

VAASAN YLIOPISTO
LASKENTATOIMEN JA RAHOITUKSEN AKATEEMINEN YKSIKKÖ

Niko Seppäläinen

LEASINGRAHOITUKSEEN OHJAAVAT TEKIJÄT

Tarkastelussa Helsingin pörssissä listautuneet yhtiöt vuosilta 2016–2017

Laskentatoimen ja rahoituksen
Pro gradu -tutkielma

Laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelma

VAASA 2019

SISÄLLYSLUETTELO	sivu
KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELO	5
TIIVISTELMÄ:	9
1. JOHDANTO	11
1.1 Tutkimusongelma ja lähestymistapa	12
1.2 Tutkimuksessa käytettävät yritykset	13
1.3 Tutkimuksen rajaus ja kulku	14
2. LEASINGRAHOITUSMUODOT JA KIRJANPITOKÄYTÄNTÖ	16
2.1 Huoltoleasing	17
2.2 Rahoitusleasing	18
2.3 Myynti- ja takaisinvuokraus	20
2.4 Leasingrahoituksen käyttö Suomessa	21
2.5 Kirjanpitokäytäntö	25
2.5.1 Suomen kirjanpitokäytäntö	25
2.5.2 IFRS normisto	26
2.5.3 Leasingsopimukset IFRS-tilinpäätöskäytännössä	27
2.5.4 IAS 17	27
2.5.5 Rahoitusleasingsopimuksen kirjanpidollinen käsittely	28
2.5.6 Uusi IFRS 16	31
3. LEASINGINKÄYTÖN LAAJUUS, HYÖDYT SEKÄ KUSTANNUKSET	32
3.1 Verotuksellinen hyöty	32
3.2 Omistusoikeus ei siirry vuokralleottajalle	33
3.3 Epäsymmetrinen informaatio ja sopimuskustannukset	35
3.4 Muita leasingiin ohjaavia tekijöitä	35
3.5 Leasingrahoituksen varjopuolet	36
3.6 Aikaisemmat tutkimukset	37
3.7 Yhteenveto aikaisemmista tutkimuksista	44
4. EMPIIRISEN OSION AINEISTON JA MENETELMÄN ESITTELY	46
4.1 Tutkimusaineisto ja rajaukset	46
4.2 Tutkimusmenetelmät	47
4.2.1 Tobit-malli	47

4.2.2	Lineaarinen regressiomalli	50
4.2.3	Muuttujien tunnusluvut	53
5.	EMPIIRISET TULOKSET	55
5.1	Tutkimuksen kahtiajako	55
5.1.1	Tobit-mallien tulokset	56
5.1.2	Lineaarisen regressioanalyysin tulokset	59
5.2	Tutkimustulosten johtopäätökset	62
5.2.1	Rahoitusleasingtutkimuksen johtopäätökset	62
5.2.2	Huoltoleasingtutkimuksen johtopäätökset	64
6.	YHTEENVETO	66
	LÄHDELUETTELO	69
	LIITTEET	
	LIITE 1. Linearisessa regressiomallissa käytetyt yritykset	75
	LIITE 2. Yritysten rahoitus- ja huoltoleasingaste toimialoittain	76
	LIITE 3. Tobit-mallien selitettävän muuttujan tiheysfunktio	76
	LIITE 4. Lineaarisen regressiomallin residuaalien jakauma	77

KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELO

Kuvio 1. Epäsuora leasing. (Junka 1986)	18
Kuvio 2. Rahoitusyhtiöiden luottokannat jaoteltuna.	21
Kuvio 3. Rahoitusyhtiöiden luottokannat 31.12.2014, % osuudet.	22
Kuvio 4. Rahoitusyhtiöiden uudet leasingsopimukset laitteen mukaan 2014.	23
Taulukko 1. Korot ja lyhennykset	28
Taulukko 2. Tulosvaikutukset	29
Taulukko 3. Tobit-mallien tunnuslukuja	52
Taulukko 4. Lineaarisen regressiomallin tunnuslukuja	53
Taulukko 5. Tobit mallien 1 ja 2 tulokset	56
Taulukko 6. Pearsonin korrelaatiokertoimien tulokset	58
Taulukko 7. Lineaarisen regressiomallin tulokset	59

LYHENTEET

CUR	Current assets
COL	Collateral
EBITDA	Earnings before interest taxes depreciations appreciations
EU	Euroopan unioni
FAS	Finnish accounting standards
FDB	Financial debt banks
FDDC	Financial debt debentures and convertible bonds
FDO	Financial debt others
IAS	International accounting standards
ICB	Industry classification benchmark
IFRIC	International financial reporting interpretations committee
IFRS	International financial accounting standards
IND	Industry
IT	Informaatioteknologia
KILA	Kirjanpitolautakunta
KPL	Kirjanpitolaki
LEV	Leverage
NLD	Non-leasing debt
OPL	Operating lease
Pk	Pienet ja keskisuuret
ROA	Return on assets
TA	Total assets
VAR	Variability
VIF	Variance inflation factor

VAASAN YLIOPISTO**Kauppätieteellinen tiedekunta**

Tekijä:	Niko Seppäläinen	
Pro gradu -tutkielma:	Leasingrahoitus yritysten rahoitusmuotona: Tarkastelussa suomalaiset pörssiyhtiöt vuosilta 2016–2017	
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri	
Oppiaine:	Laskentatoimi ja tilintarkastus	
Työn ohjaaja:	Teija Laitinen	
Aloitusvuosi:	2015	
Valmistumisvuosi:	2020	Sivumäärä: 77

TIIVISTELMÄ:

Leasingrahoituksen käyttö on kasvanut huomattavasti viime vuosikymmenten aikana. Hyödykkeiden pitkäaikainen vuokraaminen eli liisaaminen tarjoaa tänä päivänä tärkeän rahoitusmuodon yrityksille, jotka eivät pidä investoinnin omistamista velkarahoituksella relevanttina vaihtoehtona. Leasingiä uskottiin ennen käytettävän ainoastaan verotuksellisista syistä sekä ulkoisen rahoituksen saannin vaikeuksista johtuen. Nykyään leasingillä on merkittävä osuus kaikista yritysrahoitusmuodoista, mikä on johtanut leasingin käyttöön ohjaavien tekijöiden laajempaan tutkimiseen eri markkina-alueilla.

Aikaisemmissa tutkimuksissa on tutkittu muun muassa rahoitusleasingin ja velkarahoituksen substituutiovaikutusta. Pienemmissä yhtiöissä rahoitusleasingin on havaittu olevan täydellinen substituutti, kun taas suuremmissa ja listatuissa yhtiöissä ne ovat olleet toisiaan täydentäviä rahoitusmuotoja. Lähiaikoina huoltoleasingin tarkastelu on lisääntynyt tutkimuksissa, sillä uuden IFRS 16 standardin voimaan tullessa kaikki vuokrasopimukset tullaan sisällyttämään taseeseen, mikä tulee vaikuttamaan tunnuslukuihin. Laajempi huoltoleasingin käyttö on aikaisempien tutkimustulosten mukaan yhdistetty heikompaan maksuvalmiuteen ja kannattavuuteen sekä luotonsaantirajoituneimpiin yrityksiin.

Tutkimus toteutettiin tobit- ja lineaarisella regressiomallilla ja aineistona käytettiin Helsingin pörssissä listautuneita pörssiyhtiöitä vuosilta 2016–2017. Tutkimustuloksista huomattiin, että rahoitusleasingin käytön vaihtelua ei pystytä selittämään muilla korollisilla veloilla. Huoltoleasingin laajuuden käytöstä selvisi, että korkeammat luotonsaantirajoitteet johtavat laajempaan huoltoleasingin käyttöön. Luottorajoitteita kuvattiin velkaantumisasteella sekä aineellisten hyödykkeiden määrällä pohjautuen aikaisempiin tutkimuksiin. Toimialalla ei havaittu olevan merkittävää vaikutusta huoltoleasingin käyttöön, kun toimialat luokiteltiin ICB-toimialaluokituksen mukaan.

AVAINSANAT: Rahoitusleasing, huoltoleasing, luotonsaantirajoitteet

1. JOHDANTO

Investointipäätöstä tehdessään yritys kartoittaa eri rahoitusvaihtoehtoja taloudellisesta, juridisesta ja verotuksellisesta näkökulmasta. Päätökseen vaikuttaa olennaisesti sen hetkinen vakuusomaisuus sekä etenkin taloudellinen tilanne. Myös investointihankkeen ominaisuudet painottuvat rahoituksen valinnassa. (Tepora 2013: 115) Nämä tekijät huomioiden yritys saattaa ajautua tilanteeseen, jossa se pitää leasingrahoitusta vartenotettava vaihtoehtona rahoittaa investointi.

Leasingrahoituksella on tärkeä rooli rahoitusmarkkinoilla tänä päivänä. Pk-yritykset toimivat Euroopan talouden voimanlähteenä ja ne muodostavat 99,8 % kaikista yrityksistä sekä työllistävät 70 % Euroalueella (Euroopan komissio 2017). Ulkopuolinen rahoitus on ollut pitkään suuri ongelma pk-yrityksillä, millä on ollut myös vaikutusta Euroopan talouden kasvuun. Viimeisimmästä taantumasta johtuen pk-yrityksillä on ollut vaikeuksia rahoittaa uusia investointeja tulorahoituksen avulla. Tämän vuoksi leasing nähdään tärkeänä vaihtoehtona pankkirahoituksen sijaan. Eurooppalaisten leasingyhtiöiden yhteistyöjärjestön LeaseEurope:n laskelmien mukaan vuonna 2013 leasingilla rahoitettiin 18,9 % yritysten kokonaisinvestoinneista, mikä tekee siitä käytetyimmän rahoitusmuodon Euroopan talousalueella. Leasing kannan arvo tänä päivänä Euroopassa on jo reilu 800 miljardia euroa. (Leaseurope 2017)

Leasingrahoituksen lisääntynyttä käyttöä voidaan osittain selittää likvidisyyden ja tunnuslukujen paranemisen sekä pääoman vapauttamisen vaikutuksilla. Rahoitusta hakevien toimijoiden luottoluokituksen parantuessa myös luotonsaanti helpottuu olennaisesti. Etenkin omavaraisuusasteen on nähty olevan merkittävässä roolissa pankkien luotonsaantipäätöksissä. Yritysten turvautuessa perinteisesti tulo- tai pankkirahoitukseen niiden on pitänyt etsiä sittemmin vaihtoehtoista rahoitusta luotonsaannin vaikeutumisen vuoksi. (Neuberger & Rätke-Döppner 2013). Leaseurope:n (2017) mukaan tärkeimpiä leasingrahoitukseen johtaneita syitä ovat juuri muun muassa rahoituksen saanti ilman vakuuksia ja pääomakustannusten jakaantuminen useille tilikausille, mitkä tekevät leasingistä helppokäyttöisen rahoitusmuodon.

Leasingiä voidaan pitää rahoitusvälineenä, jossa rahoitetun omaisuuden varsinainen omistajuus ja käyttöoikeus on erotettu toisistaan. Toisin kuin perinteisessä pankkirahoituksessa leasingrahoittajalla pysyy omistusoikeus hyödykkeeseen ennalta määrätyn ajanjakson ajan. Alkuperäisen toimittajan kanssa sovitun takaisinostosopimuksen ansiosta rahoitusyhtiöt pystyvät käytännössä myöntämään enemmän luottoa kuin vakuudellisessa luottopäätöksessä. Velan määrän kasvattaminen leasingin kautta onkin koettu järkeväksi yrityksissä, joiden luotonsaanti on rajoittuneempaa. (Eisfeldt & Rampini 2009)

1.1 Tutkimusongelma ja lähestymistapa

Aihepiiristä on tehty huomattava määrä eri tyyppisiä tutkimuksia etenkin Yhdysvaltojen markkinoilta, joilta leasingrahoitus sai alkunsa. Aikaisemmin tutkimukset keskittyivät pääasiassa tekijöihin, jotka ohjasivat kohti leasingrahoitusta. Toistuvana näkökulmana ulkomaisissa tutkimuksissa on ollut verotuksen progression vaikutus leasing- tai velkapäätöksiin. Lisäksi useat tutkijat ovat selvittäneet rahoitusleasingin ja velkarahoituksen substituutiovaikutusta. Kahtena viime vuosikymmenenä tutkimuskohteina ovat olleet myös eurooppalaisten valtioiden kuten saksalaiset, isobritannialaiset, italialaiset, espanjalaiset ja belgialaiset yhtiöt. Vasta myöhemmin eurooppalaisissa tutkimuksissa näkökulmana on ollut yhä useammin yritysten eri ominaisuuksien yhteys leasingin käyttöön.

Neuberger ja Rätke-Döppner (2013) listasivat useita rahoitus- ja huoltoleasingiä koskevia tutkimuksia kolmenkymmenen vuoden takaa. Tutkimusmenetelmiin oli valittu taloudellista asemaa ja tuloksellisuutta kuvaavia tunnuslukuja, joilla on pyritty selittämään leasingin laajempaa tai vähäisempää käyttöä. Tutkimuksia on pyritty kohdistamaan yhä useammin huoltoleasingin käyttöön, sillä se luetaan vielä taseen ulkopuoliseksi rahoitukseksi ennen IFRS 16 astumista voimaan. Yritysten, jotka käyttävät enemmän huoltoleasingiä käyttöpääoman rahoittamiseen, on tutkimusten mukaan nähty olevan velkaantuneimpia ja luottorajoittuneimpia. IAS 17 mukaan huoltoleasingvastuut eivät lisää taseesta mitattua velkaa, jonka vuoksi nämä yritykset ovat todennäköisemmin turvautuneet huoltoleasingrahoituksen käyttöön. (Giner ja Pardo 2017; Lin, Wang, Chou, Chueh 2012)

Tämä pro gradu -tutkimus perustuu kahteen aikaisempaan leasingrahoitustutkimukseen. Ensimmäiseksi selvitetään, käyttäytyykö rahoitusleasing muiden ulkopuolisten rahoituslähteiden osittaisena substituuttina hyödyntäen Deloof ja Vershueren (1999) tutkimusmenetelmää. Analysointimenetelmänä käytetään rajoitetun selitettävän muuttujan regressiomallia, tobit-mallia, ja selittäviksi muuttujiksi valitaan Deelof ym. (1999) käyttämiä tunnuslukuja kuten lainat rahoituslaitoksilta, pitkäaikainen korollinen vieraspääoma ilman rahoitusleasingvelvoitteita ja muut pitkäaikaiset korolliset velat. Nämä tase-erät suhteutetaan taseen loppusummaan. Lisäksi mallista selviää kuinka hyvin yrityksen koko sekä tuloksen ja tasearvon vaihtelu selittävät rahoitusleasingin käyttöä. Toisena tutkimuksena hyödynnetään Giner ym. (2017) espanjalaisten pörssiyritysten huoltoleasingitutkimusta, jossa tarkastellaan mitkä taloudelliset tunnusluvut ja yhtiöiden ominaisuudet selittävät merkittävästi yritysten käyttöpääoman vuokraamista huoltoleasingin avulla. Mallin muuttujat johdetaan suoraan Giner ym. (2017) tutkimuksesta ja testaus tapahtuu heidän käyttämänsä lineaarisen regressiomallin mukaisesti.

Etenkin huoltoleasingiin kohdistuva tutkimus on varsin ajankohtainen, koska vuoden 2019 jälkeen alkavilla tilikausilla kaikki vuokrasopimukset kirjataan taseeseen. Huoltoleasingvelat tulevat väistämättä vaikuttamaan vakavaraisuuden ja kannattavuuden tunnuslukuihin, kun taseesta mitatun velan osuus kasvaa pääomarakenteessa riippuen vuokravastuiden määrästä. Tämän vuoksi työssä tutkitaan tarkemmin muun muassa havaitaanko huoltoleasingia käyttävien yritysten keskuudessa korkeampaa velkaantumista ennen kuin leasingin kapitalisointi näkyy tunnusluvuissa.

1.2 Tutkimuksessa käytettävät yritykset

Tutkittava aineistona käytetään Helsingin pörssissä noteerattuja pörssiyrityksiä vuosilta 2016–2017. Aineistoa kerättyä Orbis -tietokanta tarjosi 155 Helsingin pörssissä listattua yhtiötä vuodelta 2019. Pörssiyritykset on jaettu toimialakohtaisesti noudattaen ICB-

toimialaluokitusta¹. Yhtä ruotsalaista yhtiötä lukuun ottamatta listatut yhtiöt ovat suomalaisia Helsingin pörssissä. Aineistosta rajattiin pois vuoden 2016 jälkeen listautuneet yhtiöt sekä lisättiin pörssistä vuoden 2017 jälkeen poistuneet yhtiöt. Lisäksi kaikki rahoituslalla toimivat yhtiöt jätettiin tutkimuksen ulkopuolelle, jolloin lopulliseksi aineiston kooksi muodostui 120 tarkasteltavaa yhtiötä vuosilta 2016–2017.

Vuodesta 2006 lähtien kaikki EU:n alueella toimivat listatut yhtiöt ovat joutuneet laatimaan tilinpäätöksensä käyttäen IFRS normistoa (Haaramo 2012: 55). Tämä pätee yhtä lailla Helsingin pörssissä noteerattuihin yhtiöihin. IFRS vaatii yhtiöiden raportoitavan rahoitusleasingvastuista vieraan pääoman osiossa ja liitetietoina on esitettävä ei-purettavissa olevat vuokravastuut eli huoltoleasingvelvoitteet yritysten vuosikertomuksissa. Samoilla tilinpäätösnormistoilla laaditut tilinpäätökset helpottavat aineiston keräämistä tutkimusta varten.

1.3 Tutkimuksen rajaus ja kulku

Työn lopussa tutkimus kohdistuu Helsingin pörssissä noteerattuihin yhtiöihin. Tutkimustulokset antavat tarkoituksenmukaisemmat tulokset väittämiin, kun pienemmät listaamattomat pk-yritykset rajataan pois tarkastelusta. Suurten listattujen yhtiöiden voidaan olettaa liisaavan eri syistä kuin pienempien toimijoiden erilaisesta tilinpäätöskäytännöstä johtuen, minkä vuoksi tutkimustulos saattaisi vääristyä merkittävästi. Suomalaisen tilinpäätöskäytännön mukaan leasingvastuista ei tarvitse olla mainintaa taseessa elleivät yritykset halua käyttää vapaaehtoisesti IFRS-normistoa. Työn tarkoituksena ei muutoinkaan ole tarkastella, kuinka leasing käyttäytyy eri tilinpäätöskäytäntöä käyttävien tilinpäätöksissä, vaan huomion kohteeksi on otettu ominaisuudet yrityksillä, joiden käytössä on pienikin osa vuokrattuja tuotannontekijöitä. Näiden yhtiöiden taloudellista asemaa arvioidaan tunnuslukujen avulla ja siten haetaan vastauksia työssä esitettyihin väittämiin.

¹ Helsingin pörssissä ICB-toimialaluokituksen toimialat ovat öljy- ja kaasu, perusteollisuus, teollisuustuotteet ja -palvelut, kulutustavat, kulutuspalvelut, terveydenhoito, tietoliikennepalvelut, rahoitus ja yleishyödylliset palvelut

Tämä työ on jaettu neljään päälukuun. Johdannon jälkeisessä luvussa käsitellään ensin leasingille tyypillisiä rahoitusmuotoja, jonka jälkeen on esitetty tilastollista tietoa leasingrahoituksen käytöstä Suomessa vuosilta 2008–2014. Kappaleen lopussa päästään leasingrahoituksen laajaan kirjanpidolliseen tarkasteluun kansainvälisen IFRS- sekä suomalaisen tilinpäätöskäytännön näkökulmasta. Kolmannessa kappaleessa on avattu tarkemmin muutamia aikaisempia tutkimuksia aiheeseen liittyen, mistä päästään pohtimaan leasingrahoituksen etuja ja haittoja yritystoiminnassa. Kattavan kirjallisuuskatsauksen jälkeen siirrytään kuvaamaan lyhyesti tutkimusvaiheessa käytettävää tutkimusmenetelmää. Tutkimustulokset esitellään työn neljännessä kappaleessa.

2. LEASINGRAHOITUSMUODOT JA KIRJANPITOKÄYTÄNTÖ

Termillä leasing tarkoitetaan hyvinkin erilaisia sopimuksia, joihin liittyy vuokrattava elementti. Sana leasing tulee englannin kielen sanoista ”to lease”, vuokrata. Leasing rahoitusmuotona tarjoaa yrityksille mahdollisuuden rahoittaa toimintaansa varten esimerkiksi maa-alueita, tehtaita, ajoneuvoja ja tarvikkeita ilman itse hyödykkeen omistamista. Leasingrahoituksessa vuokralleottaja on oikeutettu omaisuuserän käyttämiseen vuokraussopimuksessa määritellylle ajanjaksolle maksaen samalla rahoittajalle maksusuorituksia. Vuokrauksessa kohteen käyttöoikeus siirtyy vuokralleottajalle, mutta omistusoikeus jää rahoittajalle. Leasing määritelläänkin tavallisesti irtaimen pitkäaikaiseksi vuokraukseksi. (Tepora 2013: 115-116)

Leasing on lähtöisin Yhdysvalloista, kun amerikkalainen Bell-yhtymä ryhtyi myymisen sijaan vuokraamaan puhelimia eteenpäin asiakkaille 1800-luvun loppupuolella. Varsinainen leasing rahoitusmuoto alkoi vuonna 1952, kun Yhdysvalloissa perustettiin United States Leasing Corporation of San Francisco. Tämän jälkeen leasing rahoitusmuotona on kasvanut voimakkaasti ja levinnyt markkinatalousmaihin ympäri maailman. Suomeen leasingrahoitus rantautui vuonna 1965. (Junka 1986) Vuokrausluotto Leasing Oy sekä Leasing-rahoitus Oy olivat ensimmäiset leasingrahoitusta harjoittavat yhtiöt Suomessa. Vasta 1980-luvun loppupuolella leasing alkoi kasvattamaan suosiota ja tänä päivänä siitä on tullutkin merkitykseltään huomattava erityisrahoitusmuoto usealla eri sektorilla. (Tepora 2013: 117)

Leasingtoiminta on kehittynyt voimakkaasti ja siitä on syntynyt uusia muotoja vuosien varrella. Leasingrahoitusyhtiöt ovat kehittäneet jatkuvasti erisisältöisiä ja erinimisiä leasingrahoitustuotteita markkinoille yritysten tarpeita täyttämään. Leasingrahoituksen tarjoajat ovat tavallisesti erillisiä luottolaitoksia, mutta myös itse vuokrakohteen valmistajat tarjoavat pitkäaikaista vuokrausta. Vuonna 2014 Suomessa oli 19 aktiivista leasingrahoitusta tarjoavaa yritystä, joista kahdeksan oli luottolaitosta. Luottolaitoksille kertyi 81 % kaikista leasingvuokrista. (Tilastokeskus 2014)

Leasingsopimusten perusjako kulkee rahoitusleasingin ja huoltoleasingin välillä. Lisäksi on myös olemassa hyvin yleistynyt rahoitusjärjestely sale and lease back. Vaikka nämä

eri leasing tyypit eroavat toisistaan juridiikan, verotuksen ja tilinpäätöksien osalta, nähdään ne silti yhtenä osana yrityksen rahoituspäätöstä rahoitusteorian mukaan (Lasfer & Levis 1998)

2.1 Huoltoleasing

Huoltoleasing (*operating lease*) tarjoaa yrityksille taseen ulkopuolista rahoitusta. Sen piirteet vastaavat hyvin pitkälti tavanomaista irtaimen esineen vuokrausta. Tyypillisiä huoltoleasingin vuokrauskohteita ovat konttorikoneet ja ajoneuvot. Huoltoleasing eroaa monella tavalla rahoitusleasingista, jota tarkastellaan jäljempänä. Huoltoleasingsopimukset ovat usein kestoaltaan 12–36 kuukauden pituisia, minkä vuoksi ne eivät kata kokonaan vuokrauskohteen taloudellista käyttöikä. Edellisen leasingsopimuksen päättyessä vuokralleantajan onkin mahdollista vuokrata kohde edelleen tai myydä se pois. Vuokralleantaja on velvollinen huolehtimaan aktiivisesti vuokrauskohteen ylläpidosta niin, että vuokrauskohteeseen pysyy käyttökuntoisena koko vuokrauskauden vuokralleottajan hallussa ja käytössä. Vuokralleantaja kantaa siis täyden vastuun leasingkohteeseen liittyvistä riskeistä, minkä vuoksi sitä voidaan luonnehtia täysin riskittömäksi sijoituskohteeksi vuokralleottajan näkökulmasta. Tämä näkyy myös vuokralleottajan kohtalaisen korkeissa leasingmaksuissa. (Tepora 2013: 128-129)

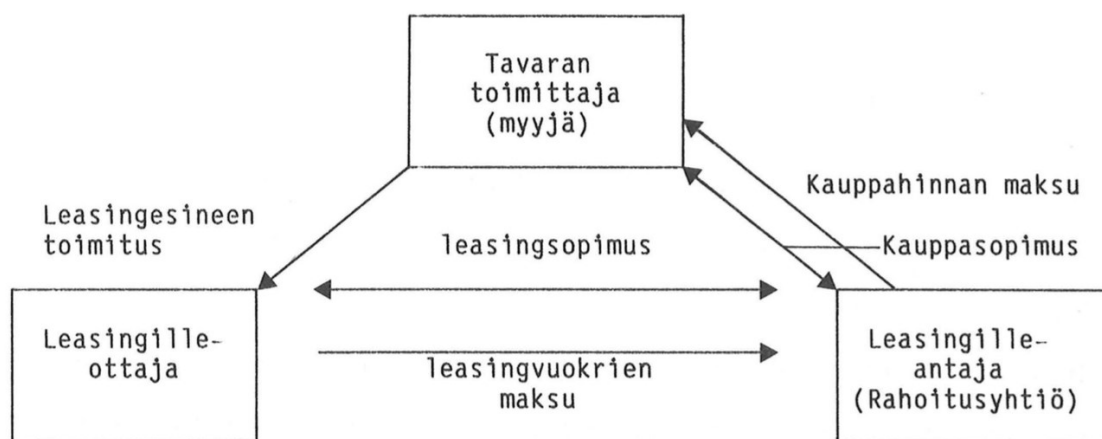
Huoltoleasing sopimuksena on kaksikantainen. Leasingsopimuksessa osapuolina ovat tavarantoimittaja ja vuokralleottaja. Tavarantoimittaja toimii samalla leasingantajana, jonka vuoksi järjestelyissä ei ole mukana erillistä rahoittajaa kuten rahoitusleasingissa. Tämän vuoksi sopimusta kutsutaan suoraksi leasingiksi. (Junka 1986)

Vuokralleottaja sitoutuu vastaavasti maksamaan vuokralleantajalle kuukausittaista huoltoleasingvuokraa. Tämä vuokralleantajan määrittämän vuokran määrä koostuu eri osatekijöistä kuten kohteeseen sidotun pääoman poistoista, huoltokustannuksista sekä korkokuluista. Vuokralleottajan maksamat vuokraerät yhteensä sopimuskauden aikana eroavat selvästi listahinnan ja jäännösarvon erotuksesta. Autorahoituksessa leasingvuokraan vaikuttaa auton listahinnan lisäksi myös mahdollinen lisävarustelu, sekä ajettavat kilometrit.

Huoltoleasingsopimuksen mukaisissa vuokrissa on kyse vuokrakohteeseen sitoutuneen pääoman lyhentämisestä. Vuokralleottajan maksaessaan kuukausittaisia vuokramaksuja hän lyhentää myyntihinnan ja jäännösarvon välistä laskennallista pääomaa. Vuokralleantaja pyrkii arvioimaan kohteen tulevan jäännösarvon hyvin tarkasti määriteltäessä leasingvuokran määrää. Mikäli jäännösarvo ennustetaan sen hetkistä myyntiarvoa korkeammaksi, syntyy siitä vuokraajalle tappiota. (Prado 2009)

2.2 Rahoitusleasing

Rahoitusleasing (*financial lease*) tarkoittaa pääsääntöisesti tuotteen pitkäaikaista vuokrausta. Se on laajasti käytössä oleva erityisrahoitusmuoto, joka tarjoaa vaihtoehdoisen rahoitusmuodon yrityksille hankkia tarvitsemansa koneen, laitteen, ajoneuvon tai muun investointikohteen. Rahoitusleasingsopimuksessa on mukana kolme osapuolta; asiakasyritys, tavarantoimittaja ja rahoitusyhtiö. Sopimusjärjestelyt alkavat asiakkaan tiedustellessa sekä hakiessa leasingrahoitusta rahoitusyhtiöstä. Myönteisen rahoituspäätöksen jälkeen tavarantoimittaja ja rahoitusyhtiö solmivat vuokrakohteesta kauppasopimuksen. Tämän jälkeen rahoittaja ja asiakasyritys neuvottelevat leasingsopimuksen, ja vuokrattava kohde tilataan toimitettavaksi suoraan asiakasyrityksen käyttöön sovituksi määräajaksi. Myös kohteen omistusoikeus siirtyy samanaikaisesti rahoittajalle ennen kaikkea vakuus-tarkoituksessa (Tammi-Salminen: 2010). Rahoitusleasingsopimus on täten luonteeltaan kolmikantainen ja siksi sitä kutsutaan myös epäsuoraksi leasingiksi. Rahoitusleasingin sopimusjärjestelyiden vaiheet on esitelty tarkemmin kuviossa 1. (Junka 1986)



Kuvio 1. Epäsuora leasing (Junka: 1986)

Vuokralleantajalla on rahoitusleasingissä vain rahoittajan rooli. Se ei ota vastuuta vuokralleantajan alkuperäisen laadun ja ominaisuuksien suhteen eikä kohteen soveltuvuudesta vuokralleottajan käyttöön. Vuokralleottaja on täysin vastuussa vuokratun tuotteen korjauksista, huolloista, vakuutuksista ja muista kuluista, mitkä liittyvät tuotteen käyttämiseen. Rahoitusyhtiö vastaanottaa vastineeksi vuokralleottajalta kuukausittain leasingvastiketta, joka koostuu tuotteen hankintahinnasta, käyttöoikeudesta sekä vaadittavan pääoman korkokustannuksista samaan tapaan kuin huoltoleasingissa. (Tepora 2013: 133)

Rahoitusleasingsopimuksissa vuokralleottajalle syntyy selkeästi sitovampi vastuu vuokralleantajan kuin muissa vuokrasopimuksissa, jonka vuoksi sopimus tulee kirjata taseeseen sen sijaan, että siitä annettaisiin vain liitetieto (Haaramo 2012: 232). Sopimus omaisuuden vuokrauksesta tehdään yleensä vuokrauskohteen teknistaloudelliseksi käyttöajaksi. Leasingsopimuksen päättyessä vuokralleottajalla on yleensä mahdollisuus jatkaa sopimusta aikaisempaa edullisemmilla ehdoilla tai ostaa vuokratuote omakseen (Leppinen 2009: 141)

Kansainvälisessä tilinpäätöskäytännössä leasingsopimukset jaetaan rahoitusleasingiksi tai muuksi vuokrasopimukseksi. Sopimuksen luonne päätellään vuokrasopimuksen todellisen sisällön perusteella. Kansainvälisen tilinpäätösstandardin IAS 17 kappaleet 17.11 ja 17.12 määrittelevät rahoitusleasingsopimusten tunnusmerkkejä. Tunnusmerkit ovat seuraavat:

1. Hyödykkeen omistus siirtyy vuokralleottajalle vuokra-ajan päättyessä.
2. Hyödykkeen käyttäjällä on oikeus ostaa hyödyke edullisesti verrattuna hyödykkeen käypään arvoon
3. Vuokra-aika kattaa valtaosan taloudellisesta kokonaisvaikutusajasta
4. Vähimmäisvuokrien nykyarvo muodostaa olennaisen osan hyödykkeen käyvästä arvosta
5. Vuokrattujen hyödykkeiden erityisluonne: ne soveltuvat pääasiassa vain vuokralleottajan liiketoiminnassa käytettäväksi
6. Vuokralleottaja kantaa tappiot vuokralleottajan purkaessa sopimuksen

7. Jäännösarvon käyvän arvon vaihtelusta syntyvät voitot ja tappiot kuuluvat vuokralleottajalle
8. Vuokralleottaja voi jatkaa sopimusta markkinavuokraa alemmalla vuokratasolla

Jokin ylläolevista tunnusmerkistä yksinään tai yhdessä muitten tunnusmerkkien kanssa antaa viitteen tuleeko kysymykseen rahoitusleasingsopimus. Tunnusmerkit itsessään eivät kuitenkaan anna perustaa sille, miten vuokrasopimus luokitellaan. Niitä tulee tarkastella yhdessä taloudellisten riskien ja tuottojen siirtymisen sisältöpainotteisuusperiaatteen kanssa. (Haaramo: 2012: 235)

2.3 Myynti- ja takaisinvuokraus

Yrityksellä voi olla paljon varallisuutta kiinni toiminnan pyörittämiseen liittyvässä omaisuudessa kuten kiinteistöissä ja kone- tai laitelinjoissa. Huonoina aikoina tai toiminnan luonteesta johtuen yrityksellä saattaa tulla äkillinen tarve muuttaa omaisuus likvidiksi varaksi nopeasti varmistaen samalla liiketoiminnan häiriöttömän jatkumisen. (Tepora 2013: 40) Myynti- ja takaisinvuokraus (*sale and lease back*) rahoitusmuoto tarjoaa mahdollisuuden omaisuuden myynnille, vaikka myytävän hyödykkeen käyttöoikeus säilyy myyjäyrityksellä (Wells ja Whitby 2012).

Kyseinen rahoitusjärjestely on siis vaihtoehtoinen rahoitusmuoto pankkilainan sijaan, jossa aiemmin hankittu omaisuus myydään ostajalle, tavallisesti rahoitusyhtiölle tai muulle sijoittajalle, jolta se liisataan takaisin omaan käyttöön. Yleisesti ottaen suuret yritykset, joilla on rahoitusvaikeuksia päätyvät käyttämään myynti ja takaisinvuokraus järjestelyä. Kohteena voivat olla kiinteistöjen lisäksi lentokoneet, teollisuuslaitteet sekä it-laitteet. (Tepora 2013: 44)

Suoraan leasingiin verrattuna myynti- ja takaisinvuokraus rahoituksessa jo aikaisemmin hankitun omaisuuden omistajuus siirretään vuokralleantajalle, millä vapautetaan koh-

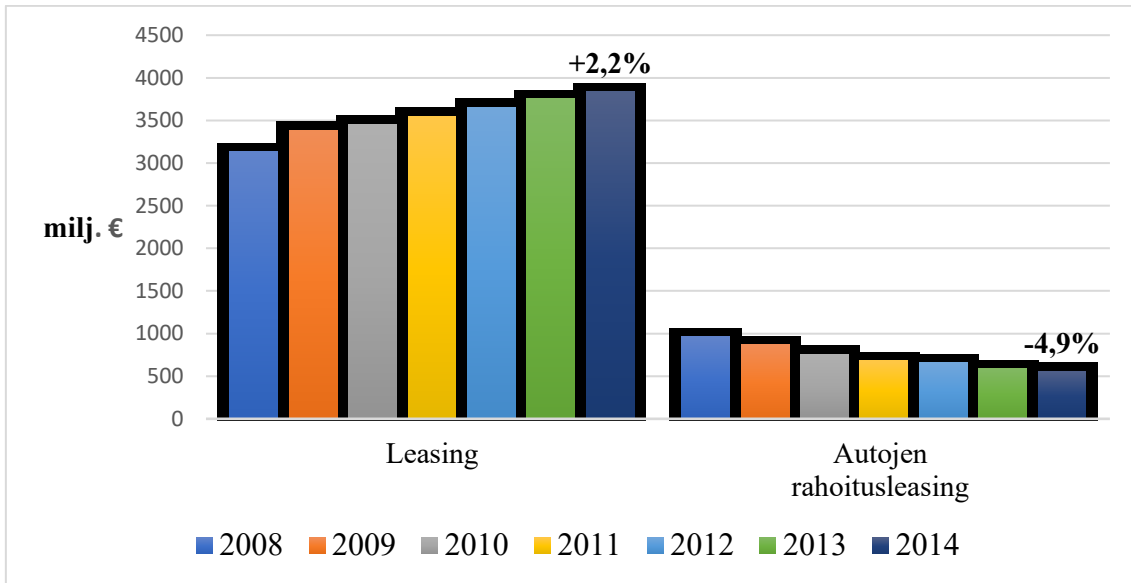
teessa kiinni olevat varat taseesta. Omistajuudesta luovuttaessa käyttöpääoman määrä taseessa lisääntyy, jolloin on mahdollista sijoittaa varat tarpeellisempiin käyttötarkoituksiin. (Wells ja Whitby 2012)

Myynti- ja takaisinvuokraus järjestelyihin liittyviä transaktioita ovat tutkineet muun muassa Wells ja Whitby (2012). Heidän tutkimuksensa osoitti järjestelyitä käytettävän etenkin suurissa yrityksissä, joiden luotonsaanti on rajoittuneempaa sekä pääomakustannukset korkeammat verrattuna yrityksiin, jotka käyttävät tavallisesti velkarahoitusta. Tutkijat korostivat myös johtopäätöksissä progressiivisen verotuksen vaikutusta järjestelyissä. Likviditeettiongelmat yhdistettynä matalaan veroasteeseen kannustavat myynti ja takaisinvuokraus -järjestelyn käyttöön. Suomen tasaverotuksesta johtuen tämä ei ole relevantti tekijä suomalaisille yrityksille.

2.4 Leasingrahoituksen käyttö Suomessa

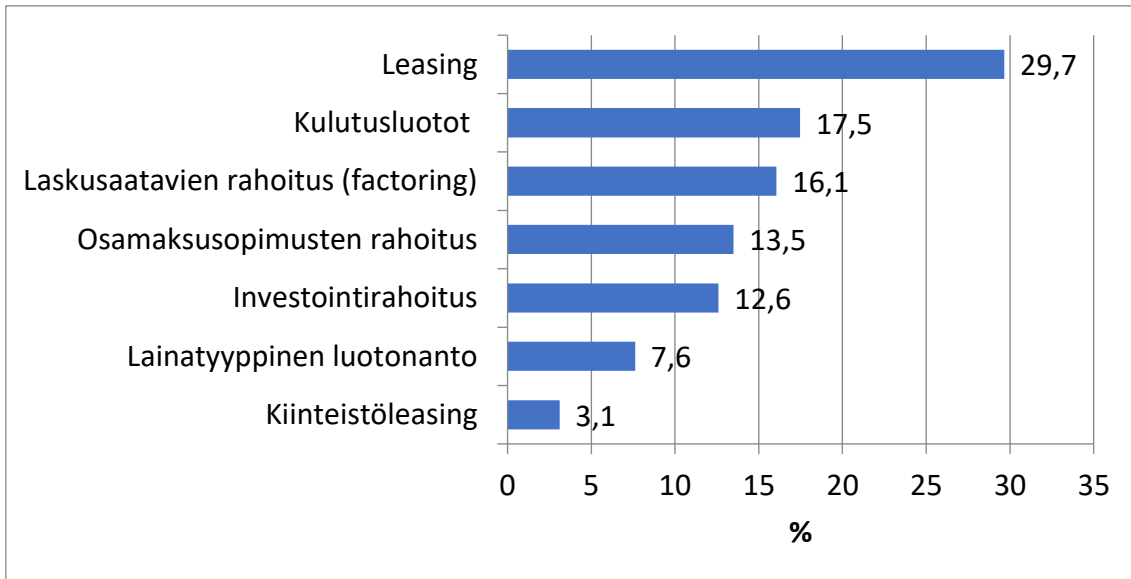
Leasingrahoituksen käyttö Suomessa on varsin laajaa, selviää Finanssialan Keskusliiton julkaisemista rahoitusyhtiötilastoista (2015). Rahoitusyhtiöt keräävät vuosittain tilastoja myöntämistään luottokannoista. Tilastokeskus on puolestaan keskittynyt raportoimaan rahoitusleasingosuuksia Suomessa. Vuonna 2014 Suomessa toimi 19 rahoitusleasingiä aktiivisesti harjoittavaa yritystä, joista kahdeksan oli luottolaitoksia ja loput muita yrityksiä (Suomen virallinen tilasto 2014)

Ensimmäisestä pylväsdiagrammista (kuvio 2) saa selkeän kuvan siitä, kuinka leasingkannat ovat myös Suomessa kasvaneet vuosittain finanssikriisin jälkeen. Tätä ilmiötä selittää leasingrahoituksen lisääntynyt tarjonta sekä sen saannin vaivattomuus. Luotonsaantirajoitteet ovat hyvä esimerkki siitä, miksi leasingiä pidetään houkuttelevana vaihtoehtona ulkoisen rahoituksen sijasta, kuten jäljempänä tarkasteltavista tutkimuksista selviää.



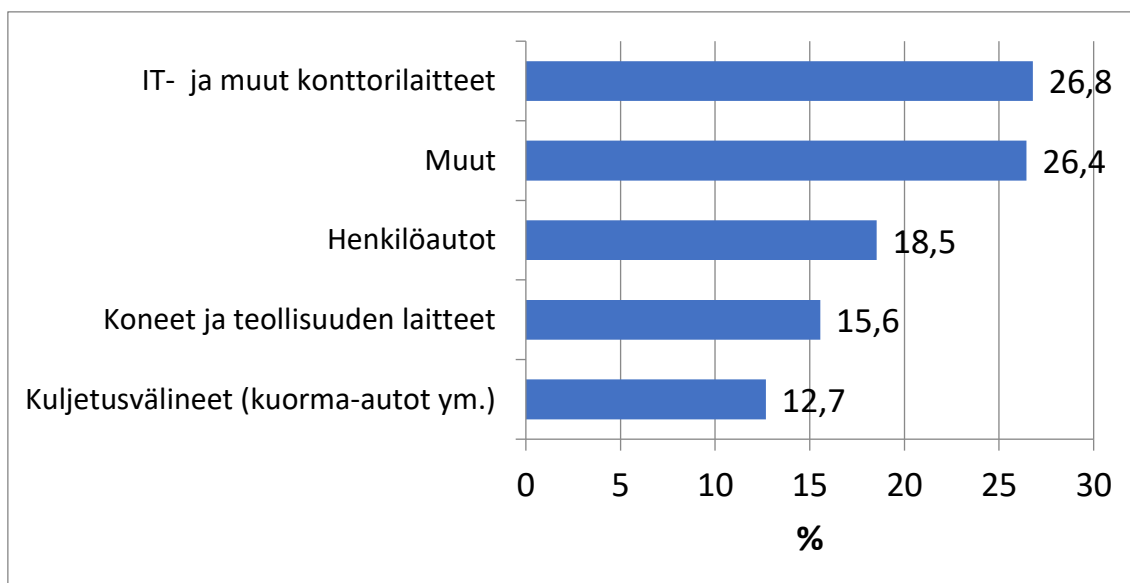
Kuvio 2. Rahoitusyhtiöiden luottokannat jaoteltuna. (Finanssialan keskusliitto: 2015)

Kuvio 2. mukainen autojen rahoitusleasingkannan tasainen lasku saattaa johtua eri auto-rahoitusmallien jatkuvasta kehittymisestä markkinoilla. Autojen huoltoleasing kasvattaa jatkuvasti suosiotaan, minkä vuoksi autojen rahoitusleasingkanta on voinut vähentyä sen seurauksena. Asiakas saa muutaman vuoden välein käyttöönsä uuden auton ja lisäksi vuokramaksuihin sisältyy täysi ylläpito huoltoleasingsopimuksissa. Monet perinteiset autokaupat ovat myös aloittaneet autojen liisauksen rahoitusyhtiöiden lisäksi.



Kuvio 3. Rahoitusyhtiöiden luottokannat 31.12.2014, % osuudet (Finanssialan keskusliitto: 2015)

Eri rahoitusmuotojen osuuksista luottokannoista (kuvio 3) huomataan leasingin olevan varsin käytetty rahoitusmuoto tänä päivänä. Leasingin käytön osuutta verrattaessa investointirahoitukseen voidaan todeta, että suurin osa yrityksen investoinneista rahoitetaan leasingin kautta. Leasing tuo toimintaan joustavuutta, kun hyödykettä ei tarvitse omistaa koko taloudellisen käyttöiän ajan. On myös mahdollista, että hyödykkeiden lyhytaikainen käyttäminen pitkäaikaisen omistuksen sijaan on suositumpaa tänä päivänä. Suhteellisen korkeaa leasingkantaa yritystoiminnan näkökulmasta ajatellen voidaan selittää monilla leasingrahoitukseen liittyvillä hyödyillä, joita käsitellään jäljempänä. (Finanssialan keskusliitto 2015)



Kuvio 4. Rahoitusyhtiöiden uudet leasing sopimukset laitteen mukaan 31.12.2014 (Finanssialan keskusliitto 2015)

Yllä olevasta pylväsdiagrammista (kuvio 4) nähdään kuinka uusien leasing sopimusten käyttökohteet ovat jakautuneet vuonna 2014. Suurin leasingrahoituksen kohde olivat ajoneuvot (noin 30 %) ja toiseksi suurin IT- ja muut konttorilaitteet (26,8 %). Investointirahoituksen tilastoihin viitaten jälkimmäisen hyödykeryhmän osuus on vain 0,4 %, joten voidaan todeta, että lähes kaikkien konttorilaitteiden käyttö myydään leasingin tai osamaksusopimusten kautta. Arvoltaan pienemmät hankinnat toteutetaan edelleen tulorahoituksella yritystoiminnassa. (Finanssialan keskusliitto 2015)

Toinen merkillepantava havainto leasingin kasvuun liittyy ryhmään muut hyödykkeet. Ryhmän suhteellinen osuus uusissa leasing sopimuksissa on noussut 11,4 % vuosien 2007–2014 välillä. Tämä viittaa siihen, että leasingkäytön laajuus on levinnyt yhä useampiin hyödykelajeihin viime vuosikymmenen aikana. (Finanssialan keskusliitto 2015)

Tilastokeskuksen rahoitusleasingin tilastoihin viitaten tukku- ja vähittäiskaupan sekä kuljetus ja varastoinnin toimialoilla on ollut jatkuvasti eniten rahoitusleasinghankintoja yksityisellä sektorilla. Molemmat toimialat muodostivat lähes puolet kaikista yritysten tekemistä leasinghankinnoista vuonna 2014. (Suomen virallinen tilasto)

2.5 Kirjanpitokäytäntö

Seuraavaksi tarkastellaan leasingrahoituksen kirjanpidollista kohtelua Suomen kirjanpitokäytännön FAS sekä kansainvälisen IFRS-normiston pohjalta. Näiden normistojen välillä vallitsee merkittäviä eroja. Oleellisin ero liittyy siihen, kummalle osapuolelle leasingkohteen omistajuus kirjanpidossa luetaan. Suomen kirjanpitolain mukaan suomalainen vuokralleottaja ei esitä rahoitusleasingsopimuksia taseessaan, vaan ne kuuluvat leasingkohteen juridisen omistajan taseeseen eli rahoittajan taseeseen (Halonen 2013: 450). IFRS-normiston lähtökohtana on puolestaan sijoittajan näkökulma ja taseen korostaminen tuloslaskelmaan verrattuna (Haaramo 2012: 33). IFRS-normiston kasvaneen käytön myötä suurin osa rahoitusleasingsopimuksista onkin esitetty vuokralleottajan taseessa, mistä puhutaan tarkemmin jäljempänä.

2.5.1 Suomen kirjanpitokäytäntö

Suomen tilinpäätösnormisto perustuu velkojan suojelemiseen, kun taas IFRS-normiston lähtökohtana on sisältöpainotteisuuden periaate (Haaramo 2012: 33). Tämä tarkoittaa, että tapahtumat kirjanpidossa esitetään niiden todellisen sisällön mukaan. Myös Suomen kirjanpitolain yleisissä tilinpäätösperiaatteissa on ollut mukana sisältöpainotteisuuden periaate. Kirjanpitolautakunta (2006) on lausunnossaan KILA 1775/2006 kuitenkin todennut, että liiketapahtumat tulee lähtökohtaisesti kirjata niiden oikeudellisen muodon perusteella. Sisältöpainotteisuuteen vedoten vakiintuneista kirjaussäännöistä ei voida poiketa ilman erityistä syytä. Rahoitusleasingsopimuksia ei siis käsitellä vuokralleottajan taseessa Suomen kirjanpitolain mukaan (Halonen 2013: 450)

Leasingrahoituksessa merkitystä on sillä, sovelletaanko sisältöpainotteisuuden periaatetta vai ei, kun arvioidaan, kummalle osapuolelle vuokrakohteen omistajuus kirjanpidossa luetaan. Suomen kirjanpitolain mukaan ainoastaan vuokralleottaja esittää vuokrakohteen taseessaan ja tekee normaalit poistot omaisuudesta. Vuokralleottajan kirjanpidossa leasingvastuut näkyvät tulostilillä vuosittaisina vuokramaksuina. Nämä vuokramaksut ovat verotuksessa vähennyskelpoisia, mikäli ne liittyvät varsinaiseen liiketoimintaan. Tilinpäätöstietojen liitetietoina on ilmoitettava pitkävaikutteiset rahoitusleasingsopimukset ja

niiden irtisanomisaikainen vuokra. Leasing sopimuksista oleva informaatio on siten myös sijoittajien saatavissa. (Tepora 2013: 150)

Yritysten käyttäessä suomalaista tilinpäätösnormistoa, taseesta mitattu yrityksen sitoma pääoma on leasingvaihtoehdossa omistusvaihtoehtoa vähäisempi. Tämä parantaa tilinpäätöksestä laskettavia tunnuslukuja, joilla voidaan mitata yrityksen menestymistä. (Lepiniemi 2009: 142)

2.5.2 IFRS normisto

IFRS-normisto on maailmanlaajuinen tilinpäätösinformaatiota sääntelevä kansainvälinen tilinpäätösnormisto. Siihen sisältyy tilinpäätöksen laatimiseen ja esittämiseen liittyvät perusteet, kansainväliset tilinpäätösstandardit (IFRS ja IAS) sekä tulkintaohjeet (IFRIC). IFRS:n käyttöönotto toi mukanaan muutoksia Suomessa totuttuun ajattelutapaan ja tekniisiin laskentaratkaisuihin. (Haaramo 2012: 33)

Kuten aiemmin todettu, IFRS:n lähtökohtana on ensisijaisesti sijoittajan näkökulma. Normisto korostaa taseen merkitystä tuloslaskelmaan verrattuna, minkä vuoksi erityisesti vuokrasopimukset käsitellään eri tavalla yritysten tilinpäätöksissä Suomen tilinpäätöksen laadintatapaan verraten. (Halonen 2013: 450) Haaramo (2013) mukaan IFRS on Suomen kirjanpito- ja tilinpäätösnormistoa yksityiskohtaisempi ja sisältää nykyisin vain poikkeuksellisesti valinnaisuuksia.

Vuodesta 2005 lähtien IFRS-standardien pakollinen soveltaminen tilinpäätöksessä koskee KPL (2004/1304, 2 §) mukaan kirjanpitovelvollisia, joiden liikkeeseen laskemat arvopaperit ovat julkisen tai vastaavan kaupankäynnin kohteena. Tämä tarkoittanee, että kaikki Suomessa listatut yhtiöt koosta tai kansainvälistymisen asteesta riippumatta käyttävät IFRS-normistoa tilinpäätöksen laatimisessa. Myös vapaaehtoinen IFRS-standardien käyttö erillistilinpäätöksessä sekä muiden kuin noteerattujen yhtiöiden konsernitalinpäätöksissä sallitaan, kunhan yrityksen kirjanpito, tilinpäätös, toimintakertomus ja hallinto tarkastetaan tilintarkastuslain mukaisesti. (KPL 1997/1336)

2.5.3 Leasingsopimukset IFRS-tilinpäätöskäytännössä

Leasingsopimusten osalta suomenkielisissä IFRS-standardeissa käytetään käsitettä vuokrasopimukset. Nämä jaotellaan sekä rahoitusleasingsopimuksiin että muihin vuokrasopimuksiin. Vuokrasopimusten jaottelun päällimmäisenä ajatuksena on se siirtääkö vuokrasopimus omistamiselle ominaiset riskit ja hyödyt vuokralleottajalle. Nämä tekijät vaikuttavat siihen, miten vuokrasopimuksia käsitellään yritysten kirjanpidossa ja tilinpäätöksissä (Halonen 2013: 429; Haaramo 2012: 231). Leasingsopimusten kirjaamiskäytännön taustalla on eri yritysten tilinpäätösinformaation ja sen perusteella laskettujen tunnuslukujen vertailukelpoisuuden takaaminen. Kirjaamiskäytäntö takaa sen, että tosiasialliseltaan sisällöltään samanlaiset ominaisuuserät kirjataan taseeseen samalla tavalla riippumatta niiden valituista rahoitusmuodoista. (Halonen 2013: 429)

Rahoitusleasingsopimuksissa vuokralleottajalla on selkeästi sitovampi vastuu vuokra-kohteesta kuin muissa vuokrasopimuksissa. Vuokralleottajan on kirjattava vuokra-kohteesta taseeseen eli se ei riitä, että vuokra-kohteesta annettaisiin vain liitetieto tilinpäätöksessä. Vuokra-kohteesta kirjataan taseeseen omaisuuseränä siihen luokkaan, johon se luonteensa mukaan kuuluu. IFRS:n yksi tilinpäätösperiaatteista on sisältöpainotteisuuden periaate, joka korostaa raportoinnissa taloudellisia seikkoja juridisten seikkojen sijaan. Tämä tarkoittaa sitä, että hyödykkeen käyttäjän on raportoitava vuokra-kohteesta omassa taseessaan riippumatta siitä, onko juridinen omistusoikeus siirtynyt käyttäjälle. (Haaramo 2012: 232)

2.5.4 IAS 17

Kansainvälisiin tilinpäätösstandardeihin sisältyvä IAS 17 käsittelee vuokrasopimuksia. Tämä standardi määrittelee leasingin sopimukseksi, jossa vuokralleantaja siirtää omaisuuserän käyttöoikeuden vuokralleottajalle ennalta määräytyksi ajaksi saaden vastineeksi yhden tai useamman maksusuorituksen vuokralleottajalta (Picker, Clark, Dunn, Kolitz, Livne, Loftus & Tas 2016: 322). Vuokrasopimusten luokittelu perustuu rahoitusleasingsopimusten määrittelylle (IAS 17.4). Jos sopimus ei täytä rahoitusleasingsopimuksen tunnusmerkkejä, se luokitellaan muuksi vuokrasopimukseksi (Haaramo 2012: 232)

Merkittävämpänä sopimuksien luokitteluperusteena voidaan pitää sitä, että siirtykö omaisuuserään liittyvät riskit ja tuotot olennaisilta osin vuokralleottajalle ilman omistusoikeuden vaihdosta (Picker ym. 2016: 323). Tuotoilla tarkoitetaan myös niitä tuloja, jotka jäävät vuokralleottajalle hyödykkeestä tehtävien poistojen ja korkokustannusten jälkeen. Vastaavasti riskeillä tarkoitetaan hyödykkeen käytöstä johtuvia operatiivisia tappioita, mistä vuokralleottaja joutuu vastaamaan. (Haaramo: 2012: 232)

IAS 17 soveltamisalaan kuuluvat sopimukset on luokiteltava joko rahoitusleasingsopimukseen tai muihin vuokrasopimukseen (Picker ym. 2016: 323). Suomessa on totuttu käyttämään jälkimmäisestä nimitystä myös käyttöleasing (Halonen 2013: 429). Jos sopimuksen ehdot muuttuvat vuokrakauden aikana, se yleensä johtaa sopimuksen uudelleenluokitteluun. Vuokrauksen kohteena voi olla kone, kalusto, rakennus tai maa-alue. Ulkopuolelle jäävät tosin vuokrasopimukset, jotka koskevat uusiutumattomien luonnonvarojen esim. mineraalien, öljyjen ja maakaasun etsintää ja käyttöä. Patentteihin ja tekijänoikeuksiin liittyvät vuokrasopimukset on myös jätetty standardin ulkopuolelle. (Haaramo 2012: 233)

2.5.5 Rahoitusleasingsopimuksen kirjanpidollinen käsittely

Seuraavaksi tarkastellaan, kuinka rahoitusleasingsopimusta käsitellään vuokralleottajan taseessa ja tuloslaskelmassa IAS 17:n mukaisesti. Suomen tilinpäätösnormistoa käytettäessä vuokrattu omaisuus näkyy vain vuokralleottajan tilinpäätöksen tuloslaskelmassa kuuluna, jonka vuoksi tarkastelun ulkopuolelle jätetään Suomen kirjanpitolain mukainen käsittely vuokratun omaisuuden suhteen.

Vuokralleottaja kirjaa vuokrasopimukseen sisältyvän vuokrakohteen taseeseen sekä omaisuuseräksi että leasingvelaksi vuokrakauden alussa. Vuokrakohteen arvoa määritettäessä mukaan voidaan lukea myös sopimukseen liittyvät välittömät kustannukset kuten sopimusneuvotteluista aiheutuneet kustannukset. Arvostaessaan vuokrakohtetta taseeseen vuokralleottaja joutuu valitsemaan alemman arvon hyödykkeen käyvän arvon ja vähimmäisvuokrien nykyarvon väliltä. (Bragg 2011: 250) Vähimmäisvuokrat ovat maksuja, joita vuokralleottajalle on suoritettava mukaan lukien takuu sekä sopimuksen laatimiseen liittyvät välittömät menot. Nämä sopimuksen laadintaan liittyvät menot lisätään käypään arvoon tai vähimmäisvuokrien nykyarvoon. Tämä puolestaan saattaa synnyttää eroa

omaisuuden ja velan kirjanpitoarvon välille vuokrakauden alussa. (Haaramo 2012: 237) Vähimmäisvuokrien nykyarvo lasketaan sopimuksen mukaisella diskonttauskorolla. Mikäli sopimuksessa ei ole määritelty erikseen korkoa niin diskonttauskorkona voidaan käyttää korkokantaa, jolla vähimmäisvuokrien nykyarvoksi saadaan vuokrakohteen käypä arvo. (Bragg 2011: 250)

Vuokralleottaja kirjaa tulosvaikutteisesti poistot, rahoitusmenot sekä arvonalentumiset tilikausittain samalla tavalla kuin omistaessaan saman hyödykkeen. Vuokrakohteelle laaditaan normaaliin tapaan poistosuunnitelma taloudellisen vaikutusajan perusteella sekä sen mukaan, miten se tuottaa tuloja tulevaisuudessa. Jos vuokra-aika on lyhyempi kuin taloudellinen vaikutusaika, on vuokrakohteelle poistettava vuokra-aikana. Kun poistot tehdään yrityksessä normaalien poistomenetelmien mukaisesti, niin poistojen sekä rahoituskulujen yhteenlaskettu summa ei aina vastaa vuosittaista leasingmaksun suuruutta. Vuokralleottajan maksamat leasingmaksut pitävät sisällään rahoituskulun sekä velanlyhennyksen. Rahoituskulua eli korkoa on maksettava vuokrakohteen velasta sama prosenttiosuus tilikaudesta toiseen. Tällaisissa tapauksissa on kyse pitkälti annuiteettimenetelmästä. (Haaramo 2012: 238-239)

Taulukot 1 ja 2 näyttävät erään esimerkin rahoitusleasingsopimuksen tilikausittaisesta tulouttamisesta. Vuokralleottaja merkitsee vuokrasopimuksen arvon 159 083€, joka muodostuu leasingmaksujen sekä jäännösarvon yhteenlasketusta nykyarvosta. Se merkitään omaisuuslajin mukaan pitkäaikaisiin vastaaviin sekä vastattavaa puolella pitkäaikaisiin velkoihin.

Taulukko 1. Korot ja lyhennykset (Haaramo 2012: 240)

Vuosi	Leasingmaksu	Korko	Lyhennys	Leasingvelka
0				159 083
1	40 000	15 908	24 092	134 991
2	40 000	13 499	26 501	108 490
3	40 000	10 848	29 152	79 338
4	40 000	7 934	32 066	47 272
5	40 000	4 727	35 273	1 200

Vuokralleottaja kirjaa vuosittain hyödykkeestä tehtävät poistot taseen vastaavaa puolen aineellisista hyödykkeistä. Esimerkissä vuosittaiset poistot toteutetaan tasapoistomenetelmällä.

$$(1.) \quad \frac{\text{poistopohja-jäännösarvo}}{\text{poistovuodet}} = \text{poisto}$$

$$(2.) \quad \frac{(159\,083 - 2\,000)}{5\,v} = 31\,417$$

Taulukko 2. Tulosvaikutukset (Haaramo 2012: 240)

	1	2	3	4	5
Vakuutukset	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Poistot	31 417	31 417	31 417	31 417	31 417
Korot	15 908	13 499	10 848	7 934	4 727

- Hyödykkeen käypä arvo 165 000 €
- Vuokra-aika 5 vuotta
- Sopimuksen sisäinen korkokanta 10 %
- Vuosivuokra 40 000 €
- Vakuutukset per vuosi 2 000 €
- Leasingmaksujen nykyarvo 151 632 €
- Leasingvelan jäännösarvo 12 000 €
- Odotettu jäännösarvo 2000 €

Vuokrasopimuksen päättyessä, ja ennen kuin laite palautetaan rahoittajalle, taseen pysyvissä vastaavissa on 2 000 € (*odotettu jäännösarvo*) ja lyhytaikaisissa veloissa 12 000 € (*leasingvelan jäännösarvo*). Tileihin tehdään summien mukaiset vastakirjaukset hyödykkeen siirtyessä rahoittajalle.

2.5.6 Uusi IFRS 16

International Accounting Standard Board julkaisi jo pitkään valmistellun IFRS 16 vuokrasopimukset-standardin tammikuussa 2016. Tämä standardi astui voimaan 1.1.2019 tai sen jälkeen alkavilla tilikausilla. Syy standardin uudistamiselle johtuu tämän hetkisten vuokrasopimusten jaottelusta rahoitusleasingsopimuksiin sekä muihin vuokrasopimuksiin tilinpäätöksessä. On huomattu, että taseen ulkopuolella käsiteltävät vuokrasopimukset eivät anna oikeaa ja riittävää kuvaa vuokrajärjestelyiden vaikutuksista vuokralleottajan taloudelliseen asemaan. Vuokralleottajan taseesta siis puuttuu osa varoista sekä vastuista, joihin se on sitoutunut pidemmäksi aikaa liiketoiminnan ylläpitämiseksi. (KMPG 2016)

Uuden IFRS 16 myötä vuokralleottaja ei enää erottele vuokrasopimuksia ominaisuuksien mukaan vaan sen sijaan kirjaa käyttöomaisuuserän sekä vastaavan vuokrasopimusvelan taseeseen muutamia poikkeuksia lukuun ottamatta. Vuokrasopimusten kirjanpidollinen käsittely vastaa täten IAS 17 rahoitusleasingsopimuksia. Arvoltaan vähäisten omaisuuserien kuten kannettavien tietokoneiden, älypuhelimien ja tablettien sekä alle vuoden mitaisten vuokrasopimusten kohdalla ei ole pakko soveltaa uuden standardin määrittelemää käsittelytapaa. (KMPG 2016)

IFRS 16 käyttöönotto tulee muuttamaan muita vuokrasopimuksia käyttävien yhtiöiden tilinpäätösinformaatiota selvästi. Vähittäismyyntiliikkeit, lentoyhtiöt, hotelliketjut ja operaattoriyhtiöt käyttävät tällä hetkellä muita vuokrasopimuksia, joita ei vielä huomioida taseessa. Muutoksella on siis olennainen vaikutus tunnuslukuihin kuten velkojen ja pääoman suhteeseen (PWC 2016). Muutoksen myötä taseesta mitattua velkaa ei voida enää vähentää siten, että käyttöomaisuutta vuokrattaisiin huoltoleasingsopimuksilla (Giner & Pardo 2017). Vaikutus nähdään näiden yhtiöiden tuloslaskelman käyttökate-erässä positiivisesti. Jatkossa kaikki leasingsopimusten mukaiset kulut tullaan kirjaamaan tuloslaskelmaan omaisuuden poistoina sekä rahoituskustannuksina, mitkä eivät vaikuta käyttökateeseen toisin kuin tähän saakka kirjatut leasingvuokrat (Tudor 2018).

3. LEASINGINKÄYTÖN LAAJUUS, HYÖDYT SEKÄ KUSTANNUKSET

Leasingrahoituksen yleistyessä rahoitusmarkkinoilla ajateltiin, että jos yritys joutuisi liisaamaan tuotantovälineensä, yrityksen taloudellinen asema olisi hyvin heikko. Yritysten huono maksuvalmius sekä oman pääoman suhde velkoihin yhdistettiin yleensä leasingrahoitusta käyttäviin yrityksiin. Kuitenkin vuosikymmenten mittaan liisaus on kasvattanut suosiotaan ja sen on huomattu sisältävän useita hyötyjä yritystoiminnassa. (Junka 1986)

Leasingrahoituksessa omistamiseen liittyvät riskikomponentit pysyvät rahoittajalla. Tällaisia komponentteja ovat Georgescu (2011) mukaan vuokratun hyödykkeen jäännösarvon riski ja korkoriski. Nämä riskit rahoittaja huomioi tietenkin kuukausittaisissa leasingmaksuissa, jolloin tuotantovälineiden liisaaminen ei välttämättä ole edullisempi vaihtoehto velkarahoitukseen verrattaessa (Tepora 2013: 149). Joissakin tapauksissa hyödykkeen ostamista ei hyväksytä, kun taas liisaamisesta aiheutuvat vuokramaksut saatetaan hyväksyä vuosibudjetoinnissa (Stevens 2000).

Leasingin käyttö tuo ennustettavuutta ja tasaisuutta kulujen suhteen, minkä vuoksi leasingin nähdään kasvattaneen suosiota. Tämä saattaa selittää esimerkiksi autojen leasingin kasvun. Tänä päivänä huoltoleasingsopimukset ovat yleisimpiä autojen vuokrauksessa. Leasingmaksut sisältävät yleensä korjaukset, huollot sekä vakuutukset. Autojen liisaamisella yritys pystyy keskittymään täysin omaan liiketoimintaansa ilman, että kantaisi vastuuta henkilöstön autojen kunnossapidosta. Toisaalta leasingmaksuista selviää harvemmin todellisten kulujen erittelyä, joten yhtenä huonona puolena voidaan pitää hinnoittelun läpinäkymättömyyttä. (Brady 2018)

3.1 Verotuksellinen hyöty

Viime vuosikymmenten aikana leasingrahoitukseen ohjaavia tekijöitä on tutkittu verotuksen näkökulmasta. Verotuksellinen etu liittyy menon vähennyskelpoisuuteen tuloslaskelmassa sekä arvolisäverovähennyksiin uusista investoinneista. Huoltoleasingistä koituvat leasingmaksut ovat liiketoimintaan kuuluvia tulonhankkimiskuluja, jotka ovat vähen-

nyskelpoisia verotuksessa. Rahoitusleasingissä vuokralleottajan kulut syntyvät vähennyskelpoisista poistoista ja pääoman koroista. Tutkimuksissa käsiteltävät mahdolliset verohyödyt liittyvät pitkälti eriäviin marginaaliveroasteisiin rahoittajan ja vuokraajan välillä. Suomessa on käytössä tasavero, minkä vuoksi kaikkia käsiteltäviä veroetuja ei voi hyödyntää suomalaisessa yritystoiminnassa. Leasingrahoituksen avulla on huomattu saatavan myös muitakin veroetuja, jotka liittyvät kulujen vähennyskelpoisuuteen. Kun leasingvastuita käsitellään taseen ulkopuolisena rahoituksena, leasingmaksuina, yrityksen on mahdollista kirjata tuotantovälineen hankintahinta kuluksi jonkin verran nopeammin kuin poistomenettelyllä (Junka: 1986)

Myers, Dill & Bautista (1976) ja Graham, Lemmon & Schallheim (1998) mukaan leasingin verotuksellinen etu muodostuu vuokralleantajan ja -ottajan eroavista veroasteista. Veroodun taustalla on ajatus siitä, että vähennysoikeutta voidaan teoreettisella tasolla siirtää sille osapuolelle, joka siitä pystyy eniten hyötymään. Tällöin molempien osapuolten voidaan katsoa hyötävän leasingistä taloudellisesti. Tutkimustulokset puoltavat leasingin olevan verotuksellisesti kannattavampaa yrityksissä, joissa veroaste on matalampi sekä korkea verotappioiden suhde. (Smith ja Wakeman 1985).

Taseen ulkopuolisesta rahoituksesta voi syntyä veroetua laskettaessa osakeyhtiön matemaattista arvoa. Osingonjakotilanteessa omistajien verorasitus yksityisissä osakeyhtiöissä perustuu laskettavaan matemaattiseen arvoon. Matemaattinen arvo tulee yhtiön nettovarallisuudesta, joka lasketaan siten, että veronalaisista varoista vähennetään velat (Tomperi 2015: 46). Kun leasingvastuut eivät näy yhtiön taseessa velkoina niin voidaan ajatella, että liisaamalla on mahdollista maksaa omistajille suhteellisesti korkeampaa pääomatuloa.

3.2 Omistusoikeus ei siirry vuokralleottajalle

Monien tutkijoiden mielestä leasingrahoituksen oikeudelliset seikat selittävät osin leasingin suosiota. Se muistuttaa pitkälti tavanomaista esineen vuokrausta eli kohteen omistusoikeus ei siirry vuokralleottajalle missään vaiheessa. Vuokralleantajan omistusoikeutta

suojataan vuokralleottajan muusta omaisuudesta. Vuokrakohdetta ei voida ulosmitata vuokralleottajan velan suorittamiseksi. (Tammi-Salminen 2010)

Leasingrahoituksen oikeudellinen luonne nousee esille useissa tutkimuksissa. Rahoitusyhtiöt kykenevät rahoittamaan käytännössä suurempia pääomia vuokraamalla hyödykkeen kuin vastaavasti rahoittamalla sen velkarahalla. Vuokralleantajaa kohdellaan omistajana, jonka oikeudella on vahva suoja vuokralleottajan konkurssitilanteessa. Velkarahoittajan vakuus on näin ollen heikommassa asemassa (Rampini 2009). Tästä voidaan päätellä, että leasingrahoitus on rahoittajalle selvästi riskittömämpää kuin velkarahoitus. Cosci, Guida, & Meliciani (2015) mukaan taloudellisissa vaikeuksissa olevat yhtiöt hakevat rahoitusta leasingin kautta ainoastaan sen vuoksi, että lainaa ei pystytä heille myöntämään. On myös mahdollista, että yritys investoi kohteeseen, joka valmistetaan täysin yrityksen tarpeita varten. Tällöin rahoittajalla ei ole vastaavaa hyötyä omistusoikeudesta, kun kohdetta ei voida myydä eteenpäin sopimuksen purkautuessa. Vakuusomaisuuden puuttuminen johtaa yleensä vuokralleottajan leasingrahoitusjärjestelyihin. Velkarajoitteista huolimatta yrityksillä on puolestaan lähes rajattomat mahdollisuudet hankkia rahoitusta liisaamalla. Investoinnin koko jälleenmyyntiarvoa ei pystytä välttämättä rahoittamaan suoraan velalla ilman lisävakuuksia, kun taas leasingrahoitus mahdollistaa rahoituksen saannin vuokrakohdetta vastaan. Tämän vuoksi vuokralleottajat voivat hallita suurempaa kokonaisvelkakapasiteettia. (Rampini & Viswanathan 2013)

Omistajuuden pysyminen rahoittajalla antaa myös joustoa vuokralleottajalle siinä tilanteessa, kun investointi ei tuota johdon oletettaman tuotto-odotuksen mukaisesti. Vuokra-kohteesta eroon pääseminen on yleisesti ottaen nopeampaa kuin hankitusta omaisuudesta. Etenkin huoltoleasingsopimusten kohdalla sopimukset ovat kestoiltaan muutaman vuoden mittaisia, jonka jälkeen yritys voi harkita uusia investointijärjestelyitä. Yritysjohdon rahoittaessa investoinnit leasingillä, se välttyy paremmin niin sanotuilta huonojen investointipäätösten ongelmilta (*underinvestment*). (Stulz & Johnson 1985) Barclay & Smith totesivat (1995), että erityisesti kasvuyhtiöiden veloista suurin osa on niin sanottuja korkean etuoikeusvaatimuksen omaavia velkoja, kuten rahoitusleasingvastuita.

3.3 Epäsymmetrinen informaatio ja sopimuskustannukset

Osa tutkimuksista paneutuu leasingrahoitukseen liittyviin päämies-agenttiongelmiin sekä sopimuskustannuksiin, joilla saattaa olla merkittävä vaikutus yritysjohdon leasingpäätöksissä. Intressiristiriidat voivat olla pahempia rahoittajan ja omistajien välillä pienemmissä yrityksissä, koska niiden toiminta voi olla hyvinkin joustavaa, mikä puolestaan voi johtaa investointiriskin kasvuun. Toisaalta pienten yritysten ylimmässä johdossa toimivat tavallisesti omistajat, jotka karttavat riskiä, mikä näkyy myös velan määrässä. Toiminnan rahoitus leasingilla antaa turvaa velkojille sekä vähentää suuromistajiin kohdistuvaa riskiä investoinnin epäonnistuesssa. (Grinblatt & Titman 1998)

Pienet yritykset saattavat myös kohdata korkeampia kustannuksia hankkiessaan ulkopuolista rahoitusta tiedon epäsymmetrisen jakauman takia (Graham yms. 1998). Sharpe ja Nguyen (1995) huomasivat, että epäsymmetrisestä informaatiosta johtuvat korkeat sopimuskustannukset ulkopuolisessa rahoituksessa vaikuttavat siihen, miksi yritykset rahoittavat mieluummin toimintansa leasingilla. Nämä yritykset voivat siis tehdä huomattavia kustannussäästöjä valitsemalla leasingin velkarahoituksen sijaan. Lisäksi lyhyillä leasingsopimuksilla voidaan vastata markkinaympäristössä vallitseviin muutoksiin nopeasti muokkaamalla tai vaihtamalla tuotannon tekijöitä tuottavammiksi (Beattie, Goodacre & Thomson 2000).

3.4 Muita leasingiin ohjaavia tekijöitä

Muutaman kymmenen vuoden takaisissa, yhdysvaltalaisissa tutkimuksissa verotuksellinen näkökulma on nähty yhtenä merkittävämpänä tekijänä leasingin käyttöön. Smith ja Wakeman (1985) olivat ensimmäisten joukossa, jotka määrittelivät ei-veroperusteisia syytä sille, miksi yrityksen tulisi liisata hyödyke ostamisen sijaan. Verotuksen merkitys korostuu määriteltäessä vuokralleantajan ja -ottajan henkilöllisyyttä, kun taas liisattavaa

omaisuutta eriteltäessä sillä ei olekaan niin suurta merkitystä. Tutkijat yksilöivät kahdeksan leasingiin johtavaa seikkaa, jotka saattavat vaikuttaa myös suomalaisten yritysten päätöksentekoon. Yrityksen tulisi valita leasingrahoitus, jos:

1. Hyödykkeen arvo ei ole herkkä käyttö ja ylläpitopäätöksille
2. Valmistettua hyödykettä ei ole räätälöity erityisesti yrityksen tarpeisiin
3. Hyödykkeen käyttöaika on lyhyt suhteessa hyödykkeen taloudelliseen käyttöikään
4. Yrityksen ulkopuolinen rahoitus sisältää toimintaa rajoittavia erityisehtoja, kovenantteja
5. Yritysjohdon palkitsemisjärjestelmä sisältää provisioita sijoitetun pääoman tuoton suhteen
6. Yritys on muutaman henkilön omistuksessa, jolloin riskin pienentäminen on tärkeää
7. Rahoittajalla eli vuokralleantajalla on merkittävä neuvotteluvoima sekä
8. Sillä on suhteellisen edullinen asema laitejärjestelyissä

3.5 Leasingrahoituksen varjopuolet

Vaikka leasingin nähdään kasvattavan yritystoiminnan järjestelyjen joustavuutta, on myös syytä tarkastella sen muita ominaisia piirteitä, jotka saattavat lisätä toiminnan rajoittavia tekijöitä. Leasingisopimusten peruuttamattomuus vaikeuttaa virheellisten ja tuottamattomien investointien eroon pääsemistä etenkin pienissä yrityksissä. Vuokralleottaja sitoutuu jatkuviin maksuihin pitkäaikaisessa vuokrasopimuksessa ja talouden ollessa epävakaa pohjalla, sitoutuminen voi koitua erittäin raskaaksi. Sopimuksen purkaminen kesken sopimuskauden merkitsee korkeita sakkomaksuja vuokralleottajalle. Jos investointi osoittautuu kannattamattomaksi, vuokralleottajan voi olla hankalaa saada vuokrattu kohde tuottamaan muussa toiminnassa. (Junka 1986)

Leasingillä rahoitetut tuotannontekijät ovat yleensä vain tavanomaisia hyödykkeitä. Eriksen yrityksen tarpeita varten, tilaustyönä tehdyt hyödykkeet ovat vähemmässä määrin

vuokran kohteina, sillä rahoittajan on hankala myydä tai muuten uudelleen käyttää räätelöityä omaisuutta. Krishan ja Moyer (1994) tutkimuksen mukaan teollisuudessa käytetään vähemmän leasingrahoituksella hankittuja laitteita, koska toimialan mukainen liiketoiminta vaatii spesifiä laitteistoa toiminnan pyörittämiseksi. Muilla aloilla kuten vähittäismyynnissä, tukkukaupassa, kaivostoiminnassa ja kuljetuksessa leasingrahoitusta käytetään kaikista eniten liisattujen hyödykkeiden tavanomaisista ominaisuuksista johtuen.

Vuokralleantajalle voidaan nähdä syntyvän suuria valvontakustannuksia omaisuuden vuokraamisesta sopimussuhteessa. Leasingin hinta koituu usein kalliimmaksi kuin velkarahoitus, kun rahoittaja huomioi myös muut omistamiseen liittyvät kustannukset kuukausittaisissa vuokramaksuissa (Cosci yms. 2015). Adedeji ja Stapleton (1996) väittävät leasingiä käytettävän yleensä vasta toisena, kalliimpana rahoitusvaihtoehtona silloin kun yritys on jo ylittänyt tietyn velkaantumisasteen pankkirahoituksella.

Investoinnin rahoitusmallin valinta voi seurata niin sanottua Pecking order -teoriaa, joka suosii yrityksen tulorahoitusta ensisijaisena rahoituslähteenä. Teorian mukaan yrityksen rahoituspäätökset noudattavat hierarkiaa, jossa yritys turvautuu edullisempaan tulorahoitukseen ja vasta sitten ulkoiseen rahoitukseen. Ulkoisen rahoituksen valinta alkaa ensin vähiten riskiä sisältävästä leasingistä ja vasta viimeisempänä vaihtoehtona tulee erityisehtoja sisältävä pankkirahoitus. (Mayers & Majluf 1984) Pecking order -teorian mukaisesti toimivien yritysten rahoituspäätökset perustuvat näin ollen niiden vakavaraisuuteen, kannattavuuteen sekä rahoituksen sopimuskustannuksiin.

Tilinpäätösinformaation kannalta leasingrahoitusta pidetään puutteellisena, koska se ei anna relevanttia kuvaa leasingvastuista tilinpäätöksessä. Etenkin suomalaista tilinpäätösnormistoa käyttävien yhtiöiden taseessa ei ole merkkejä leasingsopimuksista, mistä sijoittajat tai rahoittaja voisivat olla kiinnostuneita. Leasingiä käyttävien yritysten taloudellisesta asemasta saattaa syntyä kaunisteltu kuva. (Junka 1986)

3.6 Aikaisemmat tutkimukset

Lasfer ja Levis (1998) tekivät leasingrahoitusta koskevan tutkimuksen, jossa oli mukana yli 3000 britannialaista yhtiötä vuosien 1982–1996 välillä. Nämä yhtiöt olivat kaiken koluokan yrityksiä, listattuja ja yksityisiä osakeyhtiöitä, jotka ilmoittivat rahoitusleasing-sopimukset ja osamaksusopimukset tilinpäätöksissään. Heidän tavoitteenaan oli saada selville, miten seikoilla kuten yrityksen koolla, veroeduilla, kasvupotentiaalilla, velkaantumisella ja kannattavuudella on vaikutusta rahoitusleasingin käyttöön.

Tutkimustulokset osoittivat, että listaamattomat suuret ja keskisuuret yhtiöt olivat todennäköisempiä leasingrahoituksen käyttäjiä kuin vastaavan kokoiset listatut yhtiöt, johtuen osittain siitä, että listatut yhtiöt ovat keskimäärin suurempia. Tutkijat tulkitsivat tästä, että pienet yhtiöt pyörivät näin ollen leasingrahoituspäätöksien varassa. Verorasituksen huomattiin olevan hieman matalampi leasingia käyttävissä kuin ei-leasing rahoitusta käyttävissä yrityksissä. Efektiivinen veroaste näiden kahden luokan välillä ei ollut kuitenkaan tilastollisesti merkittävä. Sen sijaan leasingia käyttävät yhtiöt näyttivät vähennyskelpoisten kulujen määrän olevan lähes kaksinkertainen suhteessa ei-leasingia käyttävien yritysten vastaaviin kuluihin. Lasfer ym. (1998) päättelivät yhtiöiden päätyvän leasingrahoitukseen, mikäli ne muuten eivät pystyisi hyötymään tavallisesta verosuunnittelusta. Aineistossa kasvumahdollisuudet selittyivät myös osittain leasingrahoituksen avulla. Tämä näkyi etenkin kasvavissa pienissä yrityksissä. Suurien kasvu- ja laatu-yhtiöiden välillä leasingilla ei ollut merkittävää vaikutusta. Isot leasingia käyttävät yritykset olivat velkaantuneempia ja enemmän sidoksissa velkarahoitukseen kuin vastaavat ei leasingia käyttävät yhtiöt. Tutkijat totesivat leasingin olevan komplementti isoissa yhtiöissä, kun taas pk-yrityksissä päinvastoin substituutti. Kannattavuuden osalta suuret ja keskisuuret, jotka käyttivät rahoitusmuotona leasingia, olivat selvästi tulokunniltaan vahvempia. Pienissä yrityksissä leasingin nähtiin olevan ainoastaan tapa selviytyä toiminnassaan, mikä yhdistettiin myös heikkoon kannattavuuteen. (Lasfer ym. 1998)

Deelof ja Verschueren (1999) testasivat rahoitusleasingin ja muiden pitkäaikaisten velkojen välistä yhteyttä. Aikaisempien tutkimusten perusteella he olettivat velkarahoituksen ja rahoitusleasingin olevan toistensa substituutteja belgialaisissa yhtiöissä, joiden toimialalla hyödykkeitä on ylipäätänsä mahdollista vuokrata rahoitusleasingsopimuksilla.

Aikaisemmat tutkimukset olivat osoittaneet velkarahoituksen ja rahoitusleasingin olevan täydellisiä substituutteja (Krishan ym. 1994; Sharpe ym. 1995).

Deelof ym. (1999) havaitsivat tuloksista ainoastaan osittaisen substituution pitkäaikaisen korollisen velan ja rahoitusleasingin välillä. He ottivat regressiomalliinsa selittäviksi muuttujiksi myös muun muassa yrityksen koon, kannattavuuden sekä lyhytaikaiset varat. Kaikki mainitut muuttujat osoittivat tilastollista merkittävyyttä rahoitusleasingasteen kanssa. Suurimmat yhtiöt käyttivät rahoitusleasingiä eniten, kannattavuudella nähtiin olevan negatiivinen yhteys leasingasteeseen, sekä pienempi lyhytaikaisten varojen osuus taseesta johti laajempaan rahoitusleasingin käyttöön.

Tämän tutkielman empiirisessä osiossa testataan rahoitusleasingin ja velkarahoituksen yhteyttä käyttämällä samaa Deelof ym. (1999) mallia. Koska aineistona käytetään listattuja yhtiöitä, voidaan olettaa, että rahoitusleasing on vain osa yrityksen velkajärjestelyjä. Tästä päästään tutkimuksen ensimmäiseen hypoteesiin.

1. Hypoteesi: Rahoitusleasing ja velkarahoitus käyttäytyvät toistensa komplementteina, kun tarkistelukohteena ovat pörssi-yhtiöt

Neuberger ja Rähke-Döppner (2013) tutkivat pienten saksalaisten yritysten luottoluokitusten yhteyttä leasingrahoituksen käyttöön. He olivat ensimmäisiä, jotka lähtivät tutkimaan yritysominaisuuksien lisäksi yrittäjien sekä yritysjohdon ominaisuuksien riippuvuutta leasingin käyttöön. Ennen tuloksia oli oletettavissa, että yrityksen kannattavuus ja maksukyvyttömyys eivät riipu pelkästään yrityksen ominaisuuksista vaan myös omistajan tai toimitusjohtajan henkilökohtaisista asioista, jolloin tutkijat hakivat väittämilleen vastauksia demografisista ja sosioekonomista tekijöistä. Tutkimuksen lähtökohtana oli, että leasingrahoitusta hakevat pienet yhtiöt on luokiteltu riskisyyden mukaan. Paremmin luokiteltujen yritysten uskottiin saavan myönteisen päätöksen niin leasing- kuin velkarahoitushakemuksiin, mutta toisaalta tutkijat olettivat heikommin luottoluokiteltujen yritysten hakevan enemmän leasingrahoitusta kuten aikaisemmissa tutkimuksissa on selvinnyt.

Luottoluokitteluun vaikuttavien tulosten mukaan ominaisuuksilla kuten iällä ja koolla oli vaikutusta luottolaitosten rahoituspäätöksissä. Alle kahden vuoden ikäisten ja vähemmän kuin kuuden henkilön työllistämien yritysten leasinglainahakemukset hylättiin suurimilta osin. Neuberger ja Rätke-Döppner (2013) päättelivät, että leasing ei ole velkaraahoituksen substituutti nuorten mikroyritysten keskuudessa vaan ne ovat riippuvaisia ai-noastaan tulo- tai pääomarahoituksesta. Niiden rahoituspäätökset seuraavat siis aikaisemmin käsiteltyä Pecking order -teoriaa. Muita yritysten luokitteluun liittyviä seikkoja löytyi yrittäjien ja johtajien henkilökohtaisista asioista. Leasingrahoitusta hakevan korkeampi koulutustaso kuten yliopistotutkinto sekä vanhempi ikä vaikuttivat merkittävästi paremman luokituksen saantiin. (Neuberger & Rätke-Döppner 2013)

Tutkijoiden tarkastellessa leasingin käytön laajuutta merkitystä oli sillä, minkä tyyppinen vuokrakohde on ja kuinka paljon kustannuksia sen hankkimiseen liittyy. Koneisiin ja autoihin huomattiin liittyvän korkeampi leasingin käyttö kuin kuorma-autoihin. Vaikka pienten ja nuorten yritysten keskuudessa käyttöomaisuuden vuokraamisen mahdollisuus oli pienempi, niiden leasingin käyttöä kuvaava leasingaste oli silti kaikista korkein. Lisäksi sosioekonomisilla tekijöilläkin oli eroa leasingin käytön suhteen, sillä kouluttamattomuus linkittyi suurempaan käyttöomaisuuden vuokraamiseen. Nuorten yritysten keskuudessa myös naimattomat naisyrittäjät olivat suurempi käyttäjäryhmä naimisissa oleviin miesyrittäjiin verrattuna. (Neuberger ym. 2013)

Eisfeldt ja Rampini (2009) kehittivät mallin, jolla he tutkivat empiirisesti luotonsaantirajoitteiden merkitystä leasingin käyttöön. Tutkimuksen otantana oli yhdysvaltaiset kaiken kokoiset yhtiöt, joilla oli enemmän tai vähemmän vaikeuksia tavoitella velkarahoitusta. Tulosten mukaan yhtiöt, joilla oli lainansaantirajoitteita, käyttivät enemmän leasingrahoitusta toiminnan rahoittamiseen. Tutkijat korostivat myös yhtenä seikkana vuokralleantajan oikeutta ottaa rahoitettu vuokrakohde takaisin sopimusrikkomuksessa tai mahdollisessa konkurssitilanteessa rahoittajan omistusoikeuden vuoksi. Luottamus on täten suurempi vuokralleantajan näkökulmasta leasingrahoituksessa kuin pankkirahoituksessa. Eisfeldt ym. (2009) tutkimukseen viitaten pörssi-yhtiöiden luotonsaantirajoitteet voidaan olettaa olevan yhtenä leasingin käyttöön johtavana syynä. Luottorajoitteet voidaankin yh-

distää korkeaan velkaantumiseen, jota tutkitaankin tutkimuksen toisella hypoteesilla empiirisessä osiossa. Hypoteesit esitellään Giner ym. (2017) tutkimuksen esittelyn yhteydessä jäljempänä.

Cosci, Guida ja Meliciani (2015) esittivät syitä italialaisten yhtiöiden leasingrahoituspäätöksiin. Tutkimuskohteena juuri Italian markkina on mielenkiintoinen, sillä siellä on selvästi vähemmän listattuja yhtiöitä kuin muissa isoissa Euroopan maissa, ja suurin osa italialaisista yhtiöistä on pieniä. Pienet yhtiöt laativat tilinpäätöksensä maan kirjanpitolain mukaan, mikä vastaa suomalaista kirjanpitokäytäntöä. Huoltoleasingsopimukset ovat yhtä lailla taseen ulkopuolista rahoitusta. Lisäksi valtion sääntely antaa enemmän turvaa vuokralleantajalle rahoitussopimuksissa, mikä puoltaa leasingrahoituksen käyttöön etenkin yrityksissä, jotka ovat taloudellisesti heikommassa asemassa. (Cosci ym. 2015)

Tutkimustuloksien avulla haettiin vastauksia seuraaviin väitteisiin:

- Luotonsaantirajoittuneet yhtiöt joutuvat liisaamaan velkarahan sijasta pankin asettamien vakuusvaatimusten sekä epäsymmetrisen informaation vuoksi
- Leasing on riskitön rahoitusmuoto vuokralleantajalle omistusoikeuden takia, minkä vuoksi rahoituksen saanti on vaivatonta
- Leasingrahoitusta käyttämällä yritysten lainarajoitteet ovat lopulta alhaisemmat verrattuna niihin, jotka rahoittavat toimintansa kokonaan velkarahalla

Ensimmäiseen väitteeseen haettiin selitystä leasingasteella (*leasing ratio*), joka näyttää leasingomistuksen suhteessa pysyvien vastaavien kokonaisarvoon. Luku oli selvästi korkeampi luottorajoittuneilla yrityksillä. Velkaisimmilla yhtiöillä luku oli suurempi, mutta pienentyi yhtiön koon kasvaessa ja ikääntyessä. Luku sai pienemmän arvon vientiä harjoittaneilla sekä suhteessa enemmän likvidejä rahoitusvaroja omaavilla yhtiöillä. Velka suhde leasingiin -tunnusluku (*debt to lease*) oli puolestaan merkittävästi alhaisempi pienemmillä kuin keskisuurilla ja isoilla yhtiöillä. Lopputulema tuki tutkijoiden toista väitettä, minkä mukaan optimaalisen velkavipuun yltämättömät yhtiöt päätyvät leasingrahoitukseen. Pienet yhtiöt liisaavat hyödykkeitä, joita ei ole räätälöity yrityksen tarpeita varten, minkä vuoksi rahoitusyhtiöiden on vaivattomampi myydä ne eteenpäin vuokra-

ajan päätyttyä. Italiassa rahoittajilla on vahva sivullissuoja vuokralleottajan muita velallisia kohtaan, minkä vuoksi he voivat riskittömästi myöntää rahoitusta leasingin avulla. Edellä mainitun seikan vuoksi monen yhtiön rahoitustarpeet ratkeavat vuokraamalla. Kolmatta väitettä selitettiin velkasäännöstelyn vaikutuksella. Velkasäännöstelyn vaikutus kohdistui enemmän velkaantuneisiin sekä kannattamattomiin pieniin yhtiöihin, kuin leasingrahoitusta alusta saakka käyttäneisiin yhtiöihin. (Cosci ym. 2015)

Aikaisemmat tutkimukset ovat kohdistuneet pitkälti vain rahoitusleasingin tai kokonaisleasingin käyttöön, jolloin erillisten huoltoleasingsopimusten vaikutus on jäänyt vähemmälle huomiolle. Huoltoleasingsopimuksia ei velvoiteta raportoimaan taseessa IAS 17 standardin mukaan, mikä saattaa selittää niiden pitkään jatkuneen kasvun suosioita etenkin IFRS -raportointia käyttävissä yhtiöissä. Muun muassa Lin ym. (2012) tarkastelivat velkarahoituksen ja huoltoleasingin käytön eroihin johtavia syitä. He esittivät syiden johtuvan osittain tulorahoituksen rajoittuneisuudesta sekä käyttöomaisuuden määrästä. Mitä vähemmän yritys tuotti liikevoittoa kokonaispääomalle (EBITDA/Total Assets) sitä todennäköisemmin yritys käytti enemmän huoltoleasingiä. Myös liikevoiton suurempi vaihtelu, joilla tutkijat kuvasivat riskisyyttä, johti korkeampaan leasingasteeseen. Lin ym. (2012) käyttäessään käyttöomaisuuden määrää luottorajoitteita kuvaavana muuttujana he viittasivat tutkijoihin Rampini ja Viswanathan (2011), jotka olivat kehittäneet yrityksen rahoitusrakennemallin. Mallin mukaan taseen pysyvien vastaavien erät toimivat osana velkojen vakuuksina, joten mitä vähemmän taseessa on vakuuksiin luettavia omaisuuseriä, sitä luottorajoittuneempi yhtiö on (Lin ym. 2012). Tulokset myös vahvistivat heidän olettamuksensa, sillä huoltoleasingaste ja käyttöomaisuudella oli tilastollisesti merkittävä negatiivinen korrelaatio. Vastaavasti velka-asteella ja käyttöomaisuudella oli merkittävä positiivinen yhteys keskenään.

Giner ym. (2017) ottivat tutkittavakseen myös huoltoleasingiin ohjaavia tekijöitä espanjalaisissa pörssiyhtiöissä. Heidän mukaansa velkarahoitussopimukset sisältävät yhä useammin sopimusehtoja eli kovenanteja. Kovenanteilla pyritään vähentämään velkojan ja velallisen välistä epäsymmetristä informaatiota, sekä niillä asetetaan velalliselle veloitteita ja taloudellisia rajoitteita luottoriskin pienentämiseksi (Välimäki 2013: 88). Giner

ym. (2017) väittivät kovenanttirahoituksen vaikuttavan pörssiyritysten huoltoleasinghalukkuuden lisääntymiseen. Lisäksi he kiinnittivät huomiota IFRS 16 voimaantulon merkitykseen pörssiyhtiöiden tilinpäätösinformaation kannalta, sillä myös huoltoleasing sopimukset tullaan jatkossa kapitalisoimaan taseeseen.

Giner ym. (2017) testasivat huoltoleasingin käytön laajuuteen johtavia tekijöitä jo aikaisemmissa tutkimuksissa esiintyneillä tunnusluvuilla, kuten kokonaispääoman tuotolla, current ratiolla ja velkaantumisasteella. Muita yritysten ominaisuuksia olivat koko ja toimiala. Regressioanalyysin tulokset osoittivat huoltoleasingiä käytettävän enemmän yhtiöissä, joilla on korkeampi velkaantuneisuus sekä heikompi maksuvalmius. Näiden lisäksi heikompi kannattavuus yhdistettiin korkeampaan huoltoleasingasteeseen. Toimialoista kuluttajatavaroita ja -palveluita myyvät yhtiöt ja teknologia-alalla toimivat yhtiöt olivat käyttäjistä todennäköisimpiä. (Giner ym. 2017)

Saman tutkimuksen valossa Giner ym. (2017) tarkastelivat tunnuslukuihin kohdistuvaa vaikutusta, kun huoltoleasingvelvoitteet kapitalisoidaan taseeseen voimaan tulevan IFRS 16 mukaisesti. He testasivat kovenantteihin yhdistettävien tunnuslukuarvojen muuttumista kapitalisoinnin jälkeen Wilcoxonin testillä ja tunnistivat merkittävät erot tunnuslukuarvojen välillä. Tästä he päätyivät johtopäätökseen, että mitä lähempänä kovenanteilla asetetut tunnuslukurajoitteet olivat rikkoutumassa velkaantumisen ja tuottavuuden suhteen, sitä enemmän näiden yritysten nähtiin käyttävän huoltoleasingiä toiminnan rahoittamiseen. Uuden tilinpäätöskäytännön voimaantullessa Giner ym. (2017) epäilevät Espanjan rahoitusmarkkinoilla ilmenevän useita kovenantisopimusrikkomuksia, kun yritysten velkaantumisen taso kasvaa huoltoleasingosimusten kapitalisoinnista johtuen.

Edellä käsitellyistä tutkimuksista selvisi, että korkeampi velkaantuneisuus, luottorajoittuneisuus ja heikompi maksuvalmius näkyvät korkeampana huoltoleasingin käyttämisenä. Lisäksi tietyillä toimialoilla havaittiin enemmän huoltoleasingvelvoitteita. Näiden tulosten pohjalta on laadittu kolme hypoteesia, joita testataan tutkielman empiirisessä osiossa.

2. Hypoteesi: Korkeampi velkaantuneisuus johtaa laajempaan huoltoleasingin käyttöön

3. *Hypoteesi: Heikompi maksuvalmius näkyy korkeampana huoltoleasingasteena*

4. *Hypoteesi: Kulutuspalveluita ja kulutustuotteita myyvät yhtiöt ja teknologia-alalla toimivat yhtiöt ovat huoltoleasingin suurimpia käyttäjiä.*

3.7 Yhteenveto aikaisemmista tutkimuksista

Tutkimuksista selvisi useita syitä, miksi käyttöomaisuutta vuokrataan velkarahoituksen sijasta. Veroedut, velkarahoitukseen liittyvät sopimuskustannukset ja vakuudet, toiminnan joustavuus ja liisauksen liittyvien kuukausimaksujen helppo käsiteltävyys ovat niitä syitä, miksi käyttöomaisuuden vuokraaminen voidaan nähdä houkuttelevana vaihtoehtona. Vaikka vuokraamisen syitä voidaan todeta yleisellä tasolla, yksilöllisten syiden selvittäminen vaatisi kuitenkin kyselytutkimusten toteuttamista. Kvantitatiivisissa tutkimuksissa on hyödynnetty tilinpäätösnormiston leasingvastuiden raportointivaatimusta, ja näitä leasingvastuita on voitu yhdistää taloudellisiin lukuihin ja tiettyihin ominaisuuksiin sekä tekijöihin, jotka on voitu vaivatta selvittää vuosikertomuksista. Aineistojen tutkimusmenetelmistä kuten regressioanalyyseistä on selvinnyt useita muuttujia, jotka ovat vahvasti selittäneet rahoitus- ja huoltoleasingvastuiden vaihtelua aineiston sisällä.

Useat tutkimustulokset ovat osoittaneet muun muassa leasingrahoituksen toimivan velkarahoituksen täydellisenä substituuttina. Suurten listautumattomien- ja pörssiyhtiöiden osalta leasing on ollut päinvastoin velka- ja tulorahoituksen komplementti. Yrityskoko on ollut lähes kaikkien tutkimusten yksi selittävä tekijä tutkittavien aineistojen sisältäessä eri kokoluokan yrityksiä. Pienemmät ja nuorimmat kasvuyhtiöt ovat olleet käyttöpääoman vuokraajista suurimpia. Toimialoista kulutustuotteita ja -palveluita tarjoavat yhtiöt ovat olleet myös leasingin suurimpia käyttäjiä.

Yritysominaisuuksien lisäksi tutkimuksissa on esitetty vakavaraisuuden, maksuvalmiuden ja kannattavuuden tunnuslukuja, jotka ovat selittäneet leasingvastuiden vaihtelua. Esimerkiksi luottorajoittuneisuutta kuvaavat tunnusluvut ovat selittäneet vahvasti leasingin käyttämistä, mistä tutkijat ovat tulleet omiin johtopäätöksiin. Ainakin luottorajoittu-

neisuus pienten yhtiöiden osalta oli yleisesti havaittavissa tuloksista, mistä tutkijat päätelivätkin vuokraamisen olevan ainoa vaihtoehto toiminnan laajentamisen rahoittamisessa. Myös muilla yrityksen taloudellista asemaa ja tuloksellisuutta kuvaavilla tunnusluvuilla on ollut tilastollisesti merkittävä selitysaste leasingvastuiden vaihtelulle. Suurempi velkaantumisaste, heikompi maksuvalmius (current ratio) ja heikompi pääoman tuotto (ROA) on yhdistetty laajempaan rahoitus- ja huoltoleasingin käyttöön. Aikaisempien tutkimusten pohjalta laadittiin selkeät hypoteesit, joihin haetaan tukea samoista tutkimuksista johdettujen regressiomallien avulla.

4. EMPIIRISEN OSION AINEISTON JA MENETELMÄN ESITTELY

Leasingrahoituksen käyttöön liittyvien aikaisempien tutkimusten aineisto on tavallisesti kerätty eri valtioiden ylläpitämistä, yritysten leasingvastuita sisältävistä tietokannoista. Lisäksi muutamissa tutkimuksissa oli käytetty aineistona IFRS-normistoa käyttämättömien pk-yritysten leasingtietoja. Näissä tutkimuksissa pk-yritysten leasing sopimukset on erikseen muunnettu käyttäytymään yritysten velkoina. Tämä on mahdollistanut aiheen mukaisia tutkimuksia pk-yrityksistä, joiden ei normaalisti tarvitse raportoida leasingin käytöstä taseessa. Tätä tutkimusta varten ei ollut tarjolla tietokantaa, joka sisältäisi suomalaisten pk-yritysten leasingvastuita.

4.1 Tutkimusaineisto ja rajaukset

Tutkimuksen otokseen on valittu Helsingin pörssissä listautuneet yhtiöt vuodelta 2016–2017. Tavoiteltujen tulosten aikaansaamiseksi rahoitus alalla toimivat yhtiöt on rajattu tutkimuksen ulkopuolelle johtuen niiden erityispiirteistä ja -säännöstelyistä sekä erilaisista taserakenteista. Alkuperäinen otos sisälsi muutamia yhtiöitä, jotka eivät ole olleet listautuneena useaan vuoteen. Otosta jouduttiin suodattamaan rajaamalla listautumattomat yhtiöt pois sekä tekemään muutamia lisäyksiä, jotta otos vastaisi vuosien 2016–2017 listautumistilannetta.

Tutkimuksen aineiston keräämiseen hyödynnettiin FactSet -tietokantaa. Tietokanta kerää listattujen yhtiöiden vuokravastuut rahoitus- ja myös huoltoleasingien osalta yhtiöiden tilinpäätöksistä. Kaikkien yhtiöiden leasingvastuita tietokanta ei pystynyt tarjoamaan, jolloin turvauduttiin vuokravastuiden käsin keräämiseen yritysten vuosikertomuksista. Tilanne koski pääasiassa tilinpäätöksien liitetiedoissa eroteltuja huoltoleasingvastuita ja liiketilojen vuokraamiseen liittyviä vuokravastuita. Leasingvastuu datan valmiiksi saattamisen jälkeen ryhdyttiin laskemaan jokaisen vertailuyrityksen oma keskimääräinen rahoitus- ja huoltoleasing aste vuosilta 2016–2017.

Selittävien muuttujien osalta aineisto kerättiin hyödyntämällä Orbis -tietokannan tarjoamia yritysten tilinpäätöstietoja sekä yleisempiä tunnuslukuja. Otos valittiin FactSet -tietokannasta tehdyn haun perusteella, jotta samoista tarkasteltavista yrityksistä saataisiin tutkimukseen tarvittavat tunnusluvut. Selittävät muuttujat perustuivat esikuva-artikkeleiden tutkimuksiin valittuihin tunnuslukuihin. Selittävät muuttujat esitellään lineaarisen regressiomallin esittelyn yhteydessä.

Kaiken kaikkiaan otoksen laajuudeksi muodostui 120 vertailuyritystä tarvittavien rajausten ja lisäysten jälkeen. Otos sisältää yhtiöitä 10 eri ICB-luokitelluilta toimialoilta. Toimialaryhmien otokset vaihtelevat merkittävästi toisiinsa nähden, mikä omalta osaltaan vaikuttaa toimialakohtaiseen vertailuun leasingin käyttöä tarkasteltaessa.

4.2 Tutkimusmenetelmät

Tutkimuksen aineiston analysointimenetelmänä käytetään kahta erilaista regressiomallia. Ensimmäisen hypoteesin tutkimiseen käytetään rajoitetun selitettävän muuttujan tobit-mallia. Selittävät muuttujat on poimittu malliin Deelof ym. (1999) tutkimuksesta. 2–4 hypoteeseja tutkitaan usean muuttujan lineaarisella regressiomallilla. Mallin muuttujat pohjautuvat Giner ym. (2017) tutkimukseen ja yksi muuttuja valitaan Lin ym. (2012) mallista. Lähes kaikissa aikaisemmissa tutkimusaineisto on analysoitu joko tobit-mallilla tai yleisellä usean muuttujan regressiomallilla, sillä selitettävä ja selittävät muuttujat ovat olleet pääsääntöisesti suhdeasteikollisia muuttujia dummy-muuttujia lukuun ottamatta. Tobit-mallin läpi viemiseen käytetään STATA -ohjelmistoa ja lineaarisen regressioanalyysi toteutetaan SPSS -ohjelmalla.

4.2.1 Tobit-malli

Rahoitusleasingin ja velkarahoituksen välisen yhteyden mallia estimoidaan käyttämällä tobit-regressiomallia. Mallia estimoidessa selvitetään, onko rahoitusleasing ja velkarahoitus toistensa substituutteja vai täydentävätkö ne toisiaan yritysten velkajärjestelyissä. Malli rakennetaan myös toiseen kertaan, kun selvitetään korreloiko rahoitusleasingvas-

tuut minkään pitkäaikaisen vieraan pääoman -erän kanssa erityisesti. Vieraan pääomarien lisäksi molempiin malleihin lisätään vielä yleisiä muuttujia kuten yrityksen koko, tasearvon vaihtelu, vaihtuvien vastaavien määrä taseen loppusummasta sekä kokonaispääoman tuotto kuvaamaan rahoitusleasingin vaihtelua aineiston sisällä. Tobit-mallit pohjautuvat suoraan Deelof ym. (1999) tutkimukseen, jossa aineistona käytettiin belgialaisia yhtiötä vuosilta 1992–1994. Tulosten perusteella he päättelivät rahoitusleasingin olevan todennäköisemmin rahoitusleasingvastuuttoman velan (non-leasing debt) substituutti. Jakaessaan tämän velan vielä useampaan osaan he havaitsivat kaikkien erien osalta tilastollisesti merkittävän negatiivisen korrelaation rahoitusleasingin kanssa. Yhtä lailla muut edellä esitetyt muuttujat selittivät vahvasti rahoitusleasingin vaihtelua. Deelof ym. (1999) tutkimustulosten ja tämän tutkielman tulosten väliseen vaihteluun saattaa vaikuttaa aineiskokojen ero sekä se, että listattujen sekä listaamattomien yritysten jakoa ei huomioitu Deelof ym. (1999) tutkimuksessa.

Velkarahoituksen ja rahoitusleasingin substituution testaamiseen käytetään regressiomallia ja sitä estimoidaan Tobinin (1958b) kehittämällä tobit-mallilla. Tobit-mallissa selitettävä muuttuja on rajoitettu niin, että se voi saada vain suurempia arvoja kuin nolla. (Johnson ja Dinardo 1997: 437) Tutkimuksen aineisto sisältää useita havaintoja, joissa rahoitusleasingaste saa arvoksi nolla, joten mallin käyttäminen on sen vuoksi perusteltua. Moinnissa vastaavissakin tutkimuksissa on käytetty tobit-mallia nimenomaisesti suurten nolalahavaintomäärien vuoksi (Sharpe ym. 1995). Tobit-malli voidaan formaalisti kuvata seuraavalla tavalla (Johnson ym. 1997: 436):

$$(3.) \quad \mathbf{y}_i^* = \mathbf{X}_i\boldsymbol{\beta} + \boldsymbol{\epsilon}_i, \text{ missä } \boldsymbol{\epsilon} \sim N(\mathbf{0}, \boldsymbol{\sigma}^2) \text{ ja } \mathbf{y}^* = \begin{cases} \mathbf{1}, \text{ jos } \mathbf{y}^* > \mathbf{0} \\ \mathbf{0}, \text{ jos } \mathbf{y}^* \leq \mathbf{0} \end{cases}$$

Mallia kutsutaan myös sensuroiduksi regressiomalliksi, sillä kaikki $\mathbf{y}^* \leq 0$ havainnot on sensuroitu. Tämän vuoksi malli voidaan muotoilla seuraavasti (Johnson ym. 1997: 437):

$$(4.) \quad \mathbf{y}^* = \mathbf{max}(\mathbf{0}, \mathbf{X}_i\boldsymbol{\beta} + \boldsymbol{\epsilon}_i)$$

Malli eroaa tyypistetystä regressiomallista (truncated regression) siinä mielessä, että tobit-mallissa \mathbf{y}^* havaintojen puuttuessa selittävän muuttujan arvoja silti havaitaan. (Johnson

ym. 1997: 437) Ensimmäisen hypoteesin tutkimiseen on laadittu kaksi regressiomallia, joita estimoidaan tobit-mallilla. Mallit on esitetty alla:

$$(5.) \quad LEASES = \beta_0 + \beta_1 NLD_i + \beta_2 ROA_i + \beta_3 VAR_i + \beta_4 SIZE_i + \beta_5 GROW_i + \beta_6 CUR_i + \epsilon_i$$

$$(6.) \quad LEASES = \beta_0 + \beta_1 FDB_i + \beta_2 FDDC_i + \beta_3 FDO_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 VAR_i + \beta_6 SIZE_i + \beta_7 GROW_i + \beta_8 CUR_i + \epsilon_i$$

Selittävät muuttujat

LEASES = Rahoitusleasingvastuut / taseen loppusumma

Selittävät muuttujat

NLD = Lainat ilman rahoitusleasingvelkoja / taseen loppusumma

FDB = Pitkäaikaiset pankkilainat / taseen loppusumma

FDDC = Pitkäaikaiset vaihtovelkakirjalainat ja debentuurit / taseen loppusumma

FDO = Pitkäaikaiset muut lainat / taseen loppusumma

ROA = Kokonaispääoman tuotto prosentti

VAR = Keskihajonta tulos ennen veroja -erästä

SIZE = Luonnollinen logaritmi taseen loppusumma

GROW = Taseen loppusumman keskimääräinen kasvuvauhti

CUR = Vaihtuvat vastaavat / taseen loppusumma

Regressiomallien muuttujat, jotka kuvaavat tase-erien osuuksia koko taseen loppusummasta (NLD, FDB, FDDC, FDO, CUR ja SIZE) sekä kokonaispääoman tuotto prosentti (ROA) ovat keskiarvoja vuosilta 2016–2017. Tuloksen vaihtelu (keskihajonta) ja kasvuvauhti (keskiarvo) ovat vuosilta 2012–2017. Deelof ym. (1999) regressiomalleissa oli mukana myös muuttuja rahoitusarvopapereiden sekä rahat ja pankkisaamisten osuus taseen loppusummasta, mutta tämä päätettiin jättää mallin ulkopuolelle, koska vaihtuvat vastaavat -muuttuja jo itsessään sisältää nämä erät, ja mallin päätavoitteena on muutenkin hakea vastausta vain laadittuun hypoteesiin. Deelof ym. (1999) jatkotarkastelivat muuttujien selitysteiteitä jakamalla aineiston kvartaaleihin ajatuksena todistaa, päteekö samat

tulokset myös eri kokoluokkien sisällä. Tämän tutkimuksen aineisto oli merkittävästi pienempi, joten vastaavanlaisiin toimenpiteisiin ei ollut järkevää ryhtyä.

4.2.2 Lineaarinen regressiomalli

Viimeisiä hypoteeseja testataan määrittelemällä tietyt muuttujat, jotka voisivat selittää merkittävästi huoltoleasingin vaihtelua aineiston sisällä. Usean muuttujan lineaarinen regressiomalli johdetaan Giner ym. (2017) tutkimuksesta, jossa espanjalaisia pörssiyrityksiä tarkasteltiin vuosilta 2010–2013. He tavoittelivat löytävänsä syitä sille, miksi pörssiyritykset ajautuvat vuokraamaan käyttöomaisuutta huoltoleasingsopimuksilla. Yrityksen kasvumahdollisuudet, koko, velkaantuneisuus ja luottorajoittuneisuus sekä toimiala olivat heidän mukaansa tekijöitä, joilla voidaan selittää korkeampaa huoltoleasingastetta. Mallin selitettävänä muuttujana toimii rahoitusleasingin sijaan huoltoleasingin määrä suhteessa taseen loppusummaan. Selittäviksi muuttujiksi otetaan jo edellisessä mallissa esiintyneiden muuttujien lisäksi maksuvalmiutta mittaava current ratio ja luottorajoitteita kuvaavat käyttöomaisuuden määrä sekä velkaantumisaste.

Mallin sekä hypoteesien luotettavuutta parantaa se, että ensinnäkin malli on kopioitu suoraan aikaisemmasta tutkimuksesta ja toiseksi molemmissa käytetään aineistona vain pörssiyrityksiä. Tulosten luotettavuutta tukee lisäksi se, että työn tutkimus peilautuu tämän vuosikymmenen tutkimukseen, joten yritysten ominaisuuksien ja intressien vaikutus voidaan olettaa yhtäläisiksi aineistojen välillä.

Hypoteesien 2–4 tutkimiseen käytetään siis usean muuttujan lineaarista regressioanalyysiä. Regressioanalyysissä pyritään etsimään sellainen muuttujajoukko, jonka voidaan olettaa selittävän parhaiten selitettävän muuttujan vaihtelua mallissa. Mallin perusajatuk- sena on kahden muuttujan välisen lineaarisen suoran muodostuminen pistejoukkoon, mutta regressioanalyysissä voi olla myös useita selittäviä muuttujia eikä sen välttämättä tarvitse olla lineaarinen. Usean selittävän muuttujan lineaarinen malli voidaan muodostaa seuraavasti: (Heikkilä 2017: 222)

$$(7.) y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_n x_n + \epsilon, \text{ jossa}$$

y ja $x_1 - x_n$ ovat mallin selitettävä ja selittävät muuttujat. a on vakio, joka ilmoittaa suoran y -akselin leikkauspisteen ja β_0 viittaa selittävän muuttujan painokertoimeen. ϵ on mallin jäännöstermi eli residuaali, joka kuvaa mallissa esiintyvää satunnaisvaihtelua tai toisin sanoen virheen suuruutta. Residuaali on osa selitettävän muuttujan arvosta, jota mallista saatava ennuste ei pysty selittämään. (Heikkilä 2014: 223)

Regressiomallin tuloksissa esitetään selitysaste R^2 , joka kertoo kuinka paljon y :n vaihtelusta voidaan selittää yhteisesti kaikkien selittävien muuttujien avulla. Koska regressioanalyysissä käytetään useampaa selittävää muuttujaa, tarjoavat tilasto-ohjelmat mallin tuloksissa myös mukautetun selitysasteen (adjusted R-squared), joka huomioi selittävien muuttujien lukumäärän mallissa.

Regressioanalyysin toteuttamiselle esitetään tiettyjä ehtoja, joiden tulisi lähestulkoon täytyä, jotta sen käyttöä voidaan pitää relevanttina. Ensimmäinen malliin pitäisi sisällyttää vain sellaisia muuttujia, joiden uskotaan selittävän vahvasti mallia sekä, että ne riippuvat lineaarisesti selitettävän muuttujan arvoista. Toiseksi selittävien muuttujien ei tulisi korreloida keskenään, mutta jos mallia käytetään vain ennustamiseen, korrelointi voidaan hyväksyä. Jos malliin sisällytetään aikasarja-aineiston havaintoja, aineiston peräkkäiset havainnot eivät saisi riippua toisistaan. Lopuksi satunnaisvaihtelua kuvaava jäännöstermi sekä selitettävä muuttuja tulisivat olla normaalijakautuneita, ja jäännöstermin ei pitäisi korreloida muuttujien arvoihin nähden. (Heikkilä 2014: 235)

Edellä mainitut ehdot ovat päällisin puolin voimassa ennen varsinaisen analyysin toteuttamista. Mallin sisältyvät selitettävät muuttujat $x_1 - x_n$ on johdettu suoraan Giner ym. (2017) tutkimuksesta ja niiden voidaan olettaa ennustavan vahvasti huoltoleasingin vaihtelua. Muuttuja COL (käyttöomaisuus/taseen loppusumma) otettiin Lin (2012) tutkimuksesta lisäyksenä tukemaan luottorajoittuneisuuden hypoteesia. Selitettävä muuttuja noudattaa likimain normaalijakaumaa, kun selvästi poikkeavat havainnot (outliers) on rajattu otoksen ulkopuolelle. Huoltoleasingin vaihtelua tarkastellaan seuraavalla lineaarisella regressiomallilla:

$$(8.) \quad OPL/TA = \beta_0 + \beta_1 LEV + \beta_2 COL + \beta_3 ROA + \beta_4 CUR + \beta_5 SIZE + \sum \beta_6 IND + \epsilon$$

Selitettävä muuttuja

OPL / TA = Huoltoleasingvastuut / taseen loppusumma

Selittävät muuttujat

LEV = Vieras pääoma yhteensä / taseen loppusumma
 COL = Aineelliset hyödykkeet / taseen loppusumma
 ROA = Kokonaispääoman tuotto prosentti
 CUR = Current Ratio
 SIZE = Luonnollinen logaritmi taseen loppusummasta
 IND = Dummy-muuttujat toimialoista

Regressiomallin selittävänä muuttujana käytetään huoltoleasingastetta eli OPL / TA. Huoltoleasingsopimusten kuukausimaksut raportoidaan (IAS 17) mukaan seuraavasti; yhden vuoden päästä erääntyvät, 2–5 vuoden päästä erääntyvät ja viiden vuoden jälkeen erääntyvät. Tilinpäätöksissä vuokramaksuja ei ole arvostettu nykyhetkeen. Raportoinnin yksinkertaisuudesta johtuen osa tutkijoista on käyttänyt operatiivisten leasingvastuiden netottamiseen joko yrityskohtaista diskonttaustekijää (Cornaggia, Franzen ja Simin 2013) tai kiinteää diskonttaustekijää esimerkiksi 10 % (Graham ym. 1998). Yrityskohtaisia velan keskimääräiskustannuksia ei ollut saatavilla tähän tutkimukseen. Lisäksi kiinteän diskonttaustekijän vaikutus olisi kaikkiin yrityksiin sama vertailtavuuden kannalta, joten huoltovastuiden netottamista ei huomioida huoltoleasingastetta laskettaessa.

Kaikki mallin muuttujat ovat keskiarvoja vuosilta 2016–2017. Dummy-muuttujat (IND) indikoivat, mille toimialalle yritys kuuluu koodaamalla havainto toimialamuuttujan kohdalle 1:llä tai 0:lla. (Heikkilä 2017: 222)

4.2.3 Muuttujien tunnusluvut

Taulukoissa 3 ja 4 on esitelty regressiomallien tunnuslukuja. Sijaintiluvuista esitellään keskiarvo, mediaani, yläkvartaali- ja alakvartaali sekä hajontaluvuista keskihajonta. Luvut, joista on otettu luonnollinen logaritmi, esitellään euromääräisinä miljoonissa euroissa.

Taulukko 3. Tobit-mallien tunnuslukuja

Muuttuja	Medi- aani	Keskiarvo	Alakvartaali	Yläkvartaali	Keski- hajonta
Tobit mallit 1–2					
LEASES	0,001	0,011	0,000	0,006	0,031
NLD	0,064	0,071	0,031	0,101	0,053
FDB	0,070	0,097	0,018	0,130	0,114
FDDC	0,000	0,041	0,000	0,066	0,073
FDO	0,000	0,007	0,000	0,005	0,017
ROA	0,064	0,071	0,017	0,084	0,077
VAR	0,034	0,046	0,021	0,054	0,040
SIZE	331,981	1988,367	60,576	1797,162	5250,186
GROW	0,017	0,042	-0,029	0,076	0,108
CUR	0,482	0,490	0,345	0,641	0,201

Ylläolevasta taulukosta huomataan, että jaettujen pitkäaikaisten vieraan pääoman erien havainnoista puolet ovat nolliä, kun pankkilainaerää ei huomioida. Tunnuslukujen mukaan pankkilainat ovat eniten käytetty vieraan pääoman erä koko korollisesta velasta. Rahoitusleasingveloilla näyttäisi olevan varsin rajallinen merkitys taseen loppusummaan nähden, sillä peräti yläkvartaalin arvo (0,006) on alempi kuin keskiarvo (0,011). Tämä kertoo siitä, että aineiston yrityksistä vain pieni osa käyttää rahoitusleasingiä käyttöomaisuuden rahoittamiseen.

Analysoitavasta aineistosta jouduttiin poistamaan myös muutamia yrityksiä, jotka eivät ilmoittaneet liikevoittoa viimeiseltä viideltä vuodelta tai yritysten liikevoiton keskihajonta oli selvästi korkeampi jakaumaan nähden. Sama toimenpide tehtiin myös taseen kasvuvauhti -muuttujan osalta. Lisäksi aineistosta rajattiin pois yrityksiä, joiden liiketoiminta perustuu aineettoman pääoman myymiseen ja täten ne eivät tarvitse toiminnan harjoittamiseen merkittäviä määriä aineellisia hyödykkeitä, mitä olisi mahdollista vuokrata rahoitusleasingosimuksilla. Rajaukset toteutettiin Deelof ym. (1999) tutkimuksen rajauksia mukailleen.

Taulukko 4. Lineaarisen regressiomallin tunnuslukuja

Muuttuja	Mediaani	Keskiarvo	Alakvartaali	Yläkvartaali	Keski-hajonta
Regressio-malli 1					
OPT/TA	0,041	0,055	0,016	0,074	0,056
LEV	0,555	0,547	0,487	0,618	0,120
COL	0,124	0,191	0,033	0,28	0,187
ROA	5,485	5,274	1,560	8,706	8,145
CUR	1,380	1,457	0,995	1,725	0,660
SIZE	0,268	1,303	0,053	1,208	-

Viimeisellä regressiomallilla testataan huoltoleasingasteen vaikutusta muihin muuttujiin. Kun selitettäväksi muuttujaksi on otettu huoltoleasingaste rahoitusleasingasteen sijaan, se huomataan muuttujan tunnusluvuista. Aineiston jokaiselta yritykseltä löytyy enemmän tai vähemmän pitkäaikaisia vuokravastuita taseestaan. Aineistosta jouduttiin rajaamaan korkeimmat leasingasteen arvot pois, jotta muuttuja olisi likimain normaalijakautunut eivätkä ne vaikuttaisi liikaa selittävien muuttujien selitysasteisiin. Selitettävän muuttujan OPT / TA arvot vaihtelivat 0 ja 0,17 välillä. Myös selittävässä muuttujissa oli alkuun havaittavissa ääriarvoja, jotka sijaitsivat normaalijakauman ulkopuolella. Aineisto jouduttiin rajaamaan kokoon 103 havaintoa (liite 2).

5. EMPIIRISET TULOKSET

Tässä kappaleessa esitellään empiirisen osion tutkimustulokset. Tutkielman tarkoituksena oli tarkastella leasingrahoituksen käytön yhteyttä yrityksen ominaisuuksiin ja taloudellisiin lukuihin. Vielä ennen IFRS 16 -standardin astumista voimaan käyttöomaisuuden pitkäaikainen vuokraus jakaantui rahoitusleasing- ja huoltoleasingsopimukseen riippuen siitä, siirtyykö omaisuuserään liittyvät riskit ja tuotot olennaisilta osin vuokralleottajalle ilman omistusoikeuden vaihdosta. IAS 17.4 -kohta määritteli tunnusmerkit rahoitusleasingsopimukselle. Jos tunnusmerkit eivät täyttyneet sopimusta määriteltäessä tuli kyseeseen huoltoleasingsopimus tai kansainvälisesti ilmaistuna operatiivinen leasingsopimus. (Picker ym. 2016: 323; Haaramo 2012; 232)

Testattavana aineistona käytettiin Helsingin pörssissä noteerattuja yhtiöitä vuosilta 2016–2017. Rahoitus- ja vuokraustoimintaa harjoittavat yhtiöt rajattiin otoksen ulkopuolelle. Tarvittavien rajausten jälkeen otokseksi muodostui 120 havaintoa ennen analyysikohtaisia rajauksia. Alkuperäinen otos sisälsi yrityksiä 10 eri toimialalta.

5.1 Tutkimuksen kahtiajako

Leasingsopimuksien jako kahteen osaan näkyy myös tämän työn tutkimuksen kahtiajakoissa. Ensimmäisenä otettiin tarkastelun keskipisteeksi rahoitusleasingin käyttö, ja tarkoituksena oli selvittää rahoitusleasingvelan roolia vieraanpääoman eränä verraten sitä muihin pitkäaikaisiin korollisiin velvoitteisiin kuten pankkilainaan, vaihtovelkakirjalainaan, debenttureihin ja muihin pitkäaikaisiin korollisiin velkoihin. Regressiomallia estimoitiin kahdella tobit -mallilla hakien pääasiassa vastausta ensimmäiseen hypoteesiin, jonka mukaan rahoitusleasingvelka ja velkarahoitus toimivat toistensa komplementteina, kun tarkastellaan ainoastaan listattuja yhtiöitä.

Toinen tutkimus kohdistui huoltoleasingin käytön laajuuteen ja sitä verrattiin pääasiassa velkaantumista, maksuvalmiutta ja kannattavuutta mittaaviin tunnuslukuihin. Analyysin päätavoitteeksi asetettiin luottorajoittuneisuuden ja huoltoleasing käytön välisen yhtey-

den selvittäminen, sillä huoltoleasingsopimukset ovat taseen ulkopuolista rahoitusta eivätkä ne kasvata yritysten velkaantuneisuutta. Myös toimialakohtainen huoltoleasingin käyttö selvisi samasta regressioanalyysistä. Huoltoleasing -mallista haettiin vastauksia työn hypoteeseihin 2–4.

5.1.1 Tobit-mallien tulokset

Kahdella tobit -mallilla estimoitiin rahoitusleasingvelan vaihtelua aineiston sisällä, kun selittäviksi muuttujiksi otettiin pitkäaikaiset korolliset vieraan pääoman erät. Tobit-mallien tulokset on kerätty STATA -ohjelmasta ja mallin tulokset löytyvät taulukosta 5. Malleilla pyrittiin hakemaan vastausta ensimmäiseen hypoteesiin, jonka mukaan rahoitusleasing käyttäytyy velkarahoituksen komplementtina. Ennen tutkimuksen toteuttamista oli oletettavissa, että rahoitusleasing on velkarahoituksen lähes täydellinen substituutti pienten ja keskisuurten yksityisten yhtiöiden keskuudessa. Kun yrityskoko on suurempi ja aineisossa esiintyy enemmän listattuja yhtiöitä, käyttäytyy rahoitusleasing pikemminkin velkarahoituksen tai tulorahoituksen komplementtina. Edellä mainitut perusoletukset on päätelty aikaisimmista rahoitusleasingistä tehdyistä tutkimuksista.

Taulukossa 5 on esitelty molempien tobit-mallien tulokset. Korrelaatiokertoimen alapuolelle on merkitty jokaisen muuttujan T-testisuure sulkeisiin. Mallien selitettävänä muuttujana on rahoitusleasingaste. Ensimmäisessä mallissa pitkäaikainen korollinen velka vähennettynä rahoitusleasingvelalla selittyy yhdellä selittävällä muuttujalla. Toisessa mallissa pitkäaikainen korollinen velka on jaettu kolmeen muuttujaan, jotka ovat FBD, FDDC ja FDO. Jako useampaan kuin yhteen korollinen velka -muuttujaan tarjoaa mahdollisuuden tarkastella syrjäyttääkö vai lisääkö rahoitusleasingvelka jonkun tietyn velkainstrumentin määrää yrityksen taseessa. Muuten molempiin malleihin on otettu samoja yritysominaisuuksia kuvaavia tunnuslukuja (ROA, VAR, GROW, SIZE ja CUR). Muuttujien tarkemmat selitykset löytyvät alla olevasta taulukosta.

Taulukko 5. Tobit mallien 1 ja 2 tulokset**SELITTÄVÄ MUUTTUJA: RAHOITUSLEASINGASTE**

MUUTTUJA	Tobit 1	Tobit 2
NLD = Rahoitusleasingvastuuton korollinen velka / taseen loppusumma	0,003 (0,03)	-
FDB = Pankkilainat / taseen loppusumma	-	0,005 (0,11)
FDDO = Vaihtovelkakirjalainat ja debentuurit / taseen loppusumma	-	-0,036 (-0,58)
FDO = Muut pitkäaikainen korollinen velka / taseen loppusumma	-	-0,022 (-0,09)
ROA = Kokonaispääoman tuotto	0,080 (1,26)	0,092 (1,42)
VAR = tulos ennen veroja -erän keskihajonta	-0,031 (-0,26)	-0,061 (-0,54)
GROW = Taseen loppusumman keskimääräinen kasvuvauhti	0,031 (0,79)	0,003 (0,09)
SIZE = Logaritmi taseen loppusummasta	0,003 (-1,33)	-0,003 (-1,18)
CUR = Vaihtuvat vastaavat / taseen loppusumma	-0,038 (-1,60) *	-0,038 (-1,66) *
VAKIO	0,055 (1,51)	0,057 (1,56)
Uskottavuusfunktio (Log likelihood fuction)	103,092	102,912
Pseudo R ²	-0,030	-0,032
Havainnot yhteensä	98	98
Vasemmalta sensuroidut	31	31

* Tulos on tilastollisesti merkitsevä 10 % riskitasolla

** Tulos on tilastollisesti merkitsevä 5 % riskitasolla

*** Tulos on tilastollisesti merkitsevä 1 % riskitasolla

Tutkimustuloksista on todettava heti alkuun, että tobit mallin käyttö oli perustelua, sillä noin 30 % havainnoista saivat rahoitusleasingasteeksi nolla. Tuloksista nähdään vasemmalle sensuroidut havainnot. Aineiston kooksi muodostui 98 havaintoa (liite 1). Pseudo R^2 mallin selitysaste puolestaan kertoo, että mallin muuttujat yhdessä eivät selitä lainkaan rahoitusleasingin vaihtelua aineiston sisällä. Tämä nähdään hyvin vierasta pääomaa kuvaavien selittäjien osalta, sillä mikään korollinen vieraan pääoman erä ei saa merkittävää arvoa malleissa. Rahoitusleasingvelka ei syrjäytä edes osittain rahoitusleasingvelatonta vierasta pääomaa (NLD) kuten Deelof ym. (1999) tutkimuksessa. Heidän tutkimuksensa muuttujan kertoimen arvo oli -0,063, joka oli tilastollisesti erittäin merkitsevä. Tämän tutkimuksen vaihtovelkakirjalainat ja debentuurit -muuttuja sai hieman korkeamman kertoimen -0,036 muihin vieraan pääomaerien muuttujiin nähden. Vaihtovelkakirjalainat ja debentuurit vähentyvät hieman rahoitusleasingvelan kasvaessa, mutta tätä ei voida pitää tilastollisesti merkittävänä. Pankkilainat -muuttujalla on positiivinen kerroin ja muu korollinen velka -muuttujalla negatiivinen kerroin.

Tuloksista voidaan päätellä, että rahoitusleasing ei ole miltään osin velkarahoituksen substituutti suomalaisten pörssiyritysten keskuudessa. Aineistoa käsiteltäessä huomattiin, että yrityksillä, joilla on rahoitusleasingvelkaa, on myös muita korollisia velkavastuita taseessaan. Tästä voidaan tehdä johtopäätös, että rahoitusleasing nähdään yhtenä pörssi-yhtiöiden rahoitusmuotona eikä sen vaihtelua voida selittää muiden vieraan pääoman erien vaihtelulla. Tutkimuksen ensimmäinen hypoteesi, joka mukaan rahoitusleasing on velkarahoituksen komplementti, joudutaan hylkäämään.

Tuloksista selvisi myös, että vaihtuvien vastaavien määrällä (CUR) on negatiivinen regressiokerroin rahoitusleasingin kanssa molemmissa malleissa ja se on merkittävä 10 % riskitasolla. CUR-muuttujan osalta tulokset vastaavat Deelof ym. (1999) tutkimustuloksia, sillä heidän mallissaan muuttuja oli myös tilastollisesti merkittävä. On siis mahdollista, että yritykset, joiden maksuvalmius on heikompi, vuokraavat enemmän käyttöomaisuutta rahoitusleasingillä. Tästä ei kuitenkaan voida suoraan tehdä johtopäätöstä lyhytaikaisten velkojen maksukykyisyydestä, koska CUR-muuttujassa vaihtuvien vastaavien määrä oli suhteutettu lyhytaikaisten vastuiden sijasta taseen loppusummaan.

5.1.2 Lineaarisen regressioanalyysin tulokset

Lineaarisella regressiomallilla estimoitiin leasingin vaihtelua aineiston sisällä, kun selittävänä muuttujana toimii huoltoleasingaste. Selittäviksi muuttujiksi valittiin luottorajoittuneisuutta kuvaavat muuttujat velkaantuneisuusaste LEV ja aineellisten hyödykkeiden määrä taseen loppusummasta COL. Nämä ovat tärkeitä muuttujia hypoteesin 2 kannalta. Luottorajoittuneisuuden lisäksi mallissa oli mukana kannattavuutta kuvaava kokonaispääoman tuotto ja hypoteesia 3 varten maksuvalmiutta kuvaava Current ratio. Muita yrityksen ominaisuusmuuttujia olivat yrityskoko ja eri toimialat, joihin aineiston yritykset luokiteltiin. Alkuperäisestä otoksesta jouduttiin rajamaan muuttujien selvästi poikkeavia havaintoja dummy-toimialamuuttujien kustannuksella. Malliin jäi kuusi suurinta toimialaa, joissa havaintoja esiintyi riittävästi regressioanalyysin suorittamiseksi. Toimialat olivat kulutuspalvelut, kulutustavarat, perusteollisuus, teknologia, teollisuustuotteet ja palvelut sekä terveydenhoito. Jokaisesta toimialasta on oma dummy-muuttuja, joka on merkattu IND -tunnuksella. Tutkimuksen neljäs hypoteesi on, että kulutuspalveluita- ja tuotteita myyvät yhtiöt ovat huoltoleasingin käyttäjistä suurimpia.

Taulukko 6. Pearsonin korrelaatiokertoimien tulokset

	OPL/TA	LEV	COL	ROA	CUR	SIZE
OPL/TA	1,000					
LEV	0,375***	1,000				
COL	-0,230**	-1,178	1,000			
ROA	-0,127	-0,388***	0,144	1,000		
CUR	-0,255***	0,494***	-0,100	0,353***	1,000	
SIZE	-0,060	0,123	0,366***	0,199**	0,031	1,000

* Tulos on tilastollisesti merkitsevä 10 % riskitasolla

** Tulos on tilastollisesti merkitsevä 5 % riskitasolla

*** Tulos on tilastollisesti merkitsevä 1 % riskitasolla

Taulukossa 6 on esitelty regressiomallin muuttujien väliset korrelaatiokertoimet. Vaikka osalla muuttujista on tilastollisesti merkittävä korrelaatio toisen muuttujan kanssa, eivät

muuttujien korrelaatiokertoimet ole kuitenkin liian suuria aiheuttaakseen ongelmia tutkimustulosten tarkkuuden kannalta. Multikollinearisuus tarkistettiin hyödyntäen VIF-mittaria, ja jokaisen muuttujan VIF-arvo vaihteli 1 ja 1,5 välillä. Suurin korrelaatio havaitaan current ration ja velkaantumisasteen välillä (0,494). Sen lisäksi taulukosta nähdään, että selitettävä muuttuja OPT/TA ei korreloi merkittävästi kokonaispääoman tuoton ja yrityskoon kanssa, joka nähdään myös seuraavasta taulukosta. Taulukossa 7 on esitelty regressiomallin tulokset. Muuttujien korrelaatiokertoimien alapuolella on T-testisuureiden arvot sulkeissa, joiden perään on merkattu tähdillä merkitsevyystasot.

Taulukko 7. Lineaarisen regressiomallin tulokset

SELITTÄVÄ MUUTTUJA: HUOLTOLEASINGASTE

MUUTTUJA	Lineaarinen regressiomalli 1
LEV = Velkaantumisaste	0,135 (2,265) **
COL = Aineelliset hyödykkeet / Taseen loppusumma	-0,056 (-1,643) *
ROA = Kokonaispääoman tuotto %	0,000 (0,401)
CUR = Current ratio	-0,012 (-1,147)
SIZE = Logaritmi tulos ennen veroja -erästä	-0,000 (-0,018)
IND 1 = Kulutuspalvelut	0,012 (0,468)
IND 2 = Kulutustavarat	-0,010 (-0,411)
IND 3 = Perusteollisuus	-0,018 (-0,735)
IND 4 = Teknologia	-0,003 (-0,100)

IND 5 = Teollisuustuotteet ja palvelut	-0,010 (-0,473)
IND 6 = Terveystenhoito	0,016 (0,433)
VAKIO	0,013 (0,243)
Mukautettu R²	0,114
Havainnot yhteensä	103

* Tulos on tilastollisesti merkitsevä 10 % riskitasolla

** Tulos on tilastollisesti merkitsevä 5 % riskitasolla

*** Tulos on tilastollisesti merkitsevä 1 % riskitasolla

Malliin saatiin yhteensä 103 havaintoa tarvittavien rajausten jälkeen. Mukautettu selitysaste R² on 0,114, minkä mukaan voidaan todeta mallin muuttujien selittävän vain pienen osan huoltoleasingin vaihtelusta. Kun mukautettua R² arvoa verrataan Giner ym. (2017) tutkimuksen arvoon 0,501, on selvää, että kaikki selittävät muuttujat eivät voisi korreloida tämän tutkimuksen aineiston kanssa yhtä vahvasti.

Kun tarkastellaan kuinka hyvin mallin muuttujat selittävät huoltoleasingasteen vaihtelua, huomataan, että velkaantumisaste LEV sai tilastollisesti merkittävän arvon sen kertoimen ollessa 0,135 merkitsevyydellä 5 %. Korkeampi velkaantuneisuus näyttäisi siis johtavan suurempaan huoltoleasingin käyttöön. Luottorajoittuneisuutta tukee lisäksi se, että muuttuja COL sai arvoksi -0,056, joka on tilastollisesti merkitsevä riskitasolla 10 %. Eli mitä vähemmän yrityksellä on velkarahoituksen vakuudeksi luottavia aineellisia hyödykkeitä sitä enemmän se vuokraa käyttöomaisuutta huoltoleasingsopimuksilla. Näin ollen päästään johtopäätökseen luottorajoittuneisuuden merkittävästä vaikutuksesta huoltoleasingin käyttöön. Hypoteesi kaksi voidaan tämän vuoksi hyväksyä.

Kolmas hypoteesi esitti heikomman maksuvalmiuden vaikuttavan korkeampaan huoltoleasingasteeseen. Tuloksien perustella voidaan todeta, ettei maksuvalmius CUR todennäköisesti vaikuta korkeampaan huoltoleasingin käyttöön, sillä kerrointa ei voida pitää mer-

kittävä. Tosin arvo on negatiivinen, joka myös havaittiin tobit-malleista, kun tarkasteltiin rahoitusleasingvelan ja vaihtuvien vastaavien välistä vaikutusta. Maksuvalmiudella on kaikkien tutkimusmallien mukaan negatiivinen korrelaatio rahoitus- ja huoltoleasingin kanssa, mutta vain rahoitusleasingin kohdalla tilastollisesti merkittävä. Hypoteesi kolme joudutaan kuitenkin hylkäämään tämän regressiomallin osalta.

Kannattavuus ja koko -muuttujat eivät näytä selittävän mallia merkittävästi tulosten perusteella toisin kuin Giner ym. (2017) tutkimuksessa. Espanjalaisissa pörssiyhtiöissä heikompi kannattavuus ja suurempi yrityskoko vaikuttivat laajempaan huoltoleasingin käyttöön. Toimialamuuttujat eivät tuoneet myöskään vahvistusta neljännen hypoteesin väitteelle. Osasyynä tähän saattoi vaikuttaa rajausten jälkeen syntyneet pienet toimiala-otoskoot. Selitettävästä muuttujasta jouduttiin poistamaan useita korkeita huoltoleasingaste-arvoja, jotka painottuivat tietyille toimialoille. Tutkielman neljäs hypoteesi hylätään.

5.2 Tutkimustulosten johtopäätökset

Seuraavaksi raportoidaan empiirisen osion tutkimustulokset sekä esitetään niistä johdetut johtopäätökset. Leasingrahoituksen jakaantuessa kahteen osaan, rahoitus- ja huoltoleasingiin, tutkittiin näiden molempien rahoitusmuotojen vaikutusta erikseen valittuihin yritysominaisuuksiin sekä taloudellisiin lukuihin. Regressiomallit sekä malleihin sisältyvät muuttujat johdettiin aikaisemmista tutkimuksista maailmalta. Ensimmäisenä tutkittiin rahoitusleasingin yhteyttä muihin korollisen velan eriin sekä tiettyihin yritysominaisuuksiin kuten kokoon, kannattavuuteen ja likvidisyyteen. Tämän jälkeen tutkimus toistettiin huoltoleasingilla, jossa selittävät muuttujat vaihdettiin ensimmäisistä malleista.

5.2.1 Rahoitusleasingtutkimuksen johtopäätökset

Tobit-mallien tutkimustulokset osoittivat, että rahoitusleasingin käyttöä ei voida selittää muilla korollisten vieraan pääoman erillä. Korolliset velkaerät olivat pankkilainat, vaihtovelkakirjat ja debentuurit sekä muut korolliset velat. Muuttujien regressiokertoimien

arvot eivät olleet tilastollisesti merkittäviä. Pankkilaina -muuttujan kerroin sai positiivisen arvon ja vaihtovelkakirja ja debentuurit sekä muut korolliset velat saivat negatiivisen arvon. Kun tobit 1 -mallissa rahoitusleasingastetta verrattiin korollinen velka ilman rahoitusleasingvastuita -muuttujaan, kertoimen etumerkki oli positiivinen. Näin ollen rahoitusleasingvelka ei ainakaan vähennä taseesta mitattavia muita velkoja. Tobit-mallin tulokset osoittivat, että rahoitusleasing ei ole velkarahoituksen substituutti kuten useissa aikaisemmissa tutkimuksissa sen on havaittu olevan (Krishnan ym. 1994; Sharpe ym. 1995). Ang ym. (1984) tutkimuksessa velkarahoitus ja rahoitusleasing olivat puolestaan lähes täydellisiä komplementteja. Tämän työn tutkimustulosten valossa rahoitusleasingiä voidaan luonnehtia vain yhdeksi pääomaeräksi eikä sen vaihtelua voida selittää muiden vieraan pääomaerien vaihtelulla vain suomalaisia pörssiyhtiöitä tarkasteltaessa. Yritysten voidaan ajatella listautuvan osakemarkkinoille laajemman pääoman saatavuuden toivossa. Pääomalainat, joukkovelkakirjalainat, ja muut lainat rahoituslaitoksilta ovat yleisempiä yrityksen ulkopuolisia rahoituslähteitä, joilla pörssiyhtiöt rahoittavat toimintaansa. Liiketoiminnan luonteella voidaan olettaa olevan merkitystä myös osto/vuokraus-päätöksen kanssa, sillä käyttöomaisuushyödykkeiden ominaisuudet määrittelevät hyödykkeen vuokrausmahdollisuudet, mitä käsiteltiin aikaisemmin teoriaosioissa.

Toinen havainto tobit-malleista liittyi siihen, miten vaihtuvien vastaavien määrä selitti merkittävästi rahoitusleasingin vaihtelua aineistossa merkitsevyydellä 10 %. Vaihtuvat vastaavat sisältävät taseen likvidit varat, joita käytetään lyhytaikaisten velvoitteiden maksamiseen. Vaihtuvien vastaavien -muuttuja korreloi negatiivisesti rahoitusleasingasteen kanssa, mikä tarkoittaa heikomman maksuvalmiuden tilan vaikuttavan korkeampaan rahoitusleasingin käyttöön.

Nämä edellä käsitellyn rahoitusleasingiä koskevan tutkimuksen mallit eivät saaneet korkeita selitysasteita verrattuna Deelof ym. (1999) tutkimukseen, josta mallit johdettiin. Tutkimuksen sovellettavuuteen vaikutti väistämättä aineiston koko ja sen ominaisuudet. Ensinnäkin aineisto sisälsi 120 alustavaa havaintoa, kun muuttujien keskiarvot laskettiin vuosilta 2016–2017 ja 2012–2017 muuttujasta riippuen. Toiseksi, lähes aineiston jokaisen yrityksen liiketoiminnan luonne eroaa muista havainnoista, mikä omalta osaltaan voi

vaikuttaa yritysten vuokraamispäätöksiin. Jos aineistoa olisi voitu laajentaa myös yksityisiin yrityksiin olisivat tobit-mallien selitysasteet voineet olla korkeampia. Yksityisiä yhtiöitä ei voitu ottaa mukaan tutkimukseen, sillä suurin osa yhtiöistä raportoivat tilinpäätöksensä FAS -tilinpäätösnormistoa käyttäen.

Tutkimusten analysointimenetelminä käytettiin kahta tobit-mallia ja lineaarista regressiomallia. Rahoitusleasingiä tarkasteltaessa tutkimusaineisto olisi voitu jakaa kahteen osaan; ei-leasingiä ja leasingiä käyttävät yritykset. Osa aikaisemmista tutkimuksista on hyödyntänyt kyseistä jakoa, kun on haluttu selvittää jaettujen yritysten välisiä eroja niin tunnuslukujen kuin muiden yrityskohtaisten ominaisuuksien suhteen. Tutkimusmenetelminä on silloin hyödynnetty esimerkiksi logistