuu kuudesta eri pääluvusta. Luvussa kaksi rakennetaan tutkimuksen teoreettinen viitekehys. Ensin tarkastellaan lyhyesti rahoitusrakenneteorioiden kehityksen päävaiheet. Sen jälkeen käsitellään tarkemmin kolme rahoitusrakenneteoriaa. Ensimmäisenä esitellään Modiglianin ja Millerin irrelevanttusteoreema, joka on välttämätön perusta muille rahoituslähteiden valintaa

käsitteleville teorioille. Seuraavaksi esitellään kaksi tutkimuksen taustalla vallitsevaa teoriaa, joissa selittävinä muuttujina ovat markkinoiden epätäydellisyydet, kuten verot sekä agentti- ja konkurssikustannukset. Markkinoiden epätäydellisyydet ovat yksi tekijä, jonka vaikutuksesta eri rahoitusmarkkinat ovat kehittyneisyydeltään ja toimivuudeltaan erilaiset, mikä vaikuttaa käytettävissä olevien rahoitusmuotoihin. Koska monikansalliset yritykset ja niiden ulkomaanyksiköt poikkeavat rahoitusrakennepäätöksiltään puhtaasti itsenäisistä/kotimaisista yrityksistä lisätekiäjöiden vaikutuksesta, esitellään viitekehys, joka kuvaa lisätekijöitä ja niiden vaikutuksia monikansallisten yritysten rahoitusrakennepäätöksiin. Sen jälkeen tarkastellaan, miten yritysten ulkomaanyksiköiden rahoitustoimet organisoidaan ja mitkä tekijät vaikuttavat ulkomaanyksiköiden rahoituslähteiden valintaan. Luvun lopussa käsitellään, millä tavalla riski ohjaa yritysten rahoituslähteiden valintaa.

Investointi- ja rahoitusmahdollisuuksiin Venäjällä keskitytään luvussa kolme. Luvussa tarkastellaan Venäjän taloudellisia ja poliittisia olosuhteita ja rahoitusmarkkinoiden kehitystä ja nykytilaa. Erityisesti tarkastellaan investointitoimintoa säätelevää yhtiö- ja verotuslainsäädäntöä, koska sillä on todettu olevan vaikutusta kansainväliseen rahoitussuunnitteluun. Sen jälkeen kuvataan Venäjän investointipotentiaalia ja -riskiä sekä esitellään ulkomaisten ja suomalaisomisteisten yritysten kokemuksia toimintariskeistä Venäjällä.

Luku neljä käsittelee ulkomaanyksikön investointien rahoitusvaihtoehtoja Venäjällä. Luvussa pyritään selvittämään eri rahoituslähteiden edullisuutta ja Venäjän lainsäädännön vaikutusta niiden käyttöön ulkomaanyksikössä. Tarkastelu tapahtuu vain kansainvälisen yrityksen tytäryrityksen näkökulmasta, jolloin rahoitusvaihtoehtoja on enemmän kuin puhtaasti itsenäisen yrityksen tapauksessa. Näitä rahoitusmuotoja ovat esimerkiksi siirtohinnoittelu ja holding-yhtiö. Luku viisi kuvailee hyvin suppeasti Georgia Pacificin ulkomaanyksikön rahoituksen organisointia. Luvussa kuusi esitetään tutkielman johtopäätelmät sekä selvitetään jatkotutkimuksen tarve. Kuvassa 1 on esitetty tutkimuksen rakenne ja lukujen väliset yhteydet.



Kuvio 1. Tutkimuksen rakenne ja lukujen väliset yhteydet

2. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys

2.1 Investoinnin rahoituslähteet

2.1.1 Täysin itsenäisen yrityksen rahoituslähteet

Investoinnin rahoituslähteet muodostuvat tavallisesti kahdesta ryhmästä: pääomarahoituksesta eli ulkoisesta rahoituksesta ja tulorahoituksesta eli sisäisestä rahoituksesta. Pääomarahoitus jaetaan kahteen pääryhmään: vieraaseen pääomaan ja omaan pääomaan. Vieras pääoma jaetaan edelleen lyhytaikaiseen ja pitkäaikaiseen pääomaan. Ne eroavat toisistaan siinä, että lyhytaikainen pääoma on palautettava vuoden sisällä. Useimmiten investoinnit sitovat pääomaa usealle vuodelle ja ovat luonteeltaan pitkävaikutteisia, joten lyhytaikaista pääomaa käytetään suhteellisen vähän. Tulorahoituksella tarkoitetaan investoinnin rahoittamista yrityksen toiminnan synnyttämällä tuloilla, joita ei jaeta osakkaille. Kun pääomarahoituksessa se palautetaan jossain muodossa takaisin rahoittajille, tulorahoitus jää ainoastaan yrityksen käyttöön. Oman ja vieraan pääoman lisäksi on olemassa välirahoitus, johon kuuluvat mm. optiolainat, vaihtovelkakirjat, pääomalainat. Välirahoitukselle on ominaista, että se sisältää sekä vieraalle pääomalle että omalle pääomalle tyypillisiä piirteitä. Tavallisesti välirahoitus katsotaan vieraaseen pääomaan kuuluvaksi. (Aho, 77–79)

2.1.2 Konsernin ja sen ulkomaanyksikön rahoituslähteet

Kansainvälinen konsernin on yksi kokonaisuus. Konsernin rahoituslähteet voidaan jakaa konsernin sisäisiin ja konsernin ulkopuolisiin rahoituslähteisiin. Ulkomaanyksiköllä on siis käytettävissä sellaisia rahoitusvaihtoehtoja, joita täysin itsenäisellä yrityksellä ei ole. Konsernin sisäisiä rahoittajia ovat emoyhtiö, tytäryhtiö tai muu konserniin kuuluva yksikkö. Sisäisiin rahoituslähteisiin kuuluvat tulorahoitus, uudelleen sijoitetut tuotot, avustukset sekä sisäinen pääomarahoitus.

Ulkomaanyksikön tulo-rahoitus saadaan pääasiassa sen myyntituloista ja muista liiketoiminnan tuloista. Myyntitulot syntyvät konsernin ulkopuolelle suuntautuvasta myynnistä sekä konsernin sisäisestä kaupasta. Sisäisten liiketoimien hinnoittelu tapahtuu siirtohinnoittelun avulla. Konsernin sisäiset lainat ja omat pääomasijoitukset ovat konsernin sisäisen pääomarahoituksen muotoja. Rahoitus voidaan toteuttaa suoraan konserniyksiköltä toiselle tai ohjata konserniin kuuluvien rahoitusyksiköiden kautta. Esimerkkinä jälkimmäisestä on konsernin oma holdingyhtiö, joka voi toimia sisäisenä pankkina. Konsernin ulkopuolista rahoitusta voivat hankkia joko konsernin emoyhtiö koko konserniin tarpeisiin ohjaten rahoitusta edelleen yksiköille tai ulkomaanyksikkö itse. Konserniin ulkopuolisia rahoittajia ovat mm. kansalliset ja kansainväliset pankit, muut rahoituslaitokset, vakuutusyhtiöt sekä yksittäiset ja institutionaaliset pääoman sijoittajat. (Heikkilä, 21–36; Nurmio, 3)

2.2 Rahoitusrakenneteorioiden kehityksen päävaiheet

Moderni rahoitusrakenneteoria syntyi vuonna 1958, jolloin Modiglianni ja Miller (jatkossa MM) osoittivat, että täydellisten markkinoiden vallitessa rahoitusrakenne ei vaikuta yrityksen markkina-arvoon. Toisin sanoen rahoitusrakennepäätökset ovat täysin irrelevantteja. (Modiglianni, Miller 1958, 263–271) Täydellisten markkinoiden oletus ei ole kuitenkaan realistinen. Markkinoilla vallitsee joukko tekijöitä eli epätäydellisyyksiä, jotka aiheuttavat sen, että Modigliannin ja Millerin irrelevanttiusteoreema ei pidä paikkansa. Yhtenä esimerkkinä markkinoiden epätäydellisyyksistä on yritysverotus. Vuonna 1963 MM tarkastelivat myös yritysverotuksen vaikutusta rahoitusrakennepäätöksiin ja todistivat, että optimaalinen pääomarakenne on saavutettavissa silloin, kun yritys on täysin velkarahoitteinen. (Modiglianni, Miller 1963, 433–443)

Myöhemmin tutkijat ovat hakeneet muita tekijöitä, joilla voitiin selittää yritysten pääomarakennetta. Tutkimukset loivat pohjan ns. tradeoff-teorian kehitykselle. Ensimmäisenä tradeoff-teoriaa esitteli lyhyesti Baxter (1967). Hän tarkasteli ylivelkaantumisen vaikutusta pääoman kustannuksiin ja osoitti, että velkaantuminen

kasvattaa konkurssin todennäköisyyttä, ja koska konkurssiin liittyy kustannuksia, velkaantuminen yli optimaalisen tason vähentää yrityksen arvoa. (Baxter, 402) Myöhemmin mm. Krans ja Litzenergin (1973) sekä Lloyd-Davies (1975) analysoivat konkurssikustannusten ja yritysverotuksen yhteisvaikutusta yrityksen pääomarakenteeseen. Velkaantumisen seurauksena kasvavat konkurssikustannukset pienentävät yrityksen arvoa, mutta toisaalta velkapääomasta syntyy yritykselle verohyöty, joka vaikuttaa yrityksen arvoon positiivisesti. Yrityksen on siis löydettävä optimaalinen velkaantumisaste, joka maksimoi yrityksen arvoa. Kransin ja Litzenergerin mukaan velkaantuneen yrityksen markkina-arvo on yhtä suuri kuin velattoman yrityksen markkina-arvo plus veroaste kerrottuna velan markkina-arvolla miinus konkurssikustannukset. (Kransin, Litzenerger, 911-922; Lloyd-Davis, 457-481).

Vuonna 1976 Jensen ja Meckling kehittivät agenttikustannusteorian. Heidän mukaansa agenttikustannukset ovat konkurssikustannuksia merkittävämpi rahoitusrakenteeseen vaikuttava tekijä. Peruslähtökohta, johon Jensenin ja Mecklingin näkemys perustuu, on se, että yrityksen eri osapuolten kesken on aina intressiristiriitoja. Intressiristiriidat syntyvät siitä, että osapuolten tavoitteet eivät välttämättä ole samoja. Teorian mukaan osapuolet pyrkivät kaikissa toimituksissa hyötynsä maksimointiin ja ajavat omia toisilleen vastakkaisia etuja. Intressiristiriidoista sekä omistamisen ja johtamisen eriytymisestä syntyvät agenttikustannukset. Jensenin ja Mecklingin mukaan yritys saavuttaa optimaalisen rahoitusrakenteen silloin, kun koko pääoman agenttikustannukset ovat minimissään. (Jensen, Meckling 1976, 305–360)

Asymmetriseen informaatioon nojautuvissa teorioissa lähtökohtana on se, että yritysjohdolla ja yrityksen ulkopuolisilla sidosryhmillä on erilaista tietoa yrityksestä ja sen toiminnasta. Asymmetriseen informaatioon perustuvat teoriat voidaan jakaa kahteen ryhmään. Ensimmäisen lähestymistavan mukaan yrityksen pääomarakente signaloi yrityksen ulkopuolisille ryhmille tietoja yrityksestä. Tätä mallia on kehittänyt Ross (1977). Rossin mallin tärkein empiirinen tulos on se, että yrityksen arvo, velkaantumisaste ja konkurssin todennäköisyys ovat positiivisessa

riippuvuussuhteessa keskenään. Toisin sanoen yrityksen velanotto on yrityksen ulkopuolisille sidosryhmille hyvä signaali. (Ross, 23–40) Toista ajattelumallia ovat kehittäneet Myers ja Majluf (1984). He osoittivat, että jos sijoittajat ovat heikommin informoituja yrityksestä ja sen varoista kuin yritysjohto, niin oma pääoma saattaa olla alihinnoiteltu markkinoilla. Jos yritys rahoittaa uuden investointinsa alihinnoitellulla omalla pääomalla, uudet osakkeenomistajat saavat projektin nettonykyarvoa enemmän ja vanhat osakkeenomistajat häviävät. Koska yritysjohtoon oletetaan toimivan vanhojen osakkeenomistajien eduksi, yritys ei toteuta tällaista projektia, vaikka sen nettonykyarvo olisi positiivinen. Välttääkseen ali-investointia yritys voi rahoittaa uuden investoinnin muilla rahoituslähteillä, esimerkiksi tulorahoituksella tai riskittömällä velalla, koska nämä rahoituslähteet eivät ole alihinnoiteltuja. (Myers, Majluf, 187–221) Myöhemmin Myers tarkasteli rahoituslähteiden käyttöjärjestystä ja käytti siitä ensimmäisenä termiä 'pecking order-teoria'. Teorian mukaan yrityksellä ei ole optimaalista pääomarakennetta. (Myers, 575–592)

Harris ja Raviv (1991) esittelivät raportissaan yrityksen rahoitusrakennetta analysoivia teorioita. Heidän mukaansa uusimmissa pääomarakennetta selittävissä teorioissa on löydetty riippuvuus rahoitusrakenteen ja tuotteiden markkinointistrategioiden välillä sekä rahoitusrakenteen ja tuotteiden/panosten ominaisuuksien välillä. Teorioiden mukaan esimerkiksi oligopolirytykset käyttävät enemmän velan ehtoista rahoitusta kuin monopolirytykset tai kilpailullisilla toimialoilla toimivat yritykset. Lisäksi on kehitetty teorioita, jotka osoittavat, että rahoitusrakenteen ja yrityshallinnon välillä on riippuvuussuhde. Teorioiden lähtökohta on se, että osakkeenomistajilla on äänioikeus ja siten vaikutusvaltaa. Sen sijaan lainanantajilla ei sellaista äänioikeutta ole. Näiden rahoitusrakenneteorioiden mukaan rahoitusrakenteella voidaan vaikuttaa siihen, mikä sidosryhmä ohjaa yrityksen toimintaa. (Harris, Raviv, 315–325)

2.3 Modiglianin ja Millerin teoreema

2.3.1 Veroton talous

Franco Modigliani and Merton Miller ovat osoittaneet artikkelissaan (1958), että täydellisillä markkinoilla yrityksen markkina-arvo on täysin riippumaton rahoitusrakenteesta eli velallisen yrityksen arvo on yhtä suuri kuin velattoman yrityksen arvo. MM:n proposition taustalla ovat seuraavat täydellisten markkinoiden oletukset:

- kaikki markkinoilla toimivat talousyksiköt ovat rationaalisia
- kaikki markkinoilla toimivat talousyksiköt voivat lainata ja antaa lainaksi samalla riskittömällä korolla
- markkinahinnat heijastavat täydellisesti kaiken saatavilla olevan informaation
- talous on täysin veroton
- markkinoilla ei esiinny transaktio-, konkurssi- ja agenttikustannuksia.

Todistuksessa on keskeisessä asemassa arbitraasi-prosessi sekä ns. kotitekoinen velkaantuminen (homemade leverage), jolla tarkoitetaan sijoittajien mahdollisuutta hankkia saman määrän henkilökohtaista velkaa. MM vertasivat kahta samanlaista yritystä, joista toisen yrityksen toiminta on rahoitettu kokonaan omalla pääomalla ja toisen yrityksen taseessa on oman pääoman lisäksi myös vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Tuottovaatimus on molemmilla yrityksellä sama. Oletetaan, että velkaisen yrityksen arvo on suurempi kuin velattoman yrityksen arvo eli $V_2 > V_1$. Sijoittaja omistaa velkaisen yrityksen osakekannasta määrän $s_2/S_2 = \alpha$. Silloin sijoittajan portfolion tuotto on

$$(1) \quad Y_2 = \alpha \times (X - r \times D_2),$$

missä

$X = X_1 = X_2 =$ yrityksen odotettu tulos

$r \times D_2 =$ korkokustannus.

Oletetaan, että sijoittaja myy omistuksensa velkaisessa yrityksessä eli määrän αS_2 ja hankkii tilalle velattoman yrityksen osakkeita määrän $s_1 = \alpha(S_2 + D_2)$. Hän voi käyttää velattoman yrityksen osakkeiden hankintaan osakemyynnistä saadut tulot eli αS_2 ja ottaa lisäksi lainaa αD_2 :n verran asettamalla ostetut osakkeet lainan vakuudeksi. Silloin sijoittaja tekee velkaantumispäätöksen yrityksen sijasta (homemade leverage). Nyt hän omistaa velattoman yrityksen osakkeista ja odotetusta tulovirrasta määrän $\frac{s_1}{S_1} = \alpha \times \frac{(S_2 + D_2)}{S_1}$. Hän maksaa korkoa määrän $r \times \alpha D_2$. Silloin sijoittajan uuden portfolion tuotto on

$$(2) \quad \begin{aligned} Y_1 &= \left(\alpha \times \frac{(S_2 + D_2)}{S_1} \right) \times X - (r \times \alpha D_2) \\ &= \alpha \times \left(\frac{V_2}{V_1} \right) - (r \times \alpha D_2). \end{aligned}$$

Verrattaessa yhtälöitä 1 ja 2 toisiinsa huomataan, että niin kauan kuin $V_2 > V_1$, niin $Y_1 > Y_2$. Tässä tilanteessa sijoittajan kannattaa myydä velallisen yrityksen osakkeet ja hankkia velattoman yrityksen osakkeet. Tämän seurauksena velkaisen yrityksen arvo alkaa laskea ja velattoman yrityksen arvo alkaa nousta. Tämä arbitraasi-prosessi jatkuu niin kauan, kunnes velattoman yrityksen arvo on yhtä suuri kuin velallisen. Yrityksen markkina-arvo on siis täysin riippumaton yrityksen rahoitusrakenteesta. Tämä tulos pätee myös tilanteessa, jossa alun perin velattoman yrityksen arvo ylittää velkaisen yrityksen arvon. Silloin sijoittaja hyötyy kumoamalla yrityksen velkaantumispäätöksen. Täten tasapainossa $V_2 = V_1$ eli yrityksen markkina-arvo on täysin riippumaton rahoitusrakenteesta. Matemaattisesti se voidaan esittää seuraavassa muodossa:

$$(3) \quad V_j \equiv (S_j + D_j) = \frac{X_j'}{\rho_k},$$

missä

X' = yrityksen odotettu tuotto ennen veroja (ROA = return on assets)

S_j = oman pääoman markkina-arvo

D_j = velan markkina-arvo

ρ_k = omaisuusluokan k odotettu tuotto.

Proposition vaihtoehtoisen esittämistavan mukaan pääoman keskimääräiset kustannukset ovat täysin riippumattomat rahoitusrakenteesta.

MM:n propositio II on johdettavissa propositiosta I, ja se koskee oman pääoman tuottovaatimusta yrityksissä, joiden rahoitusrakenteeseen sisältyy velka. Proposition II mukaan

$$(4) \quad i_j = \rho_k + (\rho_k - r) \times \frac{D_j}{S_j},$$

missä

i_j = oman pääoman tuottovaatimus

ρ_k = velattoman yrityksen oman pääoman tuottovaatimus

$\frac{D_j}{S_j}$ = velkaantumisaste

$(\rho_k - r) \times \frac{D_j}{S_j}$ = riskipremio, joka riippuu velkaantumisasteesta ja ρ_k :n

ja r :n välisestä spreadistä.

Toisin sanoen velkaisen yrityksen oman pääoman tuottovaatimus on yhtä suuri kuin velattoman yrityksen oman pääoman tuottovaatimus plus velkaantumisasteesta riippuva riskipremio. Kun yritys käyttää velkarahoitusta, yrityksen omistajat joutuvat kantamaan lisää riskiä. Silloin omistajat vaativat korvausta lisääntyneestä riskistä eli velkaantuminen kasvattaa omistajien oman pääoman tuottovaatimusta.

Propositio II johdetaan seuraavasti: odotettu tuottovaatimus on

$$(5) \quad i_j = \frac{X'_j - rD_j}{S_j}.$$

Yhtälöstä (3) seuraa, että

$$(6) \quad X'_j = \rho_k \times (S_j + D_j).$$

Sijoittamalla yhtälö (6) yhtälöön (5) ja muokkaamalla termejä hieman saadaan yhtälö

$$(4) \text{ eli } i_j = \rho_k + (\rho_k - r) \times \frac{D_j}{S_j}, \text{ jonka mukaan siis oman pääoman tuottovaatimus}$$

muodostuu velattoman yrityksen oman pääoman tuottovaatimuksesta ja riskipremiosta. Mitä suurempi yrityksen velkaantumisaste on, sitä suurempi on myös riskipremio. (Modigliani, Miller 1958, 262–271)

2.3.2 Verollinen talous

Propositioden tulokset muuttuvat olennaisesti, kun tarkasteluun otetaan verot, koska verotus kohtelee eri pääomamuotoja eriarvoisesti. Velan kustannukset eli korot ovat täysin vähennyskelpoisia, kun taas oman pääoman kustannukset eli osingot eivät ole. Vuonna 1963 julkaistussa artikkelissa MM käsittelivät verojen vaikutusta ja osoittivat, että velkaantuminen kasvattaa yrityksen arvoa.

Yksinkertaisuuden vuoksi oletetaan, että korko on vakio, eikä se riippuu lainan suuruudesta. Velkaisen yrityksen korkokustannus on $r \times D_L$. Silloin korkovähennysten veroedun nykyarvo on

$$(7) \quad \frac{\tau \times (r \times D_L)}{r} = \tau \times D_L.$$

missä

τ = yrityksen verokanta.

Silloin velkaisen yrityksen arvo on yhtä suuri kuin velattoman yrityksen arvo plus korkovähennysten veroedun nykyarvo:

$$(8) \quad V_L = V_U + \tau \times D_L.$$

Kaavasta (8) nähdään, että mitä enemmän yrityksen taseessa on velkaa, sitä suurempi yrityksen arvo on. Yrityksen arvo on suurimmillaan silloin, kun yritys on täysin velkarahoitteinen. Verollisessa taloudessa veroetujen ansiosta on olemassa optimaalinen pääomarakenne, joka saavutetaan teorian mukaan maksimaalisella velkaantumisella. Vastaavasti proposition II tulos muuttuu verollisessa taloudessa seuraavasti:

$$(9) \quad i_j = \rho_k + (\rho_k - r) \times \frac{D_j}{S_j} \times (1 - T),$$

missä

T = yrityksen verokanta.

Yhtälöstä (9) nähdään, että edelleen velkaantumisen kasvu kasvattaa oman pääoman tuottovaatimusta. Kertoimen (1-T) ansiosta verojen jälkeinen tuottovaatimus on velkaisella yrityksellä alempi kuin tilanteessa, jossa veroja ei otettu huomioon. (Modigliani, Miller, 1963, 433–443)

2.4 Markkinoiden epätäydellisydet

MM:n propositio I voidaan esittää myös seuraavasti: jos rahoitusrakenteella voidaan vaikuttaa yrityksen arvoon, vähintään yksi tehdyistä oletuksista ei pidä paikkaansa. MM tarkastelivat vain yritysverojen vaikutusta yrityksen arvoon. Verojen lisäksi markkinoilla on muitakin tekijöitä eli epätäydellisyyksiä, jotka vaikuttavat yrityksen

rahoitusrakennepäätöksiin. Usein puhutaan ns. taloudellisen ahdingon kustannuksista (costs of financial distress). Taloudellisen ahdingon kustannuksia ovat mm. konkurssi- ja agenttikustannukset.

Lainarahoitus tuo mukanaan yritykselle etuja korkovähennysten muodossa, mutta etujen lisäksi tulee velvollisuudet maksaa korot ja palauttaa pääoma. Jos yritys ei pysty täyttämään näitä velvollisuuksia, se voi joutua taloudelliseen ahdinkoon ja lopulta konkurssiin, jolloin yrityksen varat siirtyvät osakkeenomistajilta velkojille. Velkojat ja osakkeenomistajat ovat alun perin oikeudellisesta näkökulmasta katsottuna eri tilanteessa. Vaikka osakkeenomistajat odottavat saavansa osinkoja, he eivät ole oikeutettuja niihin. Sen sijaan velkojilla on oikeus korkoihin ja pääoman palautukseen.

Konkurssikustannukset jaetaan välittömiin ja välillisiin kustannuksiin. Välittömiä kustannuksia ovat mm. asianajajien ja konkurssipesän toimitsijamiesten palkkiot sekä oikeudenkäynneistä syntyneet kulut. Lisäksi hallinnolliset ja kirjanpitoon liittyvät kulut ovat välittömiä konkurssikustannuksia. Välittömät kustannukset maksetaan siis kolmannelle osapuolelle. Niitä ei makseta lainanantajille eikä yrityksen omistajille. (Altman, 1068) Välillisten konkurssikustannusten määrittely on hankalampaa. Ne liittyvät ennen kaikkea siihen, että yrityksen operatiivinen liiketoiminta saattaa kärsiä konkurssin uhatessa. Yritys voi menettää maineensa kannattavana yrityksenä, menettää alihankkijoita ja jopa asiakkaita. Yrityksen markkinaosuus pienenee, samoin tulevat kassavirrat. Välillisten konkurssikustannuksiin kuuluu myös korkeampi luoton hinta. Kaikki yritykset eivät kuitenkaan joudu konkurssiin. Siten määrittääkseen odotetut konkurssikustannukset estimoidut kustannukset on kerrottava konkurssin todennäköisyydellä. (Ross, Westerfield, Jaffe; 422–427, Niskanen, Niskanen, 289–290)

Agenttikustannukset syntyvät epäsymmetrisestä informaatiosta. Epäsymmetrinen informaatio syntyy tilanteessa, jossa informaatio jakautuu epätasaisesti yrityksen eri sidosryhmien välillä. Esimerkiksi yrityksen sisällä toimivat henkilöt ja erityisesti yritysjohto tietävät enemmän mm. yrityksen tulevasta toiminnasta,

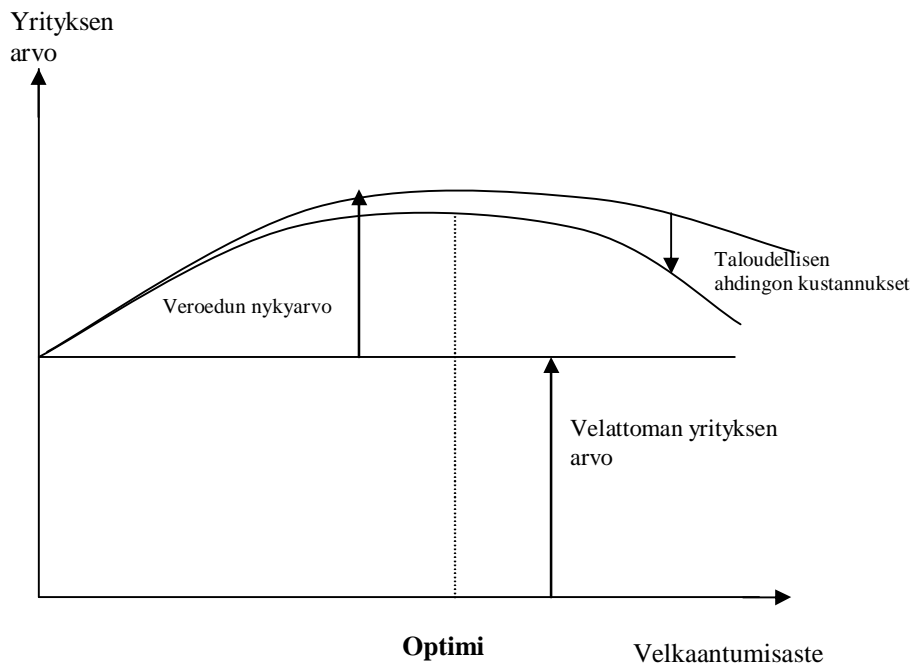
investointimahdollisuuksista ja tulontuottokyvystä kuin osakkeenomistajat ja velkojat. Osakkeenomistajan (päämies) ja johdon (agentti) välillä on lähtökohtaisesti ristiriita eli agenttiongelman, koska jokainen osapuoli pyrkii maksimoimaan omaa etuaan. Päämies voi rajoittaa etujensa vastaista toimintaa kehittämällä kannustinjärjestelmiä tai valvontamekanismeja, jolloin syntyy agenttikustannuksia. Velkapääoman agenttikustannukset syntyvät siitä, että velan kustannukset eivät riipu yrityksen tuotoista. Konkurssin uhatessa osakkeenomistajien etua ajava yrityksen johto voi toimia velkojien etujen vastaisesti sivuuttamalla nettonykyarvoiltaan positiivisia projekteja sekä investoimalla hyvin riskipitoisiin investointiprojekteihin. Jos velkaantunut yritys ryhtyy riskipitoiseen investointiin ja investointi onnistuu, omistajien tuotto on suuri. Ellei investointi onnistu, yritys voi mennä konkurssiin ja velkojat kantavat vastuun ja menettävät hyvinvointiaan. Velkojat pyrkivät estämään tällaista tilannetta esimerkiksi liittämällä lainoihin erityisehtoja eli kovenantteja. (Butler, 255-260)

2.4.1 Tradeoff-teoria

Tradeoff-teoria pyrkii selittämään, miksi optimaalinen velkaantumisaste on eri yrityksissä erilainen. Teorian mukaan yritys tavoittelee optimaalista pääomarakennetta etsimällä tasapainoa velkaantumisen seurauksena syntyvien kustannusten ja hyötyjen välillä. Teorian mukaan perinteisiä kustannuksia ovat konkurssikustannukset ja verokustannukset. Hyötyihin kuuluvat veroedut. Mallia on myös laajennettu lisäämällä muita parametreja, esimerkiksi agenttikustannukset ja asymmetrinen informaatio, jotta mallin ennustamisvoimaa lisättäisiin. (Graham, Harvey, 210) Teorian mukaan velkaantuneen yrityksen arvo voidaan esittää seuraavasti:

$$\begin{aligned} \text{velkaantuneen yrityksen arvo } V_L = & \text{velattoman yrityksen arvo } V_U \\ & + \text{veroedun nykyarvo} \\ & - \text{taloudellisen ahdingon kustannukset.} \end{aligned}$$

Kaavan mukaan taloudellisen ahdingon kustannukset vähentävät yrityksen arvoa.



KUVIO 2. Verojen ja taloudellisen ahdingon kustannusten yhteisvaikutus yrityksen arvoon velkaantumisasteen kasvaessa (Brealey, Myers, 477)

Kuviosta 2 huomataan, että veroedun nykyarvo nousee alussa velkaantumisasteen kasvaessa. Pienillä velkaantumisasteilla taloudellisen ahdingon todennäköisyys on pieni ja siten kustannukset ovat kohtuullisen vaatimattomat. Kun yritys velkaantuu enemmän, taloudellisen ahdingon todennäköisyys alkaa kasvaa nopeammin ja konkurssi- ja agenttikustannukset syövät entistä suuremman osan yrityksen arvosta. Samalla veroedun nykyarvo alkaa laskea, eli yritys ei voi tietyn pisteen jälkeen hyötyä veroedusta. Kuviosta nähdään, että velkaantumisella on tässä tilanteessa teoreettinen optimipiste, joka kuvaa yrityksen optimaalista velkaantumisastetta. Teoreettinen optimi saavutetaan silloin, kun veroedun nykyarvo on yhtä suuri kuin taloudellisen ahdingon kustannusten nykyarvo, eli velkaa otetaan niin kauan, kunnes viimeisestä velkarahasta saatava hyöty on yhtä suuri kuin siitä syntyvä kustannus. Tätä kutsutaan rahoitusrakenteen tradeoff-teoriaksi. (Brealey, Myers, Allen; 476–477)

Altman tutki ensimmäisenä empiirisellä aineistolla välittömien ja välillisten konkurssikustannusten vaikutusta yrityksen arvoon. Hän määritteli odotettujen konkurssikustannusten nykyarvoa ja vertasi sitä odotetun veroedun nykyarvoon. Saadut tulokset osoittivat, että konkurssikustannukset ovat 20 prosenttia yrityksen arvosta juuri ennen konkurssia tai jopa muutama vuosi ennen sitä. Keskimäärin kolme vuotta ennen konkurssia konkurssikustannukset olivat 11–17 prosenttia yrityksen arvosta. Konkurssiin joutuneen yrityksen odotettujen konkurssikustannusten nykyarvo ylitti tutkimustulosten mukaan veroedun nykyarvon. Tämä Altmanin mukaan osoitti, että yritykset olivat ylivelkaantuneita ja että konkurssikustannukset ovat tärkeä tekijä optimaalisen rahoitusrakenteen valitessa. (Altman, 1087–1088)

Andrade ja Kaplan (Andrade, Kaplan, 1443–1493) käsittelivät mm. taloudellisen ahdingon kustannusten vaikutusta yrityksen arvoon. Tutkimuksen aineisto muodostui yritystransaktioista, jotka rahoitettiin pääosin velalla (highly levered transactions) ja jotka johtivat yrityksen rahoitusvaikeuksiin. Estimoinnin tuloksena nettokustannukset vaihtelivat 10 prosentista 20 prosenttiin yrityksen arvosta, ja joissakin tapauksissa kustannukset olivat jopa 25 prosenttia yrityksen arvosta. Tämä tulos osoittaa selvästi, että taloudellisen ahdingon kustannukset pienentävät yrityksen arvoa. (Andrade, Kaplan, 1488–1489)

Velkaantumisen seurauksena syntyvä veroetu on sen sijaan huomattavasti pienempi kuin velan tuomat kustannukset. Graham on estimoinut veroedun olevan vain 9,7 prosenttia yrityksen arvosta. (Graham, 1902)

2.4.2 Pecking order -teoria

Pecking order -teoria kuvaa rahoituslähteiden käyttöjärjestystä. Teorian mukaan yrityksellä ei ole optimaalista velkaantumistasetta, vaan yritykset käyttävät ulkoisia rahoituslähteitä vain silloin, jos sisäinen rahoitus ei riitä. Pecking order -teoria perustuu asymmetriseen informaatioon. Myers (1984, 581) käytti ensimmäisenä tästä järjestyksestä termiä ”pecking order -teoria”. Hänen mukaansa pecking order -teoria

ennustaa kahta asiaa. Toinen on se, että yritykset pitävät tulorahoitusta ulkoista rahoitusta parempana vaihtoehtona. Tämän lisäksi, mikäli ulkoista rahoitusta tarvitaan, yritykset turvautuvat ensin velkarahoitukseen ja sitten omaan pääomaan.

Oletetaan, että yritys tarvitsee N euroa investointiprojektinsa toteuttamiseksi. Silloin y kuvaa investointimahdollisuuden nettonykyarvoa ja x kuvaa yrityksen arvoa siinä tapauksessa, jos investointia ei toteuteta. Yritysjohto tietää tarkasti, mitä x ja y ovat, mutta sijoittajat eivät. Asymmetrisen informaation lisäksi oletetaan, että pääomamarkkinat ovat täydelliset ja täyttävät puolivahvat tehokkuusehdot. Oletetaan, että yritys laskee liikkeeseen uusia osakkeita, joiden kokonaismarkkina-arvoksi tulee N . Osakkeiden todellinen arvo on kuitenkin N_1 , ja yritysjohto tietää sen. Toisin sanoen kun sijoittajat tietävät saman kuin yhtiön johto, uusien osakkeiden markkina-arvoksi tulee N_1 . Myersin mallissa yritysjohto toimii vanhojen osakkeenomistajien eduksi maksimoiden jo olemassa olevien osakkeiden eli vanhojen osakkeenomistajien hallussa olevien osakkeiden arvoa. Potentiaaliset osakkeenomistajat ovat kuitenkin tietoisia asiasta ja sopeuttavat rationaalisesti hinnan, jonka he ovat valmiita maksamaan osakkeista.

Määritellään $\Delta N = N_1 - N$, eli ΔN on määrä, jolla osake on ali- tai ylihinnoiteltu. Yritysjohto laskee liikkeeseen uudet osakkeet ja toteuttaa investointiprojektin vain siinä tapauksessa, jos $y \geq \Delta N$.

Jos yritysjohtoon sisäpiiri-informaatio on epäsuotuisa, ΔN on negatiivinen ja yritys laskee liikkeeseen osakkeita jopa siinä tapauksessa, jos investoinnin nettonykyarvo on nolla. Jos informaatio on sellainen, että ΔN on positiivinen, yritys ei toteuta investointiprojektia. Yritysjohto sivuuttaa mieluummin investoinnin, jonka nettonykyarvo on positiivinen kuin laskee liikkeeseen alihinnoiteltuja osakkeita. Kuitenkin jos yritysjohto käyttäytyy mallin ennustamalla tavalla, tämä on huono uutinen sekä vanhoille että uusille osakkeenomistajille.

Ulkoisen rahoituksen kustannuksina yleensä pidetään hallinnollisia ja osakeantiin liittyviä kuluja. Myersin mukaan (1984, 584) asymmetrinen informaatio tuo

mukanaan erityyppisen kustannuksen. Tämä on kustannus siitä, että yritysjohto ei haluakaan merkitä uusia osakkeita ja siten menettää kannattavan investointiprojektin. Tätä voidaan välttää, jos yrityksellä on tarpeeksi olemassa olevan toiminnan synnyttämiä tuloja projektin rahoittamiseksi.

Jos yritys kuitenkin käyttää ulkoista rahoitusta, ensin on pyrittävä käyttämään velkarahoitusta ja vasta sen jälkeen oman pääoman ehtoista rahoitusmuotoa. Yritys suorittaa osakeannin vain jos y on suurempi tai yhtä suuri kuin ΔN ($y \geq \Delta N$). Osakkeet ovat alihinnoiteltuja, jos $\Delta N > 0$ tai ylihinnoiteltuja, jos $\Delta N < 0$. Esimerkiksi investoinnin arvo on 20 miljoonaa, mutta projektin toteuttamiseksi yritys laskee liikkeeseen osakkeita, joiden todellinen arvo on 23 miljoonaa. Yritys toteuttaa osakeannin vain siinä tapauksessa, jos investoinnin nettonykyarvo on vähintään 3 miljoonaa. Jos sen nettonykyarvo olisi 2 miljoonaa, yrityksen arvo laskisi kahdella miljoonalla, mutta vanhojen osakkeenomistajien hyödyksi tulisi 1 miljoona. Välttääkseen tällaista tilannetta johdon pitää vähentää ΔN . Tämä tapahtuu käyttämällä sellaista rahoituslähdettä, jonka tuleva arvo muuttuu vähiten, kun yritysjohton sisäpiiri-informaatio paljastuu muille sidosryhmille. Myers kuitenkin toteaa, että ΔN on endogeeninen tekijä ja siten yritysjohto ei pysty kontrolloimaan sitä. Tästä huolimatta on olemassa tilanteita, jossa ΔN :n absoluuttinen arvo on aina pienempi velkarahoitukselle kuin osakeannille. Esimerkkinä tästä Myers esittää default-risk free -lainan. Myös silloin, kun mukaan tulee default risk, ΔN :n absoluuttinen arvo on pienempi velkarahoitukselle kuin osakeannille. Siten, jos $\Delta N > 0$, eli jos yritysjohdolla on suotuisaa informaatiota yrityksen asioista, yrityksen kannattaa suosia velkarahoitusta enemmän kuin oman pääoman ehtoista rahoitusta.

Edellisessä esimerkissä oletettiin, että uudet osakkeet tai velka ovat alihinnoiteltuja. Myers (1984, 585) tarkastelee myös tilannetta, jossa johdon informaatio on epäsuotuisaa ja rahoituslähteet ovat ylihinnoiteltuja. Siinä tapauksessa yritysjohto haluaisi, että ΔN olisi mahdollisimman suuri hyötyäkseen uusien osakkeenomistajien kustannuksella. Silloin osakkeet ovat parempi rahoituslähde kuin velka, ja warrantti on sitäkin parempi rahoitusmuotona. Peukalosäännöksi tulisi siis seuraava sääntö:

käytä velkarahoitusta silloin, kun sijoittajat aliarvioivat yrityksen arvoa, ja toteuta osakeanti silloin, kun sijoittajat yliarvioivat yrityksen arvoa.

Edellä kuvattu strategia on kuitenkin ongelmallinen, jos asia tarkastellaan sijoittajien näkökulmasta. Sijoittaja tietää, että yritys toteuttaa osakeannin vain silloin, kun osakkeet ovat ylihinnoiteltuja ja käyttää velkarahoitusta muutoin. Sijoittaja ostaa osakkeita ainoastaan silloin, jos yritys on jo velkaantunut niin paljon, että ns. velkakapasiteetti on loppuun käytetty. Täten sijoittajat pakottaisivat tehokkaasti yritystä noudattamaan pecking order -teoriaa.

Pecking order -teorian mukaan ensimmäiseksi yritykset käyttävät rahoituslähteenä tulorahoitusta. Jos kyseessä on konserniyritys, emoyrityksen tarjoama tulorahoitus on tytäryhtiöille edullisin rahoituslähde, mikäli tytäryksikön oma tulorahoitus ei riitä. Seuraavaksi yritys käyttää ulkoisia rahoituslähteitä niiden riskittömyysjärjestyksessä. Ensin käytetään velkarahoitusta, ja vasta kun velkakapasiteetti on loppuun kulutettu, turvaudutaan oman pääoman ehdoin saatavaan pääomaan.

Pecking order -teoriasta seuraa se, että keskimääräiset velkaantumistasot vaihtelevat toimialoittain. Tämä tapahtuu, koska riskit ja tuottovaatimukset myös vaihtelevat toimialoittain. Toimialalla keskimääräinen velkaantumistaso ei voi olla samalla toimialalla toimivan yksittäisen yrityksen velkaantumistavoitteenä. Toisin sanoen verrattuna tradeoff-teoriaan pecking order -teorian mukaan yrityksellä ei ole rahoitusrakennetavoitetta.

Teoria ennustaa, että hyvin kannattavat yritykset käyttävät vähemmän velkarahoitusta kuin huonommin kannattavat yritykset. Tämä johtuu siitä, että hyvin kannattavat yritykset rahoittavat menonsa olemassa olevan toiminnan synnyttämillä tuloilla. Lisäksi yritykset, joiden toimintaan sisältyy paljon riskiä, lainaavat vähemmän kuin yritykset, joiden toiminta ei ole niin riskialtis. Sama pätee yrityksiin, joiden taseessa on arvokkaita aineettomia hyödykkeitä tai joilla on paljon kasvumahdollisuuksia. Tällaiset yritykset käyttävät suhteellisen vähän velkarahoitusta. (Myers, 585 – 588)

2.5 Teorian ja käytännön ristiriita

Useimmiten teorioiden perustana olevien oletusten realistisuus vaikuttaa teorioiden selitysteeseen ja kykyyn selittää käytännön ilmiöitä. Yritysten pääomarakennetta koskevien teorioiden toimivuutta on paljon testattu. Vuonna 1995 ilmestyi artikkeli nimeltä ”What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, jonka kirjoittajina olivat Rajan ja Zingales. He tutkivat julkisesti noteerattujen yritysten rahoitusrakennepäätöksiä G-7 -maissa (USA, Japani, Saksa, Ranska, Italia, Iso-Britannia ja Kanada). Tutkimuksen mukaan rahoitusrakennepäätökset eivät eroa maiden välillä niin paljon kuin aiemmin oli oletettu. Ainoastaan yritykset Iso-Britanniassa ja Saksassa ovat huomattavasti kevyemmin velkaantuneita verrattuna yrityksiin muissa maissa. Yritykset USA:ssa, Iso-Britanniassa ja Kanadassa käyttävät ulkoisia rahoituslähteitä vähemmän kuin tulorahoitusta. USA:ssa yritykset turvautuvat ulkoisiin rahoituslähteisiin kaikkien vähiten. Päinvastoin Japanissa toimivat yritykset hankkivat pääomaa ulkoisia rahoituslähteitä käyttäen. Yritykset Saksassa, Ranskassa ja Italiassa käyttävät huomattavasti vähemmän ulkoisia rahoituslähteitä kuin yritykset Iso-Britanniassa tai Kanadassa. Toisin sanoen tutkimuksessa ei löydetty selvää eroa angloamerikkalaisten ja muiden maiden välillä. Tämä tutkimustulos herättää kysymyksen siitä, miksi sellaisissa maissa kuten USA ja Japani, joissa on paljon institutionaalisia eroja, yritysten velkaantumisaste keskimäärin on sama. Lisäksi, miksi maissa kuten USA ja Iso-Britannia, joiden pääomamarkkinat ovat samankaltaisia, keskimääräinen velkaantumisaste eroaa yritysten välillä.

Institutionaaliset erot eivät siis selitä kokonaan yritysten rahoitusrakennepäätöksiä. Sen sijaan kirjoittajien mielestä G-7 -maiden yritysten velkaantumisaste riippuu seuraavista tekijöistä:

1. Pysyvät vastaavat per vastaavaa yhteensä (tangibility). Yritykset, joilla tämä suhdeluku on korkea, ovat raskaammin velkaantuneita.
2. Markkina-arvo per kirjanpidollinen arvo. Yrityksillä, joilla tämä suhdeluku on korkea, velkaantumisasteet ovat matalat.

3. Yritysten koko. Isoilla yrityksillä velkaantumisasteet ovat korkeammat kuin pienillä yrityksillä.
4. Yritysten kannattavuus. Kannattavat yritykset käyttävät vähemmän velkarahoitusta kuin huonommin kannattavat yritykset.

Rajanin ja Zingalesin tutkimuksen tulokset tukevat sekä pecking order -teorian että tradeoff-teorian. Erityisesti kannattavuustekijä puoltaa pecking order -teoriaa, jonka mukaan hyvin kannattavat yritykset preferoivat tulorahoitusta. Toisaalta kiinteätä omaisuutta (tangible assets) on helppo asettaa vakuudeksi ja siten se vähentää velan aiheuttamia agenttikustannuksia. Tämä puolestaan tukee tradeoff-teoriaa. (Rajan, Zingales, 1439–1460)

Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt ja Maksimovich tutkivat puolestaan yritysten pääomarakennetta kehittyvissä maissa (Brasilia, Meksiko, Intia, Etelä-Korea, Jordania, Malesia, Pakistan, Thaimaa, Turkki ja Zimbabwe). Tutkimuksen kohteena olivat jokaisen maan sadan suurimman pörssiyrityksen tilinpäätökset vuosilta 1980–1990. Pienimmissä maissa, joista ei löytynyt sataa yritystä, aineiston muodosti pienempi otos. Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, eroavatko rahoitusrakennepäätökset merkittävästi kehittyvissä ja kehittyneissä maissa sekä vaikuttavatko rahoitusrakennepäätöksiin samat muuttujat kehittyvissä kuin kehittyneissä maissa. Tutkimusongelmana oli myös selvittää, parantaako tieto yrityksen kotimaasta yleisten rahoitusrakenne-teorioiden tuloksia. Tämä oli tutkijoiden mielestä erityisen mielenkiintoinen ja tärkeä kysymys, koska erilaiset maakohtaiset institutionaaliset tekijät, kuten veroaste ja liiketoimintariski saattavat johtaa eri maissa erilaisiin rahoitusrakennepäätöksiin. Tutkimuksessa selittävinä muuttujina olivat verotus, agenttikustannukset, taloudellisen ahdingon kustannukset ja asymmetrinen informaatio. Tutkimusmetodina käytettiin poikkileikkausregressioanalyysiä (cross-sectional regression). Tutkijat laajensivat Rajan ja Zingales mallia ottamalla mallin lisäparametreiksi veroasteen ja liiketoimintariskin.

Tutkijat päätyivät samaan tulokseen kuin Rajan ja Zingales siltä osin, että kannattavuuden ja velkaantumisen välillä vallitsee negatiivinen suhde. Tämä tulos saattaa tutkijoiden mielestä johtua siitä, että kannattavuuden merkitys liittyy vahvasti agenttiongelmiaan ja asymmetriseen informaatioon tutkittavissa maissa. Lisäksi tutkittavien maiden pääomamarkkinat ovat suhteellisen kehittymättömät, mikä selittää osaltaan saadun tuloksen. On myös mahdollista, että yritysten kannattavuus ja kasvumahdollisuudet ovat korreloituneita keskenään. Silloin negatiivinen riippuvuussuhde kannattavuuden ja velkaantumisen välillä tarkoittaa, että lainanotto aineettomien kasvumahdollisuuksien vastaan on hyvin vaikea. Booth ym. osoittivat myös, että yritykset, joiden taseessa on paljon aineellista omaisuutta (tangile assets) käyttävät paljon pitkäaikaista velkaa. Kokonaisuudessa, kun tarkastellaan sekä pitkäaikaisia että lyhytaikaisia lainoja, velkaantumisaste laskee. Tämä tulos on yhtenevä tradeoff-teorian kanssa taloudellisen ahdingon kustannusten osalta. Toisaalta tulos tukee myös pecking order -teoriaa asymmetrisen informaation aiheuttamien kustannusten osalta. Yleisesti tutkimuksen tulokset ovat yritysten koon, aineellisen omaisuuden ja kannattavuuden osalta yhteneviä Rajanin ja Zingalesin G-7 maissa saatujen tulosten kanssa. Rajanin ja Zingalesin tutkimuksesta poiketen tämän tutkimuksen tulos kannattavuuden osalta on saanut paljon enemmän empiiristä tukea.

Ensimmäisen tutkimusongelman osalta Booth ym. totesivat, että merkittävistä institutionaalista eroista maiden kesken huolimatta samat muuttujat vaikuttavat rahoitusrakennepäätösiin sekä kehittyvissä maissa että kehittyneissä maissa. Kuitenkin maakohtaiset tekijät, kuten BKT:n kasvuvauhti, inflaatio ja pääomamarkkinoiden kehitys vaikuttavat velkaantumisasteisiin eri maissa eri tavalla. Toiseen tutkimusongelmaan tutkijat saivat jokseenkin negatiivisen tuloksen. Tulosten mukaan, kun halutaan ennustaa yrityksen velan tasearvot, niin tieto yrityksen sijaintimaasta on yleensä vähintään yhtä informatiivinen kuin tieto tutkimuksessa käytettyjen muuttujien arvosta. Kun taas halutaan ennustaa velan markkina-arvot, niin muuttujien arvoilla on enemmän selitysvoimaa kuin yrityksen sijaintimaalla. Yleisesti tutkijat toteavat, että pääomarakennetta selittäville teorioilla on selitysvoimaa. (Booth ym. 83 – 119)

Shyam-Sunder ja Myers asettivat vuonna 1999 julkaistussa artikkelissa tradeoff-teorian ja pecking order -teorian vastakkain ja testasivat niiden selitysvoimaa. Heidän tulostensa mukaan pecking order -teoria mallintaa paremmin yritysten käyttäytymistä kuin tradeoff-teoria, koska yritykset rahoittavat odottamattomat menonsa useimmiten velalla. Tässäkin tutkimuksessa hyvin kannattavat yritykset käyttivät vähemmän velkarahoitusta kuin huonosti kannattavat. Shyam-Sunder ja Myers eivät kuitenkaan hylkää kokonaan tradeoff-teoriaa. He asettavat kyseenalaiseksi optimaalisen velkaantumistasen. Lisäksi kirjoittajat epäilevät pecking order -teorian soveltuvuutta yrityksiin, joilla on paljon kasvumahdollisuuksia ja investoivat paljon aineettomiin hyödykkeisiin. Toisaalta tässä tutkimuksessa käytetyn mallin heikkoutena on sen yksinkertaisuus. (Shyam-Sunder, Myers, 219–244)

Frank ja Goyal testasivat tutkimuksessaan pecking order -teorian soveltuvuutta käytäntöön. Tutkimusaineiston muodostivat vuodesta 1971 vuoteen 1998 julkisesti noteeratut amerikkalaiset yritykset. Tutkimuksen tulokset asettavat kyseenalaiseksi pecking order -teorian toimivuutta. Ensinnäkin tutkimuksessa mukana olevat yritykset käyttivät hyvin paljon ulkoista rahoitusta rahoituslähteenä, koska tulorahoitus oli useimmiten riittämätön investointien rahoittamiseen. Lisäksi oman pääoman käyttö rahoituslähteenä oli yleisempää kuin velkarahoituksen käyttö. (Frank, Goyal, 217–248)

Fama ja French tutkivat vuonna 2005 ilmestyneessä artikkelissa, miten usein ja missä olosuhteissa yritykset laskevat liikkeelle uusia ja ostavat takaisin omia osakkeita. Tutkimuksen tulokset poikkesivat Shyam-Sunder ja Myersin tuloksista. Tutkimusaineiston muodostivat vuosina 1973–2002 NYSE-, AMEX- ja Nasdaq -pörseissä noteeratut yritykset. Tutkimuksen tärkein tulos oli se, että yritykset eivät noudata pecking order -teorian mukaista rahoituslähteiden käyttöjärjestystä. Osakeanti oli hyvin yleinen rahoitusmuoto. Esimerkiksi vuosina 1973–1982 54 prosenttia yrityksistä laski liikkeelle uusia osakkeita joka vuosi, vuosina 1983–1992 vastaava luku oli 62 prosenttia ja vuosina 1993–2002 72 prosenttia. Noin 20 prosenttia kaikista yrityksistä lunasti takaisin omia osakkeita. Oman pääoma yleinen käyttäminen rahoituslähteenä johtuu osittain siitä, että osakeanti on mahdollista

toteuttaa pienin transaktiokustannuksin ja kohtuullisin asymmetrisestä informaatiosta joutuvien kustannuksien. Lisäksi tutkimus paljasti, että isot yritykset käyttäytyvät teorian vastaisesti useammin kuin pienet yritykset. (Fama, French, 549–582)

Pääomarakenne vaihtelee paljon toimialoittain. Velkaantumisasteet eri toimialoilla ovat keksimäärin samoja yli ajan. Esimerkiksi lääke- ja kemikaaliteollisuudessa sekä elektroniikkateollisuudessa toimivat yritykset ovat kevyesti velkaantuneita. Velkaantumisasteet ovat 3,1 prosenttia lääketeollisuudessa ja 11,1 prosenttia kemikaaliteollisuudessa. Sen sijaan rakennus-, paperi- ja perusmetalliteollisuudessa toimivilla yrityksillä velan suhde oman pääomaan on hyvin korkea. Vastaavat luvut ovat 61,5 prosenttia, 30,3 prosenttia ja 36,2 prosenttia. Tämä voidaan osittain selittää kasvu- ja investointimahdollisuuksilla. Yritykset, joiden kasvumahdollisuudet ovat rajalliset, käyttävät enemmän velkaa ja päinvastoin. Tämä tulos on yhtenevä tradeoff-teorian kanssa. (Ross, Westerfield, Jaffe, 451)

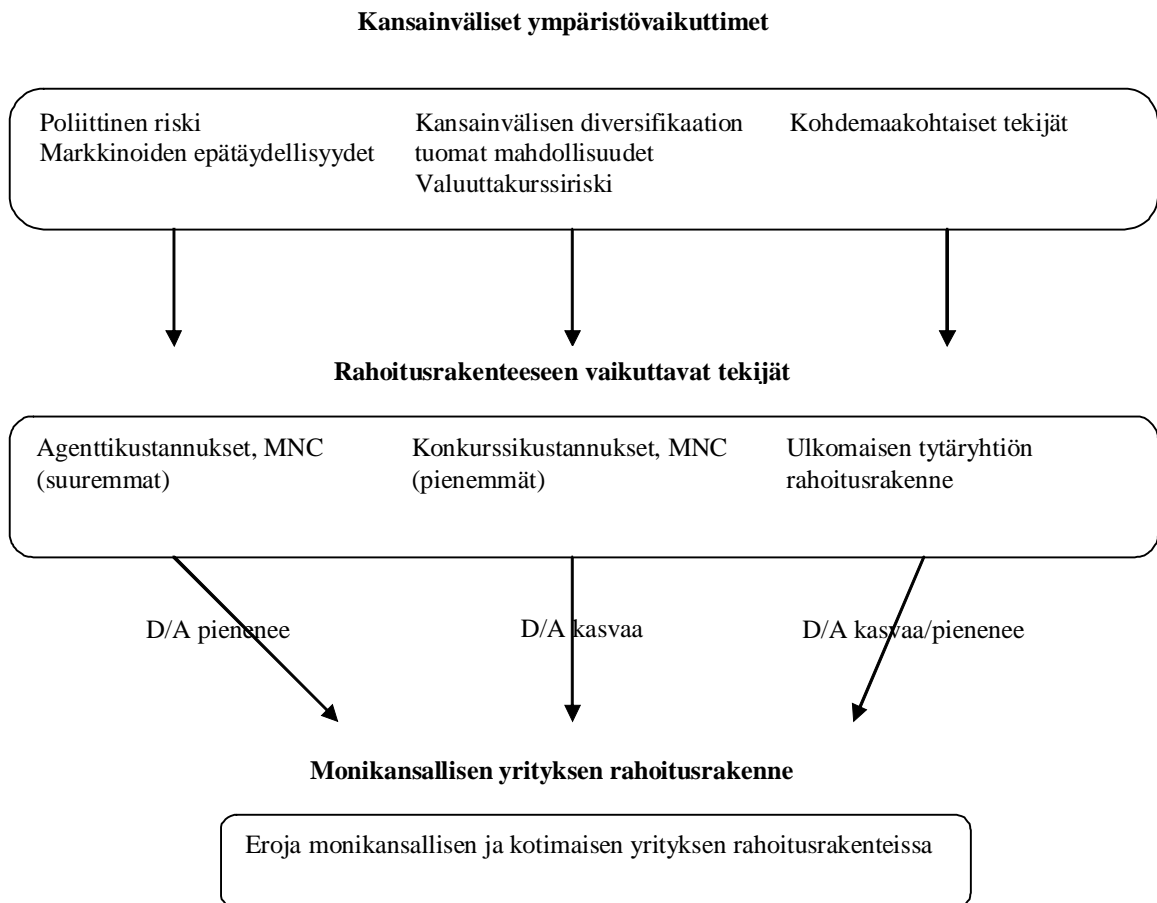
Grahamin ja Harveyn tekemän yritysten rahoitustoimintoja koskevan tutkimuksen mukaan 19 prosentilla tutkimukseen osallistuneista yrityksistä ei ollut optimaalista velkaantumisastetta, 37 prosenttia yrityksistä asettivat hyvin laajan vaihteluvälin velkaantumistavoitteelleen, 34 prosentilla velkaantumistavoite oli sidottu pieniin vaihteluväleihin ja vain 10 prosenttia kaikista tutkimukseen osallistuneista yrityksistä määrittivät tiukan velkaantumistavoitteen. (Graham, Harvey, 209–211)

Tarkasteltujen tutkimusten valossa molemmat rahoitusrakenneteoriat ovat yksinään riittämättömiä selittämään yritysten rahoituslähteiden valintaa. Kumpikaan teorioista ei ole saanut kiistämätöntä empiiristä tukea.

2.6 Monikansallisten yritysten rahoitusrakennepäätökset

Monikansallinen yritys toimii useassa eri markkinaympäristöissä ja siten altistuu lisätekijöille, joilla on vaikutusta yrityksen rahoituslähteiden valintaan. Lee ja Kwok (Lee, Kwok, 195–217) esittivät kuvion 3 mukaisen analyttisen viitekehyksen, jonka

avulla voidaan analysoida monikansallisen yrityksen pääomarakenteeseen vaikuttavia tekijöitä.



KUVIO 3. Analyttinen viitekehys. (Lee, Kwok, 200)

Viitekehyksessä kootaan yhteen rahoitusrakenteeseen vaikuttavat kansainväliset ympäristötekijät sekä yritysmaat ominaisuudet. Viitekehys kuvaa kolmen eri ryhmän muuttujia, jotka ohjaavat monikansallisen yrityksen rahoituslähteiden valintaa. Ensimmäisessä ryhmässä ovat kansainvälisen liiketoimintaympäristön määrittävät muuttujat kuten poliittinen riski, markkinoiden epätäydellisyydet eli investointeja rajoittavat tekijät ja kohdemaakohtaiset tekijät. Muuttujien ryhmä ei ole missään tapauksessa tyhjentävä, vaan liiketoimintaympäristössä saattaa esiintyä muitakin tekijöitä. Toisessa ryhmässä on esitetty sellaiset rahoitusrakenteivaikuttimet, jotka liittyvät enemmän yritysomaan ominaisuuksiin kuin

yrittäjien liiketoimintaympäristöön. Ryhmään kuuluvat koko monikansallista yritystä (MNC, multinational corporation) koskevat muuttajat kuten agentti- ja konkurssikustannukset sekä ulkomaisen tytäryhtiön rahoitusrakenteeseen vaikuttavat tekijät. Kansainväliset ympäristötekijät vaikuttavat rahoitusrakennetta määrittäviin tekijöihin, jotka puolestaan johtavat eroihin rahoitusrakenteissa kotimaisten ja monikansallisten yritysten välillä. Leen ja Kwokin mukaan siis markkinoiden epätäydellisyydet, jotka esiintyvät sekä kansainvälisessä toimintaympäristössä että yritysominaisuuksissa, eivät yksinään riitä selittämään monikansallisten yritysten rahoitusrakennepäätöksiä.

Perinteisen tradeoff-teorian mukaan monikansallisilla yrityksillä pitäisi olla korkeammat velkaantumistasot kuin vain kotimaassa toimivilla yrityksillä. Monikansallinen yritys toimii useassa eri maassa, joiden taloudet eivät ole täydellisesti korreloituneita. Yritys voi silloin hajauttaa liiketoiminnan riskit eri toimintaympäristöjen kesken, mistä johtuen tuottojen volatilitteetti on pienempi kuin kotimaisilla yrityksillä ja myös konkurssin todennäköisyys on pienempi. Tällä tavalla tasapainoon verohyötyjen ja konkurssikustannusten välillä ohjaavan perinteisen tradeoff-teorian mukaan monikansallisen yrityksen optimaalisen velkaantumistason on oltava suurempi kuin vastaavalla kotimaisella yrityksellä. Näin ei kuitenkaan tehtyjen empiiristen tutkimusten mukaan ole.

Lee ja Kwok tutkivat, eroavatko monikansalliset ja kotimaiset yritykset rahoitusrakenteiltaan toisistaan ja jos eroavat, niin mitkä tekijät aiheuttavat sen. He analysoivat kolme tärkeintä rahoitusrakennetta määrittävää tekijää: konkurssikustannukset, veroedut ja agenttikustannukset. Viitekehiksestä näkyy agenttikustannusten ja konkurssikustannusten vaikutus monikansallisen yrityksen rahoitusrakenteeseen. Monikansallisten yritysten kohtaamat agenttikustannukset ovat empiiristen tutkimusten mukaan isommat kuin itsenäisillä yrityksillä. Selityksenä tälle ovat kansainvälisten markkinoiden epätäydellisyydet, jotka luovat rajoitteita yritysten ulkomaisille investoinneille. Toimiminen kansainvälisesti on myös monimutkaisempaa kuin toimiminen pelkästään kotimaassa, mikä aikaansaa suuret valvonta- ja agenttien sitoutumiskustannukset. Erilaiset kirjanpito-standardit eri

maissa ja suuremmat tilitarkastuksen kustannukset myös nostavat monikansallisten yhtiöiden agenttikustannuksia. Suurempien agenttikustannusten vaikutuksesta monikansallisen yrityksen velkaantumisaste (D/A eli debt/assets) on pienempi kuin kotimaisilla yrityksillä. Konkurssikustannukset ovat sen sijaan pienimmät monikansallisella kuin kotimaisella yrityksellä. Toisaalta kun Lee ja Kwok huomioivat analyysissään yritysten koot, ero konkurssikustannusten suuruudessa monikansallisten ja kotimaisten yritysten välillä hävisi kokonaan. Tutkimuksen mukaan vastoin tradeoff-teorian tarjoamaa selitystä monikansalliset yhtiöt käyttävät vähemmän velanehtoista rahoitusta kuin kotimaiset yhtiöt. Kun tarkasteltavat yritykset jaettiin toimialoittain, tämä tulos ei kuitenkaan enää pitänyt. Toisin sanoen myös toimialakohtaisilla tekijöillä voitiin selittää monikansallisten ja kotimaisten yritysten eroja rahoitusrakenteissa. (Lee, Kwok 208–215)

Burgman (1996, 553–570) on puolestaan tutkinut sellaisten lisätekijöiden, kuten poliittisen riskin ja valuuttakurssien vaihtelujen, vaikutusta yritysten velkaantumis päätöksiin. Hän tarkasteli, onko systemaattisia eroja monikansallisten ja kotimaisten yhtiöiden rahoitusrakenteissa sekä onko olemassa puhtaasti kansainvälisiä tekijöitä, joiden avulla voidaan selittää monikansallisten yritysten rahoitusrakennepäätöksiä. Tutkimusaineiston muodostivat n. 900 amerikkalaista yritystä. Burgman sai tulokseksi, että monikansallisten yritysten velkaantumisasteet keskimäärin ovat paljon pienemmät kuin kotimaisten yritysten. Tulos on johdonmukainen Leen ja Kwokin (1988) saadun tuloksen kanssa. Kotimaiset yritykset ovat tutkimuksen mukaan alttiimpia valuuttakurssien vaihtelulle kuin monikansalliset yritykset. Tämä johtuu siitä, että puhtaasti kotimaisten yritysten on vaikeampaa kilpailla ulkomaisen yrityksen kanssa kotimaisilla markkinoilla, kun kotimaan valuutta on vahvistunut suhteessa ulkomaan valuuttaan. Tutkimus myös vahvisti Burgmanin hypoteesin, jonka mukaan on olemassa vain monikansallisille yrityksille ominaisia lisätekijöitä, jotka vaikuttavat yrityksen optimaaliseen rahoitusrakenteeseen. Siten perinteiset rahoitusrakenneteoriat ovat riittämättömiä monikansallisen yrityksen tapauksessa. Kun Burgman huomioi yritysten koot ja toimialan mahdolliset vaikutukset, monikansallisten yritysten velkaantumisasteet olivat edelleen pienemmät kuin kotimaisten yritysten. Tämäkin tulos on perinteisen

rahoitusteorian vastainen, mutta johdonmukainen Lee ja Kwokin päätelmän kanssa. Monikansallisen yrityksen tapauksessa optimaalinen rahoitusrakenne Burgmanin mukaan näyttää olevan sellainen, joka johtaa tasapainoon verohyötyjen ja agenttikustannusten eikä konkurssikustannusten välillä. Suuremmat agenttikustannukset voivat osin selittää alhaisemmat velkaantumisasteet monikansallisilla yrityksillä. Viimeiseksi Burgman testasi, mitkä muuttujat vaikuttavat monikansallisten yritysten rahoitusrakennepäätösiin. Poliittinen riski ja valuuttakurssiriskit olivat molemmat positiivisia ja tilastollisesti merkitseviä. Toisin sanoen poliittisella riskillä ja valuuttakurssiriskeillä on vaikutusta monikansallisten yritysten rahoituslähteiden valintaan ja rahoitusrakenteella voidaan suojautua näitä riskejä vastaan. (Burgman, 561–568)

2.7 Ulkomaanyksikön rahoitusrakennepäätökset

Kansainvälisen yrityksen tuotanto ja toiminta keskittyy suurimmaksi osaksi ulkomaille. Siten yritysten ulkomaanyksiköiden rahoitus muodostaa merkittävän osan konsernin koko rahoitusrakennetta. Taloustieteilijät eivät ole kuitenkaan yksimielisiä siitä, miten ulkomaanyksikön rahoitustoimet pitää organisoida. Ulkomaanyksiköllä on käytössään kolme vaihtoehtoa: se voi seurata paikallisten yritysten rahoitusnormeja, seurata tiukasti emoyhtiön rahoitusrakennetta tai tehdä omien rahoitustoimien koskevat päätökset itsenäisesti hyödyntäen paikallisten rahoitusmarkkinoiden tarjoamia mahdollisuuksia. (Lee, Kwok, 198–199)

Butlerin mukaan ulkomaisen tytäryhtiön rahoitusrakenne pitää sovittaa koko konsernin yleiseen rahoitusrakennetavoitteeseen ja yksittäisten ulkomaisten investointien rahoituspäätöksillä pitää pyrkiä koko konsernin pääomakustannusten minimointiin. Toisaalta vaikka pääomakustannusten minimointi on pääasiallinen tavoite ulkomaisia investointeja koskevissa rahoituspäätöksissä, kohdemaakohtaisille riskitekijöille on annettava enemmän painoa kuin kotimaisia investointeja suunniteltaessa. Rahoitusvaihtoehtojen pitää sopia paikallisten normien kanssa vähentääkseen ulkomaisten investointien aiheuttamia kustannuksia ja riskiä. Kun yritys noudattaa ulkomaanyksikkönsä rahoittamisessa maakohtaisia normeja,

rahoitusratkaisut hyväksytään paikallisilla rahoitusmarkkinoilla paremmin. Yksi mahdollinen tapa rahoittaa ulkomaisia investointiprojekteja on käyttää kohdemaavaluuttamääräistä lainaa tai omaa pääomaa. (Butler, 409).

Rahoitustoimien organisointitavoista Shapiro (1978, 216–218) suosittaa kustannusten minimointi -lähestymistapaa, jonka mukaan paikallisten rahoitusmarkkinoiden tarjoamien rahoitusvaihtoehtojen käyttäminen on paras vaihtoehto ulkomaanyrityksen kannalta. Ulkomaanyksikkö, jonka rahoitusrakenne on lähellä emoyritystensä rahoitusrakennetta voi menettää kannattavia mahdollisuuksia minimoida pääomakustannuksensa, koska se ei voi hyödyntää kaikkia tarjolla olevia rahoitusvaihtoehtoja. Toisaalta tilanteessa, jossa ulkomaanyksikön rahoitusrakenne on saatava emoyhtiönsä rahoitusrakennetta vastaavaksi, paikallisten rahoitusmarkkinoiden velanehtoisen pääoman käyttö voi tulla ulkomaanyksikölle hyvin kalliiksi, jos velan kustannukset ulkomaanyksikön sijaintimaassa ovat korkeat.

Buckleyn mukaan niin kauan kun yritys on valmis takaamaan ulkomaanyksikkönsä velat, ulkomaanyksiköllä ei ole itsenäistä rahoitusrakennetavoitetta, vaan ulkomaanyksikön velan suhteen omaan pääomaan on oltava sama kuin konsernilla. Tutkimusten mukaan useat monikansalliset yhtiöt antavat tytäryritystensä rahoitusrakenteille hyvin vähän painoa. Tällöin kolmas vaihtoehto eli paikallisten rahoitusmahdollisuuksien hyödyntäminen on paras rahoitusvaihtoehto ulkomaanyksikön kannalta. (Buckley, 471–472)

Rahoitustoiminnan organisointi ja päätöksenteko ovat siis yksi ulkomaanyksikön rahoituslähteiden valintaan vaikuttava tekijä. Jos ulkomaanyksikkö päättää rahoituksestaan itsenäisesti, sen saatavilla olevat rahoitusvaihtoehdot ovat rajoitetut. Edullisten lainaehtojen neuvottelemisen ilman emoyhtiötä saattaa olla hankalaa. Toisaalta, jos ulkomaanyksiköllä on hyvät suhteet paikallisiin rahoittajiin, niin se voi hankkia edullista rahoitusta ilman emoyhtiön myötävaikutustakin. Itsenäinen päätöksenteko mahdollistaa myös yksityiskohtaisempien rahoitusratkaisujen tekemisen. Jos taas ulkomaanyksiköllä ei ole itsenäistä päätäntävaltaa, vaan se toimii emoyhtiön ohjeiden mukaan, sillä on paremmat mahdollisuudet hankkia varoja

sisäisin rahoitusjärjestelyin. Muita ulkomaanyksiköiden rahoituslähteiden valintaan vaikuttavia tekijöitä yrityksen rahoitustoiminnan organisoiminnin ja päätöksenteon sekä yhteistyösuhteiden rahoittajiin ohella ovat Heikkilän mukaan paikallinen rahoitusympäristö, verotusympäristö ja maariski. (Heikkilä, 38–49)

Kirjallisuudessa rahoituslähteiden valintaa ohjaavat tekijät jaetaan sisäisiin ja ulkoisiin tekijöihin. Sisäisiä tekijöitä ovat yrityskohtaisia tekijöitä, kuten yrityksen koko, toiminnan luonne ja vakavaraisuus sekä konserniin kuuluvien yhtiöiden väliset omistussuhteet. Rahoitustoiminnan suunnittelu, organisointi ja päätöksenteko luetaan myös sisäisiin tekijöihin kuuluviksi. Äijön (1997, 141–144) mukaan yrityskohtaisten tekijöiden ohella kansainvälisessä rahoitussuunnittelussa tärkeiksi muodostuvat kansainvälisen rahoitussuunnittelun useista ympäristöön ja toiminnan luonteeseen liittyvistä tekijöistä johtuvat erityispiirteet. Näitä ovat poliittiset ja taloudelliset riskit, paikalliset pääomamarkkinat, valuuttakurssiriskit ja valuuttarajoitukset, verotukselliset erot ja ulkomaanyksikön sijaintimaan lainsäädäntö. Buckley (1992, 467–468) taas näkee tärkeäksi vähintään kolme tekijää, joilla on merkittävää vaikutusta kansainvälisen yrityksen ja sen ulkomaisen tytäryrityksen rahoituslähteiden valintaa koskevassa päätöksenteossa. Näitä ovat verotukselliset tekijät, poliittinen riski ja valuuttakurssiriski sekä mahdollisuus hyödyntää paikallisten rahoitusmarkkinoiden vääristymiä saadakseen pääomaa pienin kustannuksin. Nurmio on myös tutkinut yrityksen ulkomaisen tytäryhtiön rahoitukseen liittyviä ongelmia. Rahoituslähteiden valintaan vaikuttavia ulkoisia tekijöitä hänen mukaansa ovat ulkomaanyksikön sijaintimaan rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyys ja toimivuus, valuutta-, vero- ja yhtiölainsäädäntö sekä maan taloudelliset ja poliittiset olosuhteet. (Nurmio, 5-9)

Leen ja Kwokin (1988, 203–204) mukaan ulkomaanyksikön sijaintimaan maakohtaisilla tekijöillä on vaikutusta rahoituslähteiden valintaan, mutta vaikutus on kaksinsuuntainen. Sellaiset tekijät kuten poliittinen riski, valuuttakurssi- ja inflaatoriski aikaansaavat sen, että ulkomaanyksiköt käyttävät enemmän paikallista velanehtoista rahoitusta. Ulkomaanyksiköt turvautuvat paikalliseen lainarahoitukseen vähentääkseen poliittista riskiä ja inflaatoriskiä. Toisaalta rahoitusmarkkinoiden ja

pankkijärjestelmän kehittymättömyys rajoittaa ja hankaloittaa ulkomaanyksikön paikallista lainanottoa.

2.8 Riski ja sen vaikutus rahoituslähteiden valintaan

Riskiä voidaan määritellä mitattavissa olevana epävarmuutena tulevasta arvosta. Se kuuluu luonnollisena osana yrityksen liiketoimintaan. Kansainväliset yritykset kohtaavat eri riskejä kuin puhtaasti kotimaiset yritykset. Kansainvälisessä rahoitussuunnittelussa riski ja riskihallinta on sitä tärkeämpi, mitä laajempi ja monipuolisempi yrityksen kansainvälinen toiminta on. Riski vaikuttaa ulkomaanyksikön sijaintimaan paikallisiin olosuhteisiin ja sitä kautta yritysten rahoituspäätöksiin. (Äijö, 149)

Yritystoiminnan riskit voidaan luokitella monella eri tavalla. Äijö (1997, 149) luokittelee yritystoimintaa koskevat riskit alkuperänsä ja luonteensa mukaan kolmeen ryhmään: kaupalliset, taloudelliset ja poliittiset. Kaupallisilla riskeillä tarkoitetaan kaupankäynnissä esiintyviä ongelmia, kun taas taloudellisiin riskiin kuuluvat kaikki muut maan taloudellisesta tilanteesta johtuvat rahalliset vaikeudet. Poliittiset riskit kattavat menetyksiä, joita aiheuttavat odottamattomat muutokset poliittisessa tekijässä. Tämän määritelmän mukaan poliittisen riskin aiheuttajina ovat ainoastaan valtion toimet. Butler (2004, 357–363) määrittelee monikansalliselle yritykselle myös kolme, tosin sisältöihinsä nähden hieman erilaista pääasiallista riskiryhmää: maariski, poliittinen riski sekä taloudellinen riski. Maariski syntyy siitä, että investoinnin kohdemaan liiketoimintaympäristö muuttuu odottamattomasti. Silloin yrityksen arvo saattaa muuttua. Maariskille altistuminen johtaa entistä epävarmoihin tuotto-odotuksiin. Maariski voidaan jakaa makrotaloudellisiin ja mikrotaloudellisiin tekijöihin. Esimerkkinä makrotaloudellisista tekijöistä ovat odottamattomat muutokset kohdemaan raha- tai talouspolitiikassa, pankkijärjestelmässä, veroasteissa tai konkurssilainsäädännössä. Mikrotaloudelliset tekijät vaikuttavat toimiala-, yritys- tai projektitasolla.

Poliittinen riski on riski siitä, että kohdemaan hallitus muuttaa odottamattomasti lainsäädäntöä ja yritys joutuu toimimaan epäsuotuisassa ympäristössä. Poliittinen riski viittaa kohdemaan hallintojärjestelmän epävakaisuuteen. Monikansalliset yritykset altistuvat ainakin osittain poliittiselle riskille, koska yritysten tavoitteet eroavat kohdemaan hallituksen tavoitteista. Yritys on vastuussa toiminnastaan osakkeenomistajilleen, velkojilleen, työntekijöilleen, asiakkailleen jne. Hallitus sen sijaan ajaa kansalaisten ja koko yhteisön etua. Tavoitteiden erilaisuus synnyttää ristiriidan kohdemaan hallituksen ja monikansallisen yhtiön välille. Poliittisen riskin osatekijöitä ovat mm. verotus, tariffit, viranomaisten pakkolunastukset, kansallistaminen, lainsäädäntö ja protektionismi. Kaikki nämä tekijät ovat seurausta lainsäädännöstä ja valtion toimista. Poliittinen riski voi olla myös alkuperältään laiton, jonka aiheuttaja on jokin muu tekijä kuin valtio ja lainsäädäntö. Terrorismi, korruptio, kansallissota tai muu poikkeustila ovat esimerkkejä laittomista poliittisistä riskeistä.

Taloudellinen riski viittaa yleisesti kohdemaan taloudessa yllättäen tapahtuviin muutoksiin. Taloudellisen riskin makrotaloudellisia osatekijöitä ovat mm. valuuttakurssit, korot, inflaatio ja kauppataase. Mikrotaloudellisiin tekijöihin kuuluvat mm. sopimusten mitätöinti kohdemaan hallituksen toimesta, pääomaliikkeiden kontrollointi ja maksujen viivästyminen.

Monissa tutkimuksissa poliittista riskiä pidetään yhtenä kansainvälisen yrityksen rahoitusrakennepäätöksiin merkittävästi vaikuttavana tekijänä. Buckleyn (1992, 467–473) mukaan poliittinen riski on yksi kolmesta monikansallisen yrityksen rahoitustoimintoja ohjaavasta tekijästä. Yrityksen ulkomaanyksikön rahoituspäätösten yhteydessä on otettava huomioon erityisesti takavarikoinnin riski (confiscation risk), kauppapoliittinen riski (commercial political risk) sekä taloudellispoliittinen riski (financial political risk). Rahoitusrakennepäätökset ovat Buckleyn mukaan yksi mahdollinen keino vähentää näiden riskien mahdolliset negatiiviset vaikutukset. Vaikka takavarikoinnin riskille altistumisen todennäköisyys on kehittyneissä teollisuusmaissa paljon pienempi kuin kehittyvissä maissa, se on silti olemassa. Minimoidakseen takavarikoinnin riskiä rahoituksellisin keinoin

yrityksen täytyy turvautua paikalliseen pääomarahoitukseen, käyttää konsernin sisäisiä rahoituslähteitä mahdollisimman vähän ja välttää emotakausta. Silloin, jos tytäryhtiön takavarikointi uhkaa, kohdemaan hallitus ottaa haltuun tytäryrityksen varojen ja omaisuuden lisäksi myös sen velat ja velvoitteet. Kauppapoliittinen riski voi koskea kotimaisia kuin ulkomaisia yrityksiä yhtä aikaa. Se voi esiintyä myös ainoastaan ulkomaisiin yrityksiin kohdistuvissa valtion toimissa, kuten avustusten ja tukien myöntämisessä vain paikallisomisteisille yrityksille, rajoittaa ulkomaisten yritysten pääsyä raaka-aineisiin jne. Riskin välttämiseksi ulkomaisten yritysten on hankittava rahoitusta paikallisilta markkinoilta oman pääoman ehdoin. Taloudellispoliittinen riski esiintyy mm. rajoitteina paikallisille rahoitusmarkkinoille pääsyyn sekä pääoman ja osinkojen kotiuttamiseen. Rahoitusstrategiat näiden rajoitteiden voittamiseksi eivät ole Buckleyn mukaan aina helposti käytettävissä. Osinkojen kotiuttamiseen liittyvien rajoitteiden takia konsernin sisäiset lainat sekä muualta kuin paikallisilta rahoitusmarkkinoilta hankittu velkarahoitus ovat suositeltavat rahoituslähteet. Brealeyn ja Myersin mukaan (2000, 773) kansainvälisiä yrityksiä arvostellaan usein niiden siirtäessä varojaan ulkomaanyksiköidensä toimintamaista emoyhtiön sijaintimaahan. Tämä johtaa siihen, että ulkomaanyksikön sijaintimaan valtio pyrkii lainsäädännöllisin keinoin rajoittamaan yrityksen varojen ja osinkojen kotiuttamista. Koska korkomaksut ovat harvemmin ankarien rajoitteiden kohteena, yritys voi tämän riskin pienentämiseksi rahoittaa ulkomaanyksikkönsä lainana. Lisäksi rojalit ja lisenssimaksut ovat vähemmän alttiimpia poliittiselle riskille kuin osingot ja pääoman sijoitukset. Siirtohinnoittelu ja maksuaikoihin liittyvät järjestelyt ovat muita rahoituksellisia keinoja poliittisen riskin vähentämiseksi. Butler (2004, 409) pitää pakkolunastustoimenpiteiden riskiä todellisena uhkana ulkomaisten yritysten toiminnalle. Riskille altistuminen on suurimmillaan, kun kansainvälinen yritys epäonnistuu sovittamaan toimintaansa ja projektejaan paikallisiin normeihin. Riskille altistumisen vähentämiseksi Butler suosittaa paikallisen pääomarahoituksen käyttöä. Silloin pakkolunastustoimenpiteiden riskin seuraukset ja todennäköisyys pienenevät. Maanriskin osatekijät vaikuttavat monikansallisten yritysten rahoitusstrategioihin esimerkiksi rajoittamalla pääomaliikkeitä ja liiketoimintaa. Valuuttasäännöstely on yksi maanriskin osatekijöistä. Se saattaa hankaloittaa merkittävästi ulkomaanyksikön

ja emoyhtiön välisiä pääomaliikkeitä. Tällöin yritykset eivät voi enää käyttää konsernin sisäisiä rahoituslähteitä ja ovatkin pakotettuja käyttämään paikallista rahoitusta. Korkean maariskin maissa yrityksen kannattaa Maduran (1995, 554) mukaan käyttää vierasta pääomaa paikallisilta rahoittajilta. Silloin vieraan pääomanehtoinen rahoitus sitoo yrityksen ja rahoituslaitoksen intressit yhteen ja siten edistää yrityksen toimintaa. (Heikkilä, 42–49)

Maan taloudellinen ja poliittinen tilanne vaikuttaa sekä välittömästi että välillisesti yrityksen rahoitustoimintoja koskeviin päätöksiin. Esimerkiksi maan inflaatio ja korkotaso vaikuttavat välittömästi rahoituksen saatavuuteen ja sen kustannuksiin. Inflaation ja korkotason kehitys riippuu suoraan koko talouden kehityksestä. Kansainvälisesti toimivan yrityksen liiketoimintaan liittyy aina valuuttakurssivaihteluista aiheutuva valuuttakurssiriski, koska ulkomaanyksiköt toimivat sijaintimaan valuutassa ja osaksi myös muissa valuutoissa. Valuuttakurssien muutokset aiheuttavat täten emoyhtiölle ja sen ulkomaanyksikölle erilaisia riskejä. Wernerin ja Brouthersin (1996, 572) mukaan valuuttakurssiriski on jopa yleisin riski, jota yritys kohtaa kansainvälisillä markkinoilla. Valuuttakurssit määräytyvät markkinoilla kysynnän ja tarjonnan perusteella. Valuuttakurssien kehitykseen vaikuttavat mm. maan taloudellinen kehitys, inflaatio, korkopolitiikka sekä poliittiset ja psykologiset tekijät, kuten odotukset. Valuuttakurssiriskit jaetaan kolmeen päätyyppiin: transaktioriskiin (transaction exposure), translaatoriskiin (translation exposure) sekä taloudelliseen riskiin (economic exposure). Transaktioriski kohdistuu tuleviin kassaan- ja kassastamaksuihin. Se syntyy, kun yhtiön velat ja saamiset ovat eri valuutassa. Valuuttakurssit määrittävät valuuttamääräisten erien lopullisen suuruuden, jolloin velat ja saamiset saattavat olla eri suuret. Translaatoriski on puhtaasti kirjanpidollinen riski. Se syntyy, kun ulkomaanyksikön tilinpäätöstiedot raportoidaan kotimaan valuutassa. Tilinpäätöksessä näkyvät valuuttakurssivoitot ja -tappiot syntyvät translaatoriskin vaikutuksesta. Taloudellinen riski ei näy suoraan taseesta, mutta se vaikuttaa välittömästi koko yrityksen arvoon. (Buckley, 121–128)

Valuuttakurssiriskejä vastaan voidaan suojautua erilaisilla suojausmenetelmillä. Suojausmenetelmät voidaan jakaa operatiivisiin eli sisäisiin suojauksiin ja finanssisuojauksiin eli ulkoisiin suojauksiin. Netting ja valuuttalainat ovat

esimerkkejä sisäisistä suojausmenetelmistä. Nettingillä tarkoitetaan menetelmää, jonka mukaan kahden tai jopa useamman konserniin kuuluvien yhtiöiden keskinäiset saamiset ja velat kuitataan keskenään ja ainoastaan nettovelallinen maksaa velan. Menetelmän soveltamisen edellytyksenä on se, että yhtiöiden sijaintimaiden valuuttamääräykset sallivat tämän. (Nurmio, 123) Ulkoisiin suojausmenetelmiin kuuluvat mm. valuuttatermiinit, -futuurit ja optiot. Transaktioriskin tapauksessa, jos emo- ja tytäryrityksen väliset transaktiot toteutetaan tytäryhtiön valuutassa, emoyhtiö kantaa koko transaktioriskin. Yksi mahdollinen suojauskeino on valuuttatermiinien käyttö. Translaatoriskiä vastaan voidaan esimerkiksi suojautua käyttämällä termiinejä ja paikallista pitkäaikaista velanehtoista rahoitusta. Myös konsernin sisäisillä järjestelyillä, kuten siirtohintamenettelyllä ja nettingillä voidaan jossain määrin vaikuttaa riskin määrään. Lainsäädännöllä voidaan kuitenkin rajoittaa näiden menettelyjen käyttöä. (Niskanen, Niskanen, 404–405)

Kohdemaan valuutassa otettu laina on yleisin suojautumisinstrumentti valuuttakurssiriskiä vastaan. Se toimii ikään kuin luonnollisena suojautumiskeinona. Valuuttamääräisen lainan käyttäminen suojautumismekanismina on usein hyvin edullista, mikä lisää sen suosiota yritysten kesken. Grahamin ja Harveyn tutkimuksen mukaan 31 prosenttia kaikista tutkimuksessa mukana olevista yrityksistä suunnitteli käyttävänsä valuuttamääräistä lainaa, koska se tarjoaa luonnollisen suojan valuuttakurssiriskiä vastaan. (Graham, Harvey, 228).

Valuuttakurssit aiheuttavat tuottojen heilahtelua, minkä johdosta konsernin sisäisen rahoituksen tuotot pienenevät. Yritys voi tällöin Maduran (1995, 554) mukaan rahoittaa ulkomaanyksikköä paikallisella velkarahoituksella, jolloin tuotot ja korkokulut ovat samassa valuutassa. (Heikkilä, 42–43)

3. Investointi- ja rahoitusmahdollisuudet Venäjällä

3.1 Venäjän taloudellinen ja poliittinen tilanne

Venäjän viime vuosien taloudellinen kehitys on ollut suhteellisen vakaa. (taulukko 1). Talous on kasvanut tasaisesti vuonna 1998 tapahtuneen devalvaation jälkeen. Devalvaation johdosta tuotantokustannukset pysyivät maltillisina, mikä johti tuotannon ja tuottavuuden kasvuun. Kasvua ovat myös viime vuosina edistäneet devalvaation lisäksi öljyn ja raaka-aineiden korkeat hinnat kansainvälisillä markkinoilla. Korkea öljyn hinta vaikuttaa talouteen kaikilla tasoilla. Toisaalta öljytulot kasvattavat valuuttavarannot, mutta samalla hallituksen on vaikea hillitä rahan määrän kasvua taloudessa. Vuonna 2004 bruttokansantuote kasvoi tilastojen mukaan markkinahinnoin 7,2 prosenttia edellisvuoteen verrattuna ja vuonna 2005 se kasvoi alustavien tietojen mukaan hieman yli 6 prosenttia edellisvuodesta. Kasvun hiipuminen johtui viennin ja pääomainvestointien kasvun hidastumisesta. Venäjän Federaation kauppaja- ja talouskehitysministeriön talousarvioiden mukaan bruttokansantuotteen kasvun lievä hidastuminen jatkuu myös seuraavina vuosina. Venäjän voimakas riippuvuus öljyn ja muiden raaka-aineiden hintojen kehityksestä saattaa rajoittaa talouden myönteistä kehitystä. Pysyvän kasvun turvaamiseksi Venäjän pitää panostaa muiden sektoreiden kuin energiasektorin kehittämiseen ja tukemiseen sekä luoda terveet puitteet investointitoiminnalle.

TAULUKKO 1. Venäjän talouskehitystä kuvaavia tunnuslukuja (Lähde: FINPRO)

	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e
BKT (mrd.USD)	345	430	581	764	945	1097
BKT:n kasvu %	4,7	7,3	7,2	6,4	6,1	5,7
BKT/capita (USD)	2380	2970	4040	5340	6610	7710
Työttömyysaste %	8	8,5	7,8	7,7	7	6,7
Inflaatio %	15	11,9	11,7	10,9	10,2	9,6
Investoinnit kiinteään pääomaan (muutos %)	2,8	10,4	10,8	10,5	10	10,4
Yksityinen kulutus (muutos %)	8,3	6	10,5	10,9	10,7	10
Teollisuustuotanto (kasvu %)	3,7	7	6,1	4	4,5	4
Vaihtotaseen ylijäämä (% BKT:sta)	8,4	8,3	10,4	11	10,1	8,1

Talouden kasvusta huolimatta inflaatio on ollut supistumassa. Inflaatiiovauhti on kuitenkin ylittänyt hallituksen tavoitteita. Vuonna 2003 Venäjän keskuspankin tilastojen mukaan kuluttajahintaindeksin nousuvauhti oli n. 12 prosenttia ja tuottajahintaindeksin 13 prosenttia. Vuonna 2004 kuluttajahintaindeksi kasvoi 11,7 prosenttia, vaikka hallituksen tavoitteena oli 10 prosentin kasvuvauhti. Tuottajahintaindeksi kasvoi huomattavasti enemmän, noin 28 prosenttia. Vuoden 2005 inflaatiiovauhti on alustavien tietojen mukaan ollut n. 11 prosenttia. Talouden kasvu ja inflaation supistuminen nostivat luottamusta Venäjän valuuttaan. Ruplan kurssi on pysynyt suhteellisen vakaana euroon ja dollariin nähden.

Öljyn vienti ja maan ylijäämäiset budjetit näkyvät ulkomaisen velan hoidossa. Venäjän velkataakka on vähentynyt huomattavasti. Vielä vuonna 1999 ulkomainen velka oli n. 90 prosenttia bruttokansantuotteesta, kun taas vuoteen 2004 mennessä se supistui n. 20 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Maan luottokelpoisuuden parantuessa venäläisten yritysten ulkomaiset lainat kasvavat. Vuoden 2005 alussa yritysten ulkomaiset lainat olivat puolet maan koko ulkoisesta velasta. Tällainen tilanne on merkki investointibuumista, mutta toisaalta se on myös merkki maan oman rahoitusjärjestelmän kehittymättömyydestä. Yritysten investointihalukkuus on talouden kehityksen kannalta hyvin tärkeä tekijä. Kiinteät investoinnit ovat kasvaneet. Viimeisen neljän vuoden aikana investoinnit kiinteään pääomaan ovat kasvaneet keskimäärin noin 10 prosentin vuosivauhdilla. Kiinteiden investointien lisäksi ulkomaiset investoinnit Venäjälle kasvoivat merkittävästi. Vuonna 2005 ulkomaiset investoinnit kasvoivat 32,4 prosenttia edellisvuoden arvosta. Pääosin ulkomaiset investoinnit ovat suuntautuneet pääkaupunkiseudulle. Toimialoittain tarkasteltuna suurin osa ulkomaisia investointeja on suuntautunut teollisuuteen, polttoaineteollisuuden ja metallurgian ollessa suurimpina investointikohteina. Myös väestön parantunut elintaso ja lisääntynyt ostovoima ovat edistäneet Venäjän talouden kasvua. Myönteisestä kehityksestä huolimatta vakaana sijoituskohteena Venäjä on kaukana länsimaisista markkinoista. Tästä kertovat kansainväliset luotto- ja riskiluokitukset. Venäjän myönteinen kehitys ja kasvu voivat öljyn korkean hinnan ohella johtua myös siitä, että maan lähtötaso on ollut matala.

Ulkomaisten investojien kannalta keskeistä on toimintaympäristön vakaus, mikä tarkoittaa myös poliittista vakautta. Venäjän poliittiset olot ovat viime vuosina vakiintuneet, mutta negatiivista poliittisessa kehityksessä on ollut valtion kiristystä puuttuminen elinkeinoelämään monillakin aloilla. Vaikka valtion kehitystavoitteena on pitkään ollut kilpailun edistäminen Venäjällä, se on toiminut päinvastaiseen suuntaan. Jukosin tapaus osoitti, että Venäjän poliittiseen kehitykseen sisältyy paljon riskitekijöitä. Vallan keskittyminen yhteen tahoon edistää korruption kasvua ja rajoittaa yritysten toimintaedellytyksiä. (Venäjän Keskuspankki, valtiollinen tilastokomitea, talouskehityksen ja kaupan ministeriö, Investoinnit ja investointiedellytykset Venäjällä, 17–22)

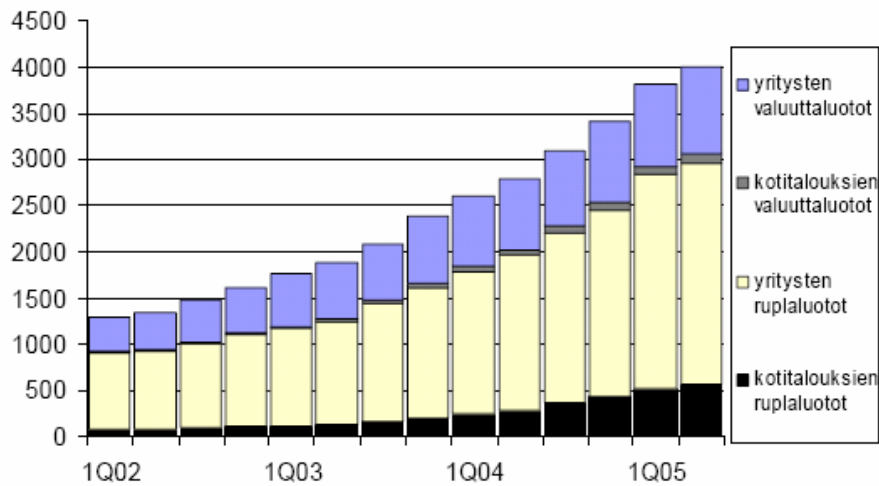
3.2 Rahoitus- ja pankkisektorin kehitys

Venäjän rahoitusmarkkinoiden keskeisin piirre on pieni koko maan kansantalouden kokoon nähden. Koko pankkisektorin taseen loppusumma oli vuonna 2005 vain noin 43 prosenttia maan bruttokansantuotteesta, mikä on kansainvälisesti hyvin vaatimatonta. Esimerkiksi vastaava luku Suomessa on 135 prosenttia ja Saksassa 300 prosenttia. Toisaalta pankkisektori on kasvanut viime vuosina huomattavan nopeasti. Sektorin tase on lähes viisinkertaistunut vuosien 2000–2005 kuluessa.

Pankkisektorin pääoma ja taseet ovat keskittyneet muutamien suurten pankkien käsiin. Venäjän kymmenen suurimman pankin tase vastaa 50 prosenttia koko sektorin taseesta ja pääoma vastaa lähes 40 prosenttia koko sektorin pääomasta. Maan suurin pankki on Venäjän keskuspankin omistama Sberbank, jonka monopoliasema on säilynyt neuvostoajoilta. Se ottaa vastaan lähes kaksi kolmas osaa kotitalouksien kaikista talletuksista.

Luotonanto on viime vuosina kiihtynyt huomattavasti (kuvio 4). Vuoden 2005 alussa luotot muodostivat n. 45 prosenttia pankkien taseen arvosta. Yritysten luoton ovat noin 70 prosenttia kaikista luotoista, joista lähes 40 prosenttia ovat pitkänaikaisia luottoja. Pankkiluottojen jyrkästä kasvusta huolimatta luottoja käytetään

rahoituslähteenä suhteellisen vähän ja investoinnit rahoitetaan paljolti yritysten omista varoista.



Kuvio 4. Luottojen kehitys. (Lähde: Mahlamäki)

Talletusten korot ovat olleet inflaatioon nähden matalat, sen sijaan luottojen korot on pidetty paljon korkeampina. Yritysluottojen keskimääräinen korko on ollut vuosina 2002–2004 12–14 prosenttia, mikä vastaa melko hyvin inflaatiovauhtia. Dollariluottojen korot ovat olleet noin 10 prosentin tuntumassa, eli reaalisesti hyvin korkeita, koska dollarin inflaation on ollut 1-2 prosenttia.

Pankkisektorin kasvua ovat kuitenkin rajoittaneet useat tekijät, joista suurimpia ongelmia on ollut ulkomaisten pankkien toiminnan rajoittaminen, monimutkainen lainsäädäntö sekä pankkien valvonnan puutteellisuus. Ulkomainen pankki ei saa perustaa maahan sivukonttoreita, vaan sen on perustettava tytäryhtiö. Vuoden 2005 alussa Venäjällä oli vain 36 kokonaan ulkomaisomisteista pankkia.

Politiikan ja talouden epävarmuudet korostuvat rahoitusmarkkinoilla, mikä heijastuu välittömästi rahan hintaan. Riskit näkyvät riskipreemioissa eli korkeissa koroissa ja osakkeiden suurena tuottovaatimuksena. Vielä vuonna 2001 Venäjän dollariluottojen pitkä korko oli noin 10 prosenttiyksikköä yli Yhdysvaltain maksaman koron. Vuonna 2004 riskipremio on laskenut huomattavasti noin kahteen prosenttiyksikköön.

Kuitenkin Jukosin tapaus nosti sitä hieman. Rahoitusmarkkinoiden toinen ongelma on rahoitusvaateiden lyhyys. Pankkien talletukset ja luotot ovat pääosin lyhytaikaisia. Koska pitkäaikaista kotimaista rahoitusta ei ole riittävästi, investointitoiminta saattaa muodostua suhteellisen tehottomaksi. Suuret venäläiset yritykset voivat lainata kansainvälisiltä markkinoilta, mikä ei ole aina mahdollista pienten ja keskisuurten yritysten kohdalla. Lainojen lyhyt maturiteetti nostaa myös rahoitukseen liittyviä rahoitus- ja korkoriskejä. (Korhonen 2004; Mahlamäki 2005)

3.3 Investointitoiminnan ja rahoitustoimintojen puitteet Venäjällä

3.3.1 Liiketoiminnan lainsäädännöllinen perusta

Venäjän lainsäädännön vaikutus maan investointiedellytyksiin ja rahoituspäätöksiin on suuri. Investointiprojektia suunniteltaessa ulkomaisen yrityksen on otettava huomioon investointitoimintaa säätelevää lainsäädäntöä. Venäjän kansallista lainsäädäntöä on viime vuosien ajan kehitetty ja täydennetty merkittävästi. Liiketoiminnan kannalta merkittävimmät lainsäädännölliset muutokset ovat koskeneet verotusta, omistus- ja hallintaoikeuksia sekä työlainsäädäntöä. Ulkomaisten oikeushenkilöiden asemasta Venäjällä on säädelty lainsäädännössä ja erikoislainsäädännössä sekä kansainvälisissä sopimuksissa, joilla on lainsäädäntöä ylempi juridinen voima.

Ulkomaisten investointien oikeudellinen sääntely tapahtuu erikoislainsäädännön pohjalta. Ulkomaisten investoijien ja ulkomaisella pääomalla perustettujen yritysten toimintaperiaatteita ja -edellytyksiä säätelee federatiivinen laki ulkomaisista investoinneista Nro 160-Φ3. Ulkomaisella investoijalla on periaatteessa samat oikeudet kuin kotimaisella investoijallakin. Ulkomaiselle investoijalle on taattu mm. mahdollisuus suorittaa investointeja Venäjällä eri muodoissa, ostaa maatontteja, luonnonvaroja ja kiinteistöä sekä kotiuttaa esteettä Venäjän ulkopuolelle voittoaanon verojen ja erilaisten pakollisten maksujen suorittamisen jälkeen. Ulkomainen

investoija saa myös osallistua privatisointiin lain suomilla ehdoilla. Kansallistaminen ja pakkoluovutus ovat luvallisia vain siinä tapauksessa, jos laki sallii sen ja siitä maksetaan lain määräämä korvaus. Lain lisäksi ulkomaisiin investointeihin sovelletaan joitakin verolainsäädännön, maaperälain ym. lakien sovelluksia. (Suomalaisten yritysten toimintamuodot Venäjällä, www.finpro.fi)

Venäjällä on useita investointitoimintaa säänteleviä lakeja, joiden avulla pyritään vahvistamaan investoijien oikeuksia. Esimerkiksi investoijan asemaa heikentäviä ja oikeuksia rajoittavia lakeja säädettyä niiden voimaantulo siirretään vähintään vuodeksi eteenpäin lain julkaisemisesta. Samoin on olemassa ns. ”isoisän ehto”, joka suojaa ulkomaista investoijaa. Ehdon mukaan mikäli säädetään uusia investointiehtoja heikentäviä säädöksiä verrattuna investointiprojektin rahoituksen alkuvaiheeseen, säädösten voimaansaattaminen investointiprojektin osalta siirretään kunnes investointi on maksanut itsensä takaisin. Ehtoa sovelletaan ulkomaista pääomaa omaaviin yrityksiin, joissa ulkomaisen investoinnin osuus on yli 25 prosenttia tai yrityksiin, jotka toteuttavat prioriteettikohteita. (Investoinnit ja investointiedellytykset Venäjällä, 63–65)

Vaikka ulkomaisen investoijan oikeuksia pyritään suojamaan ja vahvistamaan, Venäjän lainsäädännöstä löytyy useita yleisiä investointisäädösten rajoituksia. Rajoitukset löytyvät mm. arvomarkkinalainsäädännöstä, maanomistukseen liittyvästä lainsäädännöstä ja vakuutuslaista.

3.3.2 Yritys-, verotus- ja valuuttalainsäädäntö

Yritysten rahoitustoiminnon ulkoiset edellytykset riippuvat paljon yritysten sijaintimaiden verotus- sekä yhtiölainsäädännöstä. Yrityslainsäädäntö vaikuttaa merkittävästi ulkomaanyksikön rahan hankintaa ja alloikointia koskeviin päätöksiin. Yrityslainsäädännössä säädellään mm. yrityksen ulkomaanyksikön oman pääoman muotoja ja määrää sekä ulkomaanyksikön voiton käyttämistä. (Nurmio, 5-8) Venäjän

yritys- ja verolainsäädäntö on kehittynyt merkittävästi viimeisen vuosikymmenen ajan.

Liikeryitykset Venäjällä ovat pääosin rajavastuuyhtiöitä (OOO) sekä suljettuja (ZAO) ja avoimia (OAO) osakeyhtiöitä. Avoimen ja suljetun osakeyhtiön ero on lähinnä yhtiön osakkeiden oston ja myynnin järjestyksessä, osakkeiden merkinnässä ja osakkaiden määrässä sekä muissa rekisteröintiin ja hallintoon liittyvissä asioissa. Verotuksen kannalta yhtiömuodoissa ei ole merkittäviä eroja. Yleisimpiä ovat rajavastuuyhtiö sekä suljettu osakeyhtiö. Kumpikin vastaa limited liability company -yhtiömuotoa. Rajavastuuyhtiössä ei muodollisesti ole osakkeita eikä siltä vaadita yhtä paljon julkista raportointia verrattuna osakeyhtiöön. Se sopii hyvin pienten ja keskisuurten yritysten liiketoiminnalle. Avoimet osakeyhtiöt vastaavat toimintaperiaatteiltaan länsimaisia osakeyhtiöitä. Kuitenkin julkiseen raportointiin, liiketoiminnan läpinäkyvyyteen ja taloudelliseen tilaan liittyvät vaatimukset eivät vastaa länsimäisiä normeja. Avoimien osakeyhtiöiden toimintaa sääteleviä lakeja on tehostettava jatkossa. (Investoinnit ja investointiedellytykset Venäjällä, 67–69) Eräät toimintamuodot, kuten tuotannollisen toiminnan harjoittaminen edellyttävät tytäryhtiön perustamista Venäjälle. Ulkomaalaisten yleisimmin perustamat yritykset ovat joko suljettuja osakeyhtiöitä tai rajavastuuyhtiöitä.

Verotusta pidetään yhtenä tärkeimpänä velan ja oman pääoman suhteeseen vaikuttavana tekijänä. Kansainvälisen yrityksen ulkomaanyksikköön kohdistuu sen sijaintimaan paikallinen verotuslainsäädäntö. Verojen vaikutus investointiin riippuu yrityksen sijaintimaan verokannan suuruudesta ja verotettavasta tuloksesta. Merkittävin vero yrityksen kannalta on tulovero. Muita merkittäviä konserniin kuuluvia yrityksiä rasittavia veroja ovat mm. arvonlisävero, omaisuus- ja varallisuusvero, lähdevero sekä erilaiset veronluonteiset maksut. (Nurmio, 7) Venäjällä on tapahtunut merkittäviä verouudistuksia, jotka koskevat sekä yksityistä verotusta sekä yritysverotusta, ja uudistuksia on meneillään vieläkin. Yritysverotuksen kohdalla uudet säännökset astuivat voimaan 1. tammikuuta 2002. Uudistusten tarkoituksena on taata yritysten toimintaympäristölle vakaan pohjan. Federaation tasolla perittäviä veroja ovat mm. arvonlisävero, yhteisöjen voittovero,

henkilökohtainen tulovero ja valmistevero. Tämän lisäksi peritään myös paikallisia veroja. Investointihankkeen kannalta tärkeimpiä ovat federaation tason verot.

Arvonlisävero on Venäjällä enintään 18 prosenttia ja henkilöiden tulovero on 13 prosenttia. Yhtiöveron peruskanta on 24 prosenttia, josta liittovaltioveroa on maksettava 6,5 prosenttia ja alueellisilla tasoilla peritään 17,5 prosenttia veroa. Alueellinen hallinto voi pienentää verokantaa 13,5 prosenttiin, jolloin yhtiövero on 20 prosenttia. Yleisesti lievästä verotuksesta poikkeuksena on varallisuusvero, joka muodostaa 2,5 prosenttia, mikä on eurooppalaiseen tasoon nähden suuri määrä. Korkea varallisuusvero on esteenä suurilla investoinneilla vaativien ja alhaisen kannattavuuden alojen kehitykselle, kuten sellu- ja paperiteollisuuden ja metallurgian.

Uudistuksista huolimatta verotuslainsäädäntö on vielä puutteellinen ja epästabiili. Verojärjestelmään soveltamiseen liittyy ristiriitaisia ja epämääräisiä tulkintoja. Veronkiertokeinot ovat yleistyneet juuri lainsäädännön puutteellisuuden takia. Tällä hetkellä sisäistä siirtohinnoittelua koskevaa lakia ei käytännössä ole olemassa. Sen korvaa verokaaren artiklassa oleva yksi lauseke, jonka perusteella on hyvin vaikea valvoa yritysten sisäisiä luovutuksia. Nykyverotus mahdollistaa investointien tekemisen minimoiden yhtiöveroja ja arvonlisäveroa. Kuitenkin veroviranomaiset voivat aina puuttua tällaisiin tilanteisiin käyttämällä lain epämääräisyyksiä ja tulkinnanvaraisuutta hyväkseen. Yleisesti verotuslainsäädäntö ei ole investointien kannalta kannustava. (Investoinnit ja investointiedellytykset Venäjällä, 83–85)

Valuuttalainsäädännöllä on merkittävää vaikutusta yritysten rahoitustoimiin. Valuuttalainsäädännössä säädelään mm. ulkomaisesta lainanotosta, luoton myöntämisestä ulkomaille, valuuttojen kotiuttamisesta, ulkomaisten valuuttatilien käytöstä ja suorista ulkomaisista investoinneista jne (Nurmio, 6-7). Marraskuussa 2003 Venäjällä hyväksyttiin uusi valuuttasäätelylaki, jonka tarkoituksena oli poistaa ulkomaisten sijoitusten esteenä olevia valuuttarajoituksia ja siten vapauttaa sääntelystä pääomaliikkeet. Keskuspankki ja hallitus valvovat edelleen valuuttatoimia, mutta eivät normaalitilanteessa rajoita niitä. Uudella lailla poistettiin

valuuttakaupan kauppakohtainen lupamenettely. Ulkomaisten tahojen kanssa sallitaan rajoituksitta kaikki valuuttakauppa paitsi ne kaupat, joihin edellytetään osittainen erikoistili. Kaikki valuuttalain uudistukset eivät kuitenkaan hyödyntää ulkomaisia sijoittajia. Lain mukaan ulkomaiset yhtiöt joutuvat ostamaan venäläisen tahon liikkeelle laskemia osakkeita ja muita arvopaperia vain Venäjän valuutalla. Erikois- ja ruplatilien edellyttäminen venäläisessä pankissa saattaa aiheuttaa yrityksille kurssitappioita. Uudistuksista huolimatta uusi laki antaa paljon päätöksentekovaltaa hallituksella ja keskuspankille. (Investoinnit ja investointiedellytykset Venäjällä, 72–73)

3.3.3 Investointiriskit ja -potentiaali

Venäläinen luokituslaitos Expert RA arvioi vuosittain kymmenen vuoden ajan Venäjän alueiden investointihoukuttelevuutta kahden tekijän, riskin ja potentiaalinn avulla. Investointiriskit ja -potentiaali koostuvat eri osatekijöistä. Investointiriskillä tarkoitetaan sijoitusten ja niiden tulojen menettämisen mahdollisuutta. Expert RA jaottelee investointiriskin seitsemään riskityyppiin. Näitä ovat taloudellinen, rahoituksellinen, poliittinen, sosiaalinen, ekologinen, rikosoikeudellinen ja lainsäädännöllinen riski. Tärkeimmät riskit Venäjällä vuonna 2005 olivat Expertin mukaan lainsäädännöllinen, taloudellinen ja poliittinen riski. Lainsäädännöllinen riski pysyy edelleen ensimmäisellä sijalla. Sen sijaan poliittinen riski putosi sijalle kolme vuoden 2004 toiselta sijalta. Vähiten painoa saivat sosiaalinen ja ekologinen riski. Lainsäädännöllisellä riskillä viitataan mm. lainsäädännön puutteellisuuksiin ja sen soveltumattomuuteen taloudellisiin olosuhteisiin sekä investointisuojan riittämättömyyteen. Poliittinen riski liittyy valtion kontrollin lisääntymiseen yritystoiminnassa, epäluottamukseen päätöksentekijöitä kohtaan sekä korruption ja byrokratian kukoistamiseen federaatio- ja aluetasolla. Venäjän keskusvalta toistaa jatkuvasti, että tavoitteena on talouselämän kehittäminen ja kansainvälisen kilpailukyvyn turvaaminen. Todellisuudessa valtio on toiminut aivan päinvastaiseen suuntaan kiristäen otettaan elinkeinotoiminnassa, kuten Jukosin tapauksessa. Transparency International -organisaation maiden korruptoitumisasteita

selvittäneessä tutkimuksessa todetaan, että Venäjä putosi sijalle 126 edellisvuoden 90. sijalta. Alhaisempi sijoitus merkitsee suurempaa korruptoitumisastetta. Selvityksessä tutkittiin yhteensä 159 maata. Toisen selvityksen mukaan eniten korruptoituneeksi elimeksi Venäjällä koetaan poliittiset puolueet. (www.transparency.org)

Expertin riskiluokituksen mukaan vuosina 2004–2005 kolme vähiten investointiriskejä omaavaa aluetta olivat Pietarin kaupunki, Lipetskin alue ja Novgorodin alue. Näissä kaikissa alueissa poliittinen riski oli suurin. Moskova on asettunut riskiluokituksessa sijalle 9. Heikko luokitus selittyy rikollisuudella ja lainsäädännön heikkouksilla. Moskovan alue on sijoittunut vain 19. tilalle, vaikka alue on panostanut viime vuosina investointi-ilmapiiirin parantamiseen. Kaikkiaan vuosina 2004–2005 rahoitukselliset ja taloudelliset riskit ovat laskeneet, sen sijaan sosiaaliset ja poliittiset riskit ovat lisääntyneet verrattuna edellisvuosiin. Investointirisikit vaihtelevat alueittain. Esimerkiksi infrastruktuuri on hyvin kehittynyt suurissa alueellisissa keskuksissa, kun taas syrjäisimmillä seuduilla infrastruktuuri on vähemmän toimiva.

Investointipotentiali määritellään kahdeksan eri osatekijän avulla, joista jokaista taas kuvaa kokonainen joukko eri ominaispiirteitä. Nämä osatekijät ovat luonnonvarat, työvoiman saatavuus ja koulutuksen taso, tuottavuus ja tuotantokapasiteetti, innovaatio, instituutioiden toimivuus, infrastruktuurin kehittyneisyys ja toimivuus, rahoitusmahdollisuudet, väestön elintaso sekä ostovoima. Ulkomaisten sijoittajien kannalta myös lakien muodostamat investointituet ja aluehallinnon suhtautuminen ulkomaisiin sijoittajiin ovat merkittävät investointipotentialiaa määrittävät tekijät. Ulkomaisten yritysten pääsy raaka-ainelähteisiin on usein rajoitettu, joten investointipotentialiaa arvioitaessa luonnonvarojen on korvattava jollakin muulla, sopivammalla osatekijällä.

Investointipotentialin kahdeksasta osatekijästä suurin paino Expertin mukaan vuosina 2004–2005 oli työvoiman saatavuudella ja koulutuksen tasolla sekä infrastruktuurin kehittyneisyydellä. Luonnonvarojen runsaudella on sen sijaan

vähiten painoa. Tästä johtuen johtavassa asemassa investointipotentiaalın rating-listalla olivat vuosina 2004–2005 Moskovan kaupunki, Pietarin kaupunki ja Moskovan alue, eivätkä luonnonvaroiltaan rikkaimmat Venäjän alueet. Investointipotentiaaliltaan suurempien alueiden kärkijoukko on pysynyt lähes muuttumattomana kymmenen vuoden ajan. Moskova ja Pietari ovat aina olleet kärkijoukossa.

Kun otetaan huomioon investointipotentiaalın ja -riskin yhteisvaikutus, niin kärjessä vuosina 2004–2005 olivat Pietari, Moskova ja Moskovan alue. Näissä alueissa investointipotentiaali on arvioitu korkeaksi ja samalla investointiriski on kohtuullinen. On huomattava, että mikään alue ei ole asettunut sellaiseen jaotteluun, jossa investointipotentiaali on korkea ja investointiriski on minimissään. (www.raexpert.ru)

Alueellisilla eroilla on epäilemättä vaikutusta suorien ulkomaisten investointien jakautumiseen alueittain. Venäjän tilastopalvelun tietojen mukaan vuonna 2004 Venäjälle suuntautuneiden suorien ulkomaisten investointien kokonaismäärästä lähes 90 prosenttia sai kymmenen aluetta. Raaka-aineiltaan rikas Sahalinin alue sai eniten investointeja, noin 35 prosenttia. Moskovaan jäi toiseksi eniten investointeja, noin 20 prosenttia. Eniten ulkomaisia investoijia kiinnostivat suuren kulutuspotentiaalın alueet ja teollisuusalueet. (Venäjän federaation tilastopalvelu)

Venäjän investointi-ilmapiiriin vaikuttaa siis kaksi keskenään ristiriitaista tekijää. Maassa on hyvin suuri investointipotentiaali, joka mahdollistaa investoijille suuren tuoton. Toisaalta investointiriskit eivät vähene nopeasti ja siten syövät osan investointipotentiaalia ja rajoittavat suorien ulkomaisten investointien kasvua.

3.3.4 Suomalais- ja ulkomaisyriyten kokemuksia toimintariskeistä Venäjällä

Suomen Kauppa- ja teollisuusministeriön aloitteesta vuonna 2005 suoritettiin tutkimus, jossa selvitettiin mm. suomalaisyriyten kokemuksia yritystoiminnasta

Venäjällä. Otoksen muodostivat 28 suomalaisomisteista yritystä, joiden keskimääräinen toiminta-aika Venäjällä vaihtelee viidestä vuodesta kahteen kymmeneen vuoteen. Koska tutkimukseen osallistuneet yritykset seulottiin huolellisesti kaikkien Venäjällä toimivien yritysten keskuudesta, voidaan tutkimustulosten pohjalta tehdä yleispäteviä johtopäätöksiä otoksen pienestä koosta huolimatta.

Tutkimuksen mukaan suurimmat koetut riskit ovat lainsäädännön muutoksiin liittyvät riskit, finanssiriskit sekä yrityksen sisäiset riskit. Finanssiriskeihin sisältyy mm. valuuttakurssien muutokset, kumppaneiden tai asiakkaiden maksukyvyttömyys, valuuttavarojen valvonta ja säätely sekä kehittymättömät pankkimarkkinat. Yrityksen sisäiset riskit liittyvät liiketoiminnan hallintoon ja valvontaan sekä yrityksen johtoon. Muita keskeisiksi koettuja riskitekijöitä ovat taloudelliset riskit, jotka käsittävät taloudellisen epävakauden, inflaation ja pankkikriisit, poliittiset riskit ja kilpailuriskit.

Tutkimukseen osallistuneiden yritysten mukaan suurimpina ongelmina liiketoimintaan Venäjällä liittyvät hallinnolliset ja byrokraattiset esteet, epävakaa taloudellinen tilanne, kallis etabloituminen Venäjän markkinoille sekä puutteellinen lainsäädäntö. Yli puolet vastanneista piti Venäjän liiketoimintaa säätelevää yleistä lainsäädäntöä neutraalina ja noin 80 prosenttia vastanneista oli sitä mieltä, että Venäjän investointilainsäädäntö suojaa huonosti ulkomaisen sijoittajan etuja. Huomattavimpina ulkomaisia investointeja estävinä tekijöinä haastateltavat yritykset pitivät poliittisia tekijöitä, puutteellista lainsäädäntöä, hallinnollisia esteitä sekä korruptiota. (Suomalaisten yritysten toimintamuodot Venäjällä)

PNB -tutkimuslaitos on julkistanut Venäjälle investoinneille ulkomaisille yrityksille suunnatun haastattelututkimuksen tulokset. Tutkimukseen osallistui 158 eri toimialoja edustavaa yritystä, joista 107 yritystä olivat jo investoineet Venäjälle ja 51 yritystä eivät. Jälkimmäisistä kaksi kolmasosa yrityksistä ilmoitti suunnittelevansa investointihankkeita Venäjälle. Kyselyn mukaan investoinnit Venäjällä ovat olleet hyvin tuottoisia, 80 prosenttia haastatelluista pääsi vähintäänkin

liiketoimintatavoitteisiinsa. Toisaalta riskit Venäjällä ovat suuremmat kuin useimmissa muissa kehittyvissä maissa. Ainoastaan muissa IVY-maissa liiketoiminnan harjoittamiseen sisältyy enemmän tai yhtä paljon riskitekijöitä. Vaikka ulkomaiset yritykset ovat optimistisia liiketoimintansa tulevaisuudennäkymistä Venäjällä, ne ovat vähemmän optimistisia tämänhetkisen investointi-ilmapiiriin suhteen. Korruptiota, hallinto- ja prosessikäytäntöä, lisenssien myöntämiseen liittyviä menettelyitä ja oikeusympäristöä pidetään investointi-ilmapiiriin negatiivisesti vaikuttavina tekijöinä. Vastanneista 68 prosenttia olivat sitä mieltä, että makrotaloudellinen tilanne vaikuttaa investointi-ilmapiiriin suotuisasti, samoin ammattitaitoisen työvoiman saanti (55 prosenttia). Kuitenkin vain 52 prosenttia haastatteluun osallistuneista yrityksistä uskoo investointi-ilmapiirin paranevan.

Markkinoiden koko ja talouden vakaa kasvu houkuttelevat eniten ulkomaisia investoijia. Lisäksi investointipäätöksiin suotuisasti vaikuttavat ammattitaitoinen ja edullinen työvoima, hyvä makrotaloudellinen ja poliittinen tilanne. Korruptio, hallinnolliset esteet, lakien valikoitu soveltaminen sekä riittämätön ja ristiriitainen lainsäädäntö ovat investointitoimintaa eniten rajoittavien tekijöiden joukossa. Vastanneista 86 prosenttia olivat sitä mieltä, että taistelu korruptiota vastaan kaikilla hallinnon tasoilla on ensisijainen keino investointi-ilmapiirin parantamiseksi ja lainhallinnolliset uudistukset ovat tarpeellisia 56 prosentin mukaan. (Russia: Investment Destination)

3.3.5 Investointien rakenne rahoituslähteittäin

Investointien rahoituslähteissä venäläisissä yrityksissä on tapahtunut selvä muutos viimeisen kuuden vuoden aikana. Yritykset ovat siirtyneet tulorahoituksesta vieraan pääoman laajempaan käyttöön rahoituslähteenä. Taulukosta 2 nähdään, että vuonna 2003 omien varojen osuus rahoituslähteistä laski 45 prosenttiin, josta se kasvoi 47,7 prosenttiin vuonna 2005. Samalla pidätettyjen varojen osuus on vähentynyt vuosina 2001–2003, mutta lähti kuitenkin nousuun seuraavina vuosina. Vieraan pääoman käyttö on lisääntynyt, mikä johtui osittain pankki- ja rahoitussektorin kehityksestä.

Nimelliskorot ovat viime vuosina laskeneet, minkä myötä venäläiset yritykset rahoittavat yhä enemmän investointejaan pankkiluotoilla. Pankkilainojen määrä kasvoi peräti 79,3 prosenttia vuosina 2000–2003. Vaikka pankkiluotojen määrä on kasvanut, pitkäaikaisia ruplamääräisiä luottoja käytetään Venäjällä vielä varsin vähän. Budjettivarojen osuus rahoituksessa laski 18,6 prosenttia vuosina 2000–2004, mutta lisääntyi taas vuonna 2005. Vastaava kehitys näkyy valtion ja alueiden budjettivarojen käytössä rahoituslähteinä. Molempien osuus rahoituksessa laski vuosina 2000–2004 ja sen jälkeen.

TAULUKKO 2. Investointien rakenne rahoituslähteittäin % -osuuksina

(Lähde: Venäjän federaation tilastopalvelu, 2006)

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Yhteensä	100	100	100	100	100	100	100
<i>Rahoitus omista varoista</i>	49	47,5	49,4	45	45,2	45,4	47,7
joista:							
pidätetyt varat	20,9	23,4	24	19,1	17,8	19,2	22,4
<i>Rahoitus vieraalla pääomalla</i>	51	52,5	50,6	55	54,8	54,6	52,3
joista:							
pankkirahoitus	n/a	2,9	4,4	4,8	5,2	n/a	n/a
budjettivarat	21,8	22	20,4	19,9	19,6	17,9	20,1
joista:							
valtion budjettivarat	10,1	6	5,8	6,1	6,7	5,3	6,7
alueiden budjettivarat	10,3	14,3	12,5	12,2	12,1	11,6	12,4

Toimialojen kesken on huomattavia eroja eri rahoituslähteiden käytössä. Esimerkiksi palvelualoilla, kuten sosiaali- ja terveydenhuollossa, koulutuksessa tai maataloudessa julkisten varojen osuus saattaa olla paljon suurempi kuin teollisuusaloilla. Sama pätee myös omien varojen käyttöön. Teollisuusalalla toimivilla yrityksillä on enemmän pidätettyjä voittoja ja toteutuneita osakeanteja kuin julkishallinnossa ja täten omien varojen osuus saattaa olla hyvinkin suuri. (Venäjän federaation tilastopalvelu)

4. Ulkomaanyksikön investointien rahoitus Venäjällä

4.1 Ulkomaisen yrityksen tuotannollinen toiminta Venäjällä

Venäjän lainsäädännön mukaan ulkomaiset investoijat voivat harjoittaa investointitoimintaa valiten toimintamuodon harkintansa ja tavoitteidensa mukaan. Se voi olla yritys, jossa ulkomainen yritys omistaa 100 prosenttia osakkeista, yhteisyritys, ulkomaisen yrityksen filiaali, edustusto, tytäryritys ym. Kuitenkin tuotannollisen toiminnan harjoittaminen Venäjällä edellyttää lähes poikkeuksetta tytäryhtiön perustamista. Venäjän lainsäädännön mukaan yhtiö on tytäryhtiö, jos toinen yhtiö (emoyhtiö) omistaa valtaosan tytäryhtiön osakkeista ja emoyhtiöllä on päätöksentekoon vaadittava ääntenenemmistö tytäryhtiössä. Ulkomaisten yleisimmin perustamat tytäryritykset Venäjälle ovat yhtiömuodoltaan joko suljettua osakeyhtiöitä tai rajavastuuyhtiöitä. (Suomalaisten yritysten toimintamuodot Venäjällä, 26–27)

4.2 Eri rahoituslähteiden tarkastelu

4.2.1 Osakepääoman suorittaminen rahana tai apporttina

Emoyhtiö voi rahoittaa ulkomaanyksikkönsä investointeja osakepääoman korotuksella tai apporttina. Osakepääoman korotus saattaa olla hyvin merkittävä rahoituslähde, jos ulkomaiselle tytäryhtiölle asetetaan vakavaraisuusvaatimus, joka mitataan oman pääoman suhteella koko pääomaan tai vieraan pääoman suhteella omaan pääomaan. Käyttämällä omaa pääomaa rahoituslähteenä yrityksen vakavaraisuutta voidaan parantaa. Osakepääoman korotuksen tavoitteena voi olla myös pyrkimys hyödyntää ulkomaanyksikön sijaintimaan rahoitusmahdollisuuksia ja parantaa sen rahoitusrakennetta. (Nurmio, 55) Rahan hankintaan osakepääoman korotuksella vaikuttaa siis mm. Venäjän yhtiölainsäädäntö. Sen mukaan ulkomaisen tytäryhtiön osakepääomaa ei voida korottaa ennen kuin peruspääoma on maksettu

kokonaan. Emoyhtiön pääomasijoitus ei ole yhtiönlainsäädännön mukaan veronalainen tulo Venäjällä. (Yritysten verot ja veronluonteiset maksut Venäjällä, 73–74)

Apporttiomaisuudella tarkoitetaan muuta omaisuutta kuin rahaa, jolla on varallisuusarvoa. Se voi olla joko aineellinen tai aineeton hyödyke, esimerkiksi koneet ja laitteet. Emoyhtiön päätökseen rahoittaa ulkomaanyksikköä apporttina voi vaikuttaa mm. periaate sijoittaa ulkomaanyksikköön osakepääoma mahdollisimman vähän tai tytäryhtiön sijaintimaan yhtiö- ja verolainsäädäntö sekä verotuskäytäntö. (Nurmio, 5, 55) Apporttisijoitukselle Venäjällä on mahdollista saada merkittäviä arvonlisävero- ja tullivapautuksia. Maahantuotava apporttiomaisuus on vapautettu tuontitulleista sekä arvonlisäveron maksusta. Tulli- ja arvonlisäverovapautusten edellytyksenä on mm. se, että apporttiomaisuus kuuluu käyttöomaisuuden luokkaan ja sen on oltava käytössä yhtä vuotta pidempään, eikä apporttiomaisuus saa olla valmisteveron alaista tavaraa. Vaikka apporttiomaisuuden suorittamiseen liittyy verohelpotuksia ja -huojennuksia, niiden varmistaminen ja erilaiset järjestelyt ovat aikaa vieviä. Laki antaa viranomaisille paljon liikkumavaraa ja päätösvaltaa ja siten käytännössä he saattavat päättää viime kädessä siitä, täyttääkö apporttiomaisuus tulli- ja verovapautteen oikeuttavia normeja. Tämän ongelman välttämiseksi on suositeltava laatia luettelo apporttiomaisuudesta ennen sen maahantuontia ja antaa se viranomaisten hyväksyttäväksi. (Yritysten verot ja veronluonteiset maksut Venäjällä, 74 - 75)

4.2.2 Lainarahoitus

Lainarahoitusta tarjoavat mm. pankit, muut rahoituslaitokset, vakuutusyhtiöt ja julkinen taho. Lainarahoitus on sisäisen rahoituksen jälkeen yleisin käytetty rahoituslähde. (Schmidt, Tyrell, 336–337) Kun on kyse merkittävistä laajennusinvestoinneista, lainarahoituksen osuus on yrityksissä yleensä hyvin suuri. Lainarahoituksen käyttöön ulkomaisessa tytäryhtiössä pitkäaikaisten investointien tapauksessa vaikuttavat mm. seuraavat tekijät: tulorahoituksen riittämättömyys, pyrkimys käyttää paikallista rahoitusta ja hyödyntää ulkomaanyksikön sijaintimaan

tarjoamat rahoitusmahdollisuudet, erilaisten riskien välttäminen ja niiden negatiivisten vaikutusten vähentäminen sekä matala korkotaso ulkomaanyksikön sijaintimaassa. Suhteilla ulkomaanyksikön yhteistyökumppaneihin, tässä rahoittajiin, on myös merkitystä ulkomaanyksikön rahoituslähteiden valintaan. Esimerkiksi vakiintuneet ja kiinteät asiakassuhteet mahdollistavat yritykselle kokonaisvaltaisen palvelun lisäksi matalammat rahoituskustannukset. (Heikkilä, 45–47, Nurmio, 58–66).

Lainarahoituksessa on otettava huomioon kohdemaan ja emoyhtiön sijaintimaan verokannat sekä kohdemaan korkojen vähentämistä koskevaa säännöstöä. Tytäryhtiö saa vähentää lainakoron, mutta vastaavasti korkotulo on ulkomaiselle emoyhtiölle normaalilla tavalla veronalasta tuloa. Venäjän verolaissa on asetettu verovähennysoikeudelle ylärajat. Venäjän verojärjestelmään liittyvät ns. alikapitalisointisäännökset, joiden tarkoituksena on rajoittaa verotuksellisesti raskasta velkarahoitusta tytäryhtiössä. Alikapitalisointisäännön mukaan oman ja vieraan pääoman suhde konsernirahoituksessa saa olla enintään 1:3. Suhteen ylittävältä osalta tytäryhtiön korot ovat vähennyskelvottomat. Myös muiden lainojen kuin pankkilainojen korot ovat vähennyskelpoisia alikapitalisointisäännön puitteissa.

Venäläinen pankkisektori on ollut melko kehittymätön eivätkä ulkomaisten yritysten suhteet paikallisiin rahoittajiin ole vielä täysin vakiintuneet. Pitkäaikaisen luoton hankkiminen ruplissa on suhteellisen vaikea ja lainojen korot ovat korkeat. Valuuttamääräistä lainaa saa helpommin, mutta niidenkin kustannukset saattavat nousta yrityksen kannalta korkeiksi.

Yleisesti emoyhtiön järjestämä lainarahoitus on suosittu rahoitusmuoto Venäjällä. Emoyhtiölainoja annetaan vapaasti, koska niiden antamiseen ei enää tarvita Keskuspankin lupaa. Emoyritys voi myös antaa lainaa auktorisoidun venäläisen pankin kautta, mikä sanotaan back-to-back lainajärjestelyksi. Järjestelyssä emoyhtiö antaa takauksen pankille omassa maassa, joka puolestaan antaa takauksen venäläiselle pankille, josta tytäryritys saa luoton. Järjestelyn kustannukset nousevat

tosin suhteellisen korkeiksi pankkien perimien maksujen takia. (Yritysten verot ja veronluonteiset maksut Venäjällä, 76 - 77)

4.2.3 Leasing-rahoitus käyttöomaisuuden rahoitusmuotona

Käyttöomaisuutta ovat kirjanpitolain mukaan pysyviin vastaaviin kuuluvat hyödykkeet, jotka on tarkoitettu tuottamaan tuloa useampana kuin yhtenä tilikautena. Käyttöomaisuuteen luetaan esimerkiksi maa-alueet, rakennukset, koneet sekä arvopaperit. Yksi mahdollisuus rahoittaa käyttöomaisuuden hankinta on leasingin käyttö, joka soveltuu tuotannollisten investointien rahoittamiseen. Leasing-rahoitus on pitkäaikaista vuokrausta ilman omistustavoitetta. Leasingin käytöllä voidaan saavuttaa monia etuja, joista Aho (1982, 209) mainitsee mm. seuraavat: leasingin käyttö ei vaadi erillisiä vakuusjärjestelyjä, pääomaa ei sitoudu leasingin kohteena olevaan käyttöomaisuuteen, leasing-maksut voidaan vähentää verotuksessa täysmääräisinä. Lisäksi koska leasing-maksut ovat kiinteitä, inflaation vallitessa maksut suoritetaan heikkenevässä rahassa, mikä vähentää rahoituksen reaalista kustannuksia. Syynä leasing-rahoituksen käyttöön käyttöomaisuuden rahoitusmuotona on Nurmion (1986, 64) mukaan sen edullisuus ja helppous muihin rahoitusmuotoihin verrattuna. Leasingin avulla voidaan myös vaikuttaa jossain määrin laskennalliseen valuuttakurssiriskiin korvaamalla tase-erät tuloslaskelmaerillä.

Venäjän federatiivinen laki Nro 163 määrittelee leasingin talous- ja järjestelyominaisuudet (Suomalaisten yritysten toimintamuodot Venäjällä, 22). Venäjän leasinglaissa erotellaan toisistaan operatiivinen leasing, rahoitusleasing ja sale-and-lease-back leasing. Rahoitusleasing sitoo huomattavasti pidemmäksi aikaa kuin operatiivinen leasing. Operatiivisessa leasingissa vuokrattu omaisuus kirjataan vuokralleantajan taseeseen ja leasingin käyttäjän taseen ulkopuolelle. Rahoitusleasingissa omaisuus voidaan kirjata sopimuksen mukaan joko vuokralleantajan tai vuokralaisen taseeseen. Se osapuoli, kumman taseeseen omaisuus kirjataan, tekee poistot sekä suorittaa omaisuusveron. Mikäli vuokrattu omaisuus liittyy yrityksen tuotannolliseen toimintaan, leasingmaksut voidaan

vähentää Venäjän tuloverotuksessa. Ulkomaille maksettavat leasingmaksut on vapautettu lähdeverosta. Käyttöomaisuuden vuokraus on Venäjällä hyvin lähellä operatiivista leasingia ja on sitä huomattavasti yksinkertaisempi. (Yritysten verot ja veronluonteiset maksut Venäjällä, 77–78)

Leasingin vaihtoehtona on, että käyttöomaisuus rahoitetaan muulla tavoin, esimerkiksi lainarahalla. Tällöin yrityksen pitää verrata eri vaihtoehtojen edullisuutta ja valita edullisin vaihtoehto, jossa rahan kustannus on pienin. Aho (1982, 211–216) esittää kaksi vaihtoehtoista tapaa verrata kahden vaihtoehdon edullisuutta. Yritys voi joko laskea leasing-maksujen ja ostovaihtoehdon nykyarvot ja verrata ne keskenään tai vertailla leasing- ja ostovaihtoehdon rahoituskustannukset. Molemmissa tapauksessa valitaan edullisin vaihtoehto. Leasingsopimuksen etuna verrattuna käyttöomaisuuden rahoittamiseen lainarahalla on se, ettei se sido vakuuksia. Inflaatio vaikuttaa molemmissa tapauksissa myönteisesti. Leasing-maksut ovat kiinteitä eivätkä muutu inflaatio-odotusten muuttuessa. Jos käyttöomaisuus rahoitetaan lainalla, vieraan pääoman palautukset tapahtuvat nimellismääräisinä ja korko lasketaan nimellispääomalle. Tällöin inflaatio parantaa kummankin vaihtoehdon edullisuutta. Kuitenkin, jos käyttöomaisuutta rahoitetaan tulorahoituksella tai omalla pääomalla, inflaation vaikutus on päinvastainen eli inflaatio heikentää ostovaihtoehdon edullisuutta. Vaikka Venäjän inflaativauhti on ollut viime vuosina supistumassa, se on kuitenkin ylittänyt valtion tavoitteeksi asetetun kasvuvauhdin ja on euromaihin verrattuna korkea, noin 10–11 prosenttia.

4.2.4 Käyttöpääoman rahoitus

Käyttöpääomalla tarkoitetaan yrityksen juoksevaan toimintaan sitoutuvan rahoituksen määrää. Käyttöpääoman osatekijöitä ovat mm. vaihto-omaisuus, myyntisaatavat ja sisäiset saatavat vähennettyinä ostovelilla ja saaduilla ennakkomaksuilla. Varasto ja myyntisaatavat siis lisäävät käyttöpääomatarvetta, kun taas ostovelat ja saadut ennakot vähentävät käyttöpääomaan sitoutuvan rahan määrää.

Käyttöpääoman kasvua voidaan rahoittaa sekä konsernin sisäisillä että konsernin ulkopuolisilla rahoituslähteillä. Kokonaisuutena konsernin sisäinen rahoitus käyttöpääoman kasvun rahoittamisessa on konsernin ulkopuolista rahoitusta yleisempää. Tulorahoitus on taas merkittävin rahoituslähde sisäisen rahoituksen lähteistä. Ostovelat emoyhtiölle ja lyhytaikainen lainarahoitus ovat myös yleisimpiä käyttöpääoman rahoituslähteitä. Ostovelat rahoituslähteenä käytetään, jos ulkomaanyksiköllä on ostoja emoyhtiöltä tai jos paikallisten rahoituslähteiden käyttö on suhteellisen kallis rahoitusmuoto. Ostovelkarahoituksessa on myös mahdollista soveltaa normaalia pitempiä maksuaikoja. Toisaalta tällöin emoyhtiö voi veloittaa ulkomaiselta tytäryhtiöltään yliaikakorkoa. Osakaslaina on sisäisen rahoituksen muoto. Osakaslaina on edullinen käyttöpääoman kasvun rahoituslähde silloin, kun ulkomaanyksiköltä veloitetaan alhaisempaa korkoa kuin sen sijaintimaan korkotaso. Ulkomaanyksikön valuuttakurssiriskin vähentämiseksi lainavaluuttana kannattaa käyttää ulkomaanyksikön sijaintimaan valuuttaa. (Nurmio, 34–44)

4.2.5 Siirtohinnoittelu

Siirtohinnoittelussa on kyse siitä, kuinka samaan konserniin kuuluvat yhtiöt hinnoittelevat sisäiset liiketoimet. Yleisempiä sisäisiä liiketoimia ovat konsernivälisen yritysten tavaroiden ja palveluiden hinnoittelu ja aineettomien oikeuksien, kuten rojaltien ja lisenssimaksujen, käytön hinnoittelu. Siirtohinnoittelussa suoritteille pyritään määrittämään ns. markkinaehtoinen hinta. Se tarkoittaa hintaa, jonka itsenäinen, konsernin ulkopuolinen yritys olisi samoissa oloissa maksanut ko. liiketoimesta toiselle itsenäiselle yritykselle. (Verot ja veroluonteiset maksut Venäjällä, 71)

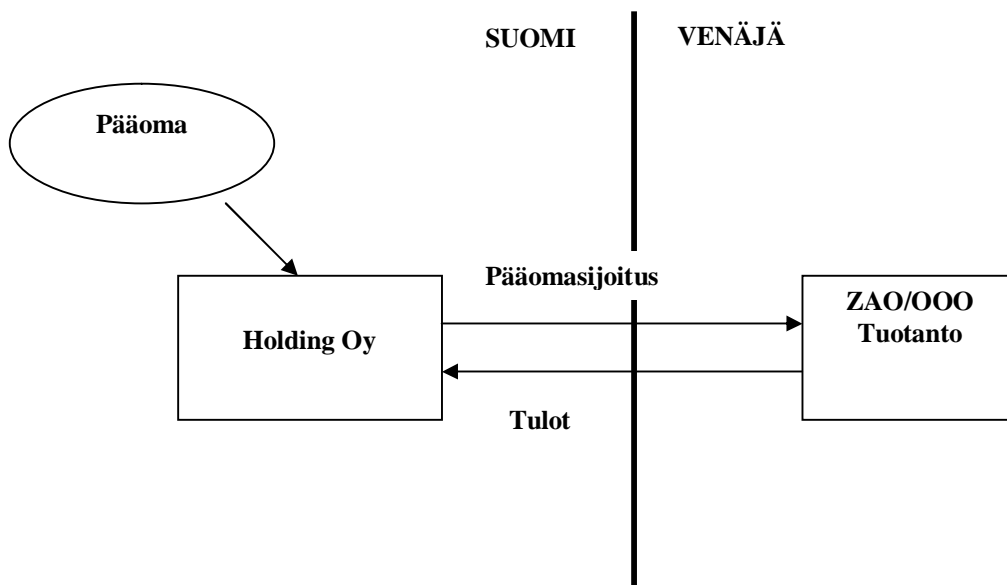
Kansainvälisen siirtohinnoittelun tärkeimpänä tavoitteena on perinteisesti pidetty verotuksen minimointia. Kansainväliseen siirtohinnoitteluun liittyy kuitenkin muitakin tavoitteita kuin verotukselliset tavoitteet. Siirtohinnoittelun avulla kansainväliset yritykset ylläpitävät kilpailukykyään ja toteuttavat muita strategisia toimenpiteitä. Cravens (1997, 127–145) jakaa siirtohinnoitteluun liittyvät strategiset tavoitteet kolmeen ryhmään: verotuksellisiin, liikkeenjohdollisiin ja kansainvälisiin

tai operationaalsiin. Hän määrittelee kansainväliselle siirtohinnoittelulle verotuksellisten tavoitteiden ohella mm. seuraavia tavoitteita: tuloksellisuuden arviointi, valuuttakurssi- ja inflaationriskin minimointi ja poliittiseen ilmapiiriin liittyvien kysymysten käsitteleminen. Siirtohinnoittelu on myös osa ulkomaanyksikön tulorahoitusta, koska ulkomaanyksikön ulkopuolelle suuntautuvan kaupan lisäksi yritys hankkii tulorahoitusta sisäisestä kaupasta. Tytäryritys voi jossain määrin yli- tai alihinnoittelun avulla vaikuttamaan kokonaistulokseen. Toisaalta markkinaehtoisesta hinnasta poikkeaminen ali- tai ylihinnoittelulla voi aiheuttaa kielteisiä seurauksia, koska lainsäädännöllä pyritään pitkälti valvomaan yritysten siirtohinnoittelustrategioita. (Heikkilä, 22–23)

Vaikka Venäjän verojärjestelmä on kehittynyt viime vuosina kohti länsimaisia normeja, sisäistä siirtohinnoittelua koskevat lait ovat hyvin puutteelliset. Markkinaehtoisesta hinnan määrittämisestä ja käyttämisestä säädetään verokoodeksin artiklassa 40. Veronomaisilla on oikeus puuttua yritysten väliseen hinnoitteluun mm. silloin, kun liiketoimi tapahtuu toisistaan riippuvaisten yritysten välillä (konsernisuhde) tai hinta poikkeaa yli 20 prosenttia lähiaikoina tapahtuneiden samantyyppisten liiketoimien kaupasta. Viranomaiset määrittelevät myös markkinaehtoisesta hinnan, kun sisäisen hinnoittelun epäillään poikkeavan markkinaehtoisesta hinnoittelusta. Nykyisten siirtohinnoittelua koskevien säädösten perusteella viranomaisten on vaikea valvoa siirtohinnoittelun asianmukaisuutta ja veronkiertoa. Toisaalta lain epämääräisyys antaa Venäjän viranomaisille hyvin suuren liikkumavaran koskien siirtohinnoittelusäännösten soveltamista käytännössä ja mahdollisuuden soveltaa ankaria sanktioita. Joten kansainvälisen yrityksen tulee käyttää siirtohinnoittelua rahoituslähteenä hyvin harkiten. (Investoinnit ja investointiedellytykset Venäjällä, 85–87, Verot ja veroluonteiset maksut Venäjällä, 71–73)

4.2.6 Rahoittajana holding-yhtiö

Emoyhtiön ulkomainen holding-yhtiö voi toimia konsernin sisäisen rahoituksen välittäjänä ulkomaanyksikölle. (Kuvio 5) Leppiniemi (1989, 15:16) määrittelee holding-yhtiötä toiminnallisena osana konserniorganisaatiota, joka huolehtii konsernin organisaatiosta ja rahoituksesta sekä edistää toiminnallaan sijoituskohteiden investointeja ja kehittymistä. Rahoitusmuotona voi olla oma pääoma ja laina.



KUVIO 5. Yritys- ja rahoitusrakenne

Kuvion 5 mukaisessa yritys- ja rahoitusrakenteessa Suomeen perustettu Holding Oy vastaanottaa pääomaa ja suorittaa pääomasijoituksen rajan yli venäläiseen yritykseen. Tässä holding-yhtiö toimii sisäisenä pankkina eli rahoituksen välittäjänä. Holding-yhtiön perustamisen syytä rahoituksen kannalta ovat Nurmion (1986, 128–131) mukaan emoyhtiön taseen rasittamisen välttäminen, edullisen lainan järjestäminen holding-yhtiön sijaintimaasta ja rahoitustarpeen kattaminen suoraan ulkomailta.

Holding-yhtiön perustamista perustellaan rahoittamiseen liittyvien syiden ohella usein verotukseen liittyvillä syillä. Nämä ovat lähinnä konserniyhtiöiden osinkovirtojen ohjaaminen ja kanavoiminen konsernille edullisella tavalla. Holding-yhtiön perustamismotiiveina voivat olla muut kuin rahoittamiseen tai verotukseen liittyvät syyt. Venäjän osakeyhtiö- ja rajavastuuyhtiölaissa on säädetty ulkomaisten emoyhtiöiden vastuista ja velvoitteista mm. venäläisen tytäryhtiön maksukyvyttömyys- ja konkurssitilanteessa. Säännökset sisältävät emoyhtiölle toissijaisen vastuun eli jos venäläinen tytäryhtiö ei pysty vastaamaan velvoitteistaan, emoyhtiö joutuu viime kädessä kantamaan niistä vastuun. (Yritysten verot ja veronluonteiset maksut Venäjällä, 70 - 71) Holding-yhtiö toimii siis ikään kuin suojamuurina konkurssitilanteessa, velkajärjestelyssä tai muussa maksukyvyttömyysmenettelyssä ja suojaa emoyhtiötä vastuuseen joutumisesta. Tilanteessa, jossa on mukana monta eri ulkopuolista rahoittajaa, nämä ulkopuoliset sidosryhmät eivät omista itse kohdeyritystä vaan väliyhtiötä. Muita ei-rahoituksellisia ja ei-verotuksellisia holding-yhtiön perustamisen syitä ovat Nurmion (1986, 130) mukaan valvonta- ja vastaavat sisäiset rationalisointisyöt, yrityskuvan selkeyttäminen, kohdemaan yhtiölainsäädännöstä löytyvät syyt sekä emoyhtiön kansainvälistymisprosessin helpottaminen.

Nurmio (1986, 130–131) tarkastelee ulkomaisten holding-yhtiöiden perustamismotiivien lisäksi myös niiden käyttöä. Holding-yhtiöiden funktioita ovat mm. konserniin kuuluvien ulkomaisten yhtiöiden omistaminen, osinkojen kerääminen ja kanavoiminen emoyhtiöön, konserniin kuuluvien yhtiöiden rahoittaminen oman ja vieraan pääoman ehdoin, ”keskuskassana” toimiminen muille konserniyhtiöille sekä konsernin tuotteiden myynti.

5. Tapaus: Georgia Pacific

Investointiprosessin eteneminen on yrityskohtainen ja riippuu aina yrityksen omasta investointipolitiikasta. Georgia Pacificissa investointiprosessia, sen etenemistä ja käsittelemistä kuvataan hyvin tarkasti yhtiön ohjeistuksessa (policy manual), joka on yhteinen konsernin kaikille yksiköille. Ohjeistuksessa säädetään investoinnin suunnittelusta, kirjanpidollisesta käsittelystä, hyväksymisprosessista ja raportoinnista. Investointiehdotukset (investment proposal) käytetään kilpailevien investointikohteiden määrittelyssä ja valinnassa. Investointiehdotusten avulla käsitellään eri investointeihin liittyvää määrällistä ja laadullista tietoa ja selvitetään yksittäisen investoinnin kannattavuutta. Kannattavuusvertailujen pohjalta valitaan ja hyväksytään tietty investointivaihtoehto ja päätetään projektin rahoitustavasta.

Rahoituksesta päätetään emoyhtiön tasolla. Konsernin rahoitustoiminnot on erotettu omaksi organisaatioyksiköksi, joka on mukana rahoituksen hankinnassa ulkomaanyksiköille. Konsernin kannalta optimaalisten ratkaisujen tekeminen edellyttää päätösten keskittämistä emoyhtiöön. Tämä kuitenkin vaatii, että emoyhtiöllä on riittävästi tietoa ulkomaanyksikkönsä ulkoisista toimintaedellytyksistä eli rahoitusmarkkinoista, yhtiö-, verotuslainsäädännöstä, yleisestä taloudellisesta ja poliittisesta tilasta jne. Keskitetty rahoitustoiminto mahdollistaa varojen ja pääomien tehokkaan koordinoinnin Georgia Pacificin eri yksikköjen välillä.

Yhtiön Venäjällä sijaitseva tuotantoyksikkö toimii tulosityksikkönä varsin itsenäisesti. Konsernin kokoon ja toimintaan nähden se on suhteellisen pieni. Yksikön oma tulorahoitus ei riitä kattamaan uuden laajennusinvestoinnin synnyttämään rahoituksen tarpeen. Konsernin sisäinen rahoitus on siten merkittävin rahoituslähde yksikön tulorahoitukseen jälkeen. Mikäli konsernin sisäistä rahoitusta ei ole saatavilla, rahoitusta hankitaan konsernin ulkopuolelta. Rahoitusjärjestelyt hoidetaan ulkomaanyksikön rahoitusrakenteen paikalliset normit ja lainsäädännön tuomat vaatimukset huomioiden. Yritys harkitsee yksikön investointien rahoittamista holding-yhtiön kautta.

6. Päätelmät

Tutkielman tavoitteena oli tutkia yritysten ja erityisesti yritysten ulkomaanyksiköiden rahoitusmuotojen valintaan vaikuttavia tekijöitä Venäjällä. Tutkimuksen lähtökohtana oli suuren monikansallisen yrityksen, Georgia Pacificin tarve laajennusinvestointiin Venäjälle, jossa yrityksellä on tuotantoyksikkö. Tutkielmassa lähdettiin liikkeelle rahoitusrakenneteorioiden tarkastelulla luvussa kaksi. Koska rahoitusmarkkinoiden laajuus ja kehittyneisyyden taso vaikuttavat käytettävissä oleviin rahoituslähteisiin ja niiden hintaan, tutkielmassa keskityttiin kolmeen rahoitusrakenneteoriaan, joiden mukaan pääomamarkkinoilla olevat epätäydellisyydet ohjaavat yritysten rahoitusrakennepäätöksiä. Näissä teorioissa selittävinä muuttujina ovat veroetu, konkurssikustannukset ja agenttikustannukset. Ensimmäisenä tarkasteltiin Modiglianin ja Millerin tutkimusta yritysverojen vaikutuksesta yrityksen markkina-arvoon. Tutkimuksen mukaan optimaalinen pääomarakenne on saavutettavissa silloin, kun yritys on täysin velkarahoitteinen. Tulos ei ole kuitenkaan täysin realistinen, koska teoreeman oletukset ovat osin puhtaasti teoreettiset eikä niissä oteta muiden epätäydellisyyksien, kuten konkurssi- ja agenttikustannusten vaikutuksia yrityksen optimaaliseen pääomarakenteeseen. Tradeoff-teoria tarkastelee verojen, konkurssikustannusten ja agenttikustannusten yhteisvaikutusta yrityksen arvoon. Teorian mukaan jokaiselle yritykselle löytyy oma optimaalinen pääomarakenne. Se muodostuu velkaantumisen seurauksena syntyvien konkurssi- ja agenttikustannusten ja hyötyjen eli veroetujen funktiona. Optimaalinen velkaantumisaste löytyy silloin pisteestä, jossa hyödyt ja kustannukset ovat yhtä suuret. Tradeoff-teorian kilpailijana pidetty asymmetriseen informaatioon perustuva pecking order -teoria on kolmas teoria, joka tutkimuksessa tarkasteltiin. Tradeoff-teorian vastaisesti pecking order -teoria ennustaa, että yrityksellä ei ole optimaalista pääomarakennetta. Informaation epäsymmetrisuus aiheuttaa sen, että yritys voi investoida joko yli tai alle optimaalisen tason ja menettää kannattavia investointimahdollisuuksia. Välttääkseen tällaista tilannetta yritys käyttää rahoituslähteenä ensin tulorahoitusta ja vasta sen jälkeen ulkoisia rahoituslähteitä

niiden riskittömyysjärjestyksessä: vieras pääoma, vieraan pääoman ja oman pääoman välimuoto ja oma pääoma.

Edellä kuvatut teoriat eivät kuitenkaan pysty täysin selittämään monikansallisten yritysten rahoitusrakennepäätöksiä. Useiden tutkimustulosten mukaan monikansalliset yritykset ovat keskimäärin vähemmän velkaantuneita verrattuna kotimaisiin yrityksiin, mikä on vastoin perinteistä tradeoff-teoria. Täytyy siis olla olemassa lisätekijöitä, jotka vaikuttavat monikansallisten yritysten rahoitusrakennepäätöksiin ja siten yrityksen optimaaliseen pääomarakenteeseen. Tutkielmassa esitettiin analyyttinen viitekehys, jossa kuvattiin lisätekijöitä sekä niiden riippuvuussuhteita ja vaikutuksia monikansallisten yritysten rahoitusrakennepäätöksiin. Näitä lisätekijöitä ovat agentti- ja konkurssikustannusten ohella yritysten sijaintimaankohittaiset tekijät, poliittinen riski, kansainvälisiä investointeja rajoittavat tekijät, eri maiden valuuttakurssivaihteluista aiheutuvat riskit, inflaatio sekä yritysominaisuuksiin liittyvät tekijät. Yritysten ulkomaisten tytäryhtiöiden rahoituspäätöksiin vaikuttavat ennen kaikkea tytäryhtiöiden sijaintimaiden poliittiset ja taloudelliset olosuhteet ja rahoitusmarkkinat. Poliittiset ja taloudelliset olosuhteet heijastuvat maan makrotaloudellisiin muuttujiin, kuten valuuttakurssin kehitykseen, inflaatioon, korkotasoon ja sitä kautta rahan saatavuuteen ja kustannukseen. Rahoitusmarkkinat ja varsinkin rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyyden taso vaikuttavat myös käytettävissä oleviin rahoitusmuotoihin ja niiden kustannuksiin. Ulkomaanyksiköiden verotus-, yhtiö- ja valuuttalainsäädäntö, ulkomaanyksikön rahoitustoiminnan organisointi ja päätöksenteko sekä yhteistyösuhteet rahoittajiin ovat muita ulkomaanyksikön rahoituslähteiden valintaan vaikuttavia tekijöitä.

Hyvin merkittäväksi tekijäksi yritysten ja erityisesti ulkomailla sijaitsevien yksiköiden rahoitusrakennepäätöksissä muodostuu riski, koska riski vaikuttaa yritysten sijaintimaiden olosuhteisiin ja siten rahoituksen ehtoihin ja saatavuuteen. Yritystoiminnan riskejä voidaan luokitella usealla eri tavalla, mutta tutkielmassa päädyttiin Butlerin esittämään luokitukseen. Butlerin riskiluokitus heijastaa, mille riskeille kansainvälinen yritys ja sen ulkomaan yksiköt toiminnassaan altistuvat.

Näitä riskejä ovat poliittinen riski, taloudellinen riski sekä maariski. Poliittista riskiä pidetään yhtenä rahoituslähteiden valintaan merkittävästi vaikuttavana tekijänä, koska yritys voi rahoituspäätöksillään suojautua riskiltä tai ainakin vähentää sen negatiivista vaikutusta yrityksen toiminnaan. Korkean poliittisen riskin maissa taloustieteilijät suosittavat paikallisen pääomarahoituksen käyttöä. Konsernin sisäisen rahoituksen käyttöön liittyvät rajoitukset, siirtohinnoittelu ovat muita rahoituksellisia keinoja poliittisen riskin vähentämiseksi. Valuuttakurssiriski on yleisin yritysten kansainvälisillä markkinoilla kohtaama riski. Yritys voi suojautua valuuttakurssiriskiä vastaan erilaisilla suojausmenetelmillä. Rahoituksellinen, usein käytetty suojausmenetelmä riskiä vastaan on kohdemaanvaluutassa otettu laina.

Suurimmat koetut riskit investointitoiminnan ja rahoituksen kannalta Venäjällä ovat poliittiset ja lainsäädännölliset riskit. Valtion puuttuminen yritysten liiketoimintaan ja viranomaisten laaja korruptio ovat poliittisen riskin osatekijöitä. Lainsäädännöllinen riski liittyy lakien valikoituun soveltamiseen sekä riittämättömään ja puutteelliseen lainsäädäntöön. Näitä sekä muita investointitoiminnan ja yritysten rahoitustoiminnon kannalta tärkeitä riskejä esitettiin luvussa kolme. Samalla tarkasteltiin muita rahoitusmahdollisuuksiin vaikuttavia tekijöitä, kuten Venäjän taloudellista ja poliittista tilannetta, rahoitus- ja pankkisektorin kehitystä ja nykytilaa, yritys-, verotus- ja valuuttalainsäädäntöä sekä yleistä investointi-ilmapiiiriä. Venäjän taloudellinen kehitys on ollut viime vuosina varsin myönteinen, mikä näkyy makrotaloudellista kehitystä kuvaavissa tunnusluvuissa. Venäjän lainsäädäntöä on kehitetty ja täydennetty merkittävästi maan pyrkiessä integroitumaan maailman talousjärjestelmään. Rahoitustoiminnon kannalta tärkeimmät lainsäädännölliset muutokset ovat koskeneet verotusta, yritystoimintaa ja valuuttalainsäädäntöä. Maan rahoitus- ja pankkisektorin kehitys näkyy mm. pankkiluottojen kasvaneena osuutena rahoituksessa venäläisissä yrityksissä. Toisaalta kehityksen taso ei ole toistaiseksi riittävä yritysten investointien tehokkaaseen rahoittamiseen. Suuret venäläiset yritykset hakevat ulkoista rahoitusta kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta. Rahoitus- ja pankkisektorin muita ongelmia ovat mm. sektorin pieni koko, ulkomaisten pankkien toimintojen rajoittaminen sekä epäselvä ja monimutkainen lainsäädäntö. Kaikkiaan yritysten rahoitustoiminnon

ulkoiset edellytykset ovat selvästi parantuneet vuodesta 1998 lähtien. Talouden ja politiikan epävarmuustekijät, suuret poliittiset ja lainsäädännölliset riskit, rahoitusmarkkinoiden osittainen tehottomuus ovat ulkomaisten yritysten investointitoimintaa ja rahoitustoimintoa eniten rajoittavia tekijöitä.

Yrityksen ulkomaanyksiköllä on käytössään sellaisia rahoitusvaihtoehtoja, joita itsenäisellä yrityksellä ei ole. Näitä ovat konsernin sisäinen rahoitus, siirtohinnoittelu ja holding-yhtiön käyttö rahoituksen välittäjänä. Näiden ja muiden rahoituslähteiden käyttö on kuitenkin sidoksissa yrityksen rahoituspolitiikkaan ja ulkomaanyksikön sijaintimaan lainsäädäntöön. Lainsäädännöllä voidaan pitkälti rajoittaa tai edistää yritysten mahdollisuuksia toteuttaa haluamansa rahoitusstrategiaa. Eri rahoituslähteiden käyttömahdollisuuksia on tarkasteltu tutkielman neljännessä luvussa. Ulkomaanyksiköllä on mahdollisuus hankkia tulorahoitusta sisäisen kaupan hinnoittelun eli siirtohinnoittelun avulla. Venäjän siirtohinnoittelua koskevat lainat ovat varsin puutteelliset ja epämääräiset, mikä saattaa rajoittaa ulkomaanyksikön siirtohinnoittelun käyttöä. Esimerkiksi markkinaehtoisuuden sisältö on osittain tarkentumatta laissa. Käyttöomaisuuden rahoituksessa ulkomaanyksikkö voi käyttää leasing-rahoituksen suomia etuja. Venäjällä pyritään kehittää leasing-rahoitusta erityisellä leasing-ohjelmalla. Myös verotus suosii leasingin käyttöä. Jos käyttöomaisuutta rahoitetaan lainalla, ulkomaanyksikön on verrattava kahden vaihtoehdon edullisuutta keskenään. Lainarahoituksen keskeistä mm. on se, että korkojen vähennysoikeutta rajoittaa alikapitalisointisääntö ja korkojen verovähennysoikeudelle on kattoajat. Ulkomaanyksikön rahoitusta voidaan myös hoitaa yrityksen alaisuudessa toimivan holding-yhtiön kautta. Tässä tapauksessa holding-yhtiö voi toimia sisäisenä pankkina. Kaikkiaan Venäjän lainsäädännöllä on hyvin paljon vaikutusta kansainvälisen yrityksen ulkomaanyksikön rahoituspäätöksiin.

Tutkielman lopussa luotiin suppea katsaus Georgia Pacificin rahoitustoimintojen organisointiin. Georgia Pacificissa rahoitustoiminnot on keskitetty emoyhtiöön. Ulkomaanyksikön rahoituksessa tärkein rahoituslähde yksikön oman tulorahoituksen jälkeen on konsernin sisäinen rahoitus.

Tutkimuksen aihepiiri on hyvin ajankohtainen. Siten jatkotutkimukselle on tarvetta. Jatkossa voidaan keskittyä ainoastaan kansainvälisen yrityksen ulkomaanyksikön rahoitusratkaisuihin Venäjällä. Jatkotutkimuksessa voidaan selvittää ulkomaanyksikön eri rahoituslähteiden kustannuksia eli niiden hintaa.

Lähteet

- Aho, Teemu (1982). *Investointilaskelmat*. Weilin+Göös.
- Altman, E. I. (1984). A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 4, 1067-1089.
- Andrade, G. & Kaplan, S. N. (1998). How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distress. *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 5, 1443-1493.
- Baxter, N. D. (1967). Leverage, Risk of Ruin and the cost of capital. *The Journal of Finance*, Vol. 22, No. 3, 395-403.
- Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2000) *Principle of corporate finance* (6th ed.) The McGraw-Hill Companies, Inc
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovich, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 1, 87-130.
- Buckley, A. (1992). *Multinational finance*. (2nd ed.) Prentice Hall International (UK) Ltd.
- Burgman, T. A. (1996). An empirical examination of multinational corporate capital structure. *Journal of International Business Studies*, Vol. 27, No. 3, 553-570.
- Butler, K. (2004). *Multinational Finance* (3rd ed.) Ohio: South-Western.
- Chevalier, A. & Hirsch, G. (1981). The assessment of political risk in investment decision. *The Journal of the Operational Research Society*, Vol. 32, No. 7, 599-610.
- Cravens, K. S. (1997). Examining the role of transfer pricing as a strategy for multinational firms. *International Business Review*, Vol. 6, No. 2, 127-145.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2005). Financing decisions: who issue stock? *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, No. 3, 549-582.
- Filippov P, Boltramovich S, Dudarev G, Smirnyagin D, Sutyryn D. & Hernesniemi H. (2005). *Investoinnit ja investointiedellytykset Venäjällä*. Kauppa- ja teollisuusministeriön julkaisu 8/2005.
- Frank, M. & Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, No. 2, 217-248.
- Graham, J.R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 5, 1901-1941.

- Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, No. 2-3, 187-243.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, 297-355.
- Heikkilä, T. (1998). *Yritysten ulkomaanyksiköiden pitkäaikaisen rajoituksen lähteet*. ETLA, keskusteluaiheita nro. 658
- Haugen, R. & Senbet, L. (1978). The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure. *The Journal of Finance*, Vol. 33, No. 2, 383-393.
- Jensen, M. C & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 305-360.
- Korhonen, T. (2004) *Venäjän rahoitusjärjestelmän nykytila ja näkymät*. BOFIT Online 2004 No. 7.
- Korhonen, K. & Kettunen, E. (2006) *Pohjoismaiset investoinnit Itä-Aasiaan tiikeritalouksissa. Kohdemaina Singapore, Hongkong, Etelä-Korea ja Taiwan*. Helsingin kauppakorkeakoulun julkaisuja, B-74.
- Kraus, A. & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, Vol. 28, No. 4, 911-922.
- Lee, K. C. & Kwok, C. Y. (1988). Multinational corporations vs. domestic corporations: international environmental factors and determinants of capital structure. *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, No. 2, 195-217.
- Leppiniemi, J. (1989). *Yritysrahoitus*. Jatkuvatäydenteinen. WSOY: Porvoo.
- Leppiniemi, J. (2000). *Rahoitus*. Vantaa: Tummavuoren Kirjapaino Oy.
- Lloyd-Davies, P. R. (1975). Optimal financial policy in imperfect markets. *The Journal Of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 10, No. 3, 457-481.
- Madura, J. (1995). *International Financial Management*. West Publishing: St. Paul MN.
- Mahlamäki, A. (2005). *Katsaus Venäjän pankkisektoriin*. BOFIT Online 2005 No. 12.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 261-297.

- Modigliani, F. & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, 433-443.
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, 575-592.
- Myers, S. & Majluf, N. S., (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, 187-221.
- Myers, S. & Shyam-Sunder, L. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, No. 2, 219-244.
- Niskanen J. & Niskanen M. (2000). *Yritysrahoitus*. Helsinki: Oy Edita Ab.
- Nokian Paperi. Ensimmäiset 140 vuotta (2005). Hämeen paino Oy.
- Nurmio, K. (1986). *Ulkomaisen tytäryhtiön rahoituksesta*. Vientikoulutussäätiö, FIBO-julkaisuja nro 14:28.
- Penttilä, S., Suhonen, P., Heino, E. & Matilainen, T. (2003). *Yritysten verot ja veronluonteiset maksut Venäjällä*. Kauppa- ja teollisuusministeriön rahoittamia julkaisuja, joita ei julkaistu Kauppa- ja teollisuusministeriön omissa sarjoissa.
- Rajan, R. & Zingales L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, 1421-1460.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, 23-40.
- Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002). *Corporate Finance* (6th ed.) New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Schmidt, R. H & Tyrell, M. (1997). Financial systems, corporate finance and corporate governance. *European Financial Management*, Vol. 3, No. 3, p. 333-361.
- Werner, S., Brouthers, L. E. & Brouthers, K. D. (1996). International risk and perceived environmental uncertainty: the dimensionality and internal consistency of Miller's measure. *Journal of International Business Studies*, Vol. 27, No. 3, 572-578.
- Äijö, T. S. (1997). *Suomalaisyrittäjä kansainvälistyy – strategiat, vaihtoehdot ja suunnitteluprosessi*. FINTRA julkaisu nro 82. Jyväskylä.

Elektroniset lähteet

Arviointitoimiston Expert RA. <http://www.raexpert.ru/ratings/regions/2005/>
10.7.2006.

Foreign Investment Advisory Council. Russia: Investment destination. March 2005.
www.pbnco.com 25.8.2006

Paperiliitto-lehti nro 16.
http://www.paperiliitto.fi/paperiliitto/suomeksi/paperiliitto_lehti/2005/1605/mapa.php
p. 11.10.2006.

Suomen Pankki. http://www.bof.fi/fin/5_tilastot/5.2_Tilastojulkaisut/index.stm
30.6.2006

Transparency International.
http://www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/cpi/2005/media_pack
10.7.2006

Venäjän Federaation kauppaja- ja talouskehitysministeriö. <http://www.economy.gov.ru>
10.2.2006

Venäjän Federaation keskuspankki. <http://www.cbr.ru> 10.2.2006

Venäjän Federaation tilastopalvelu <http://www.gks.ru/wps/portal/english> 15.8.2006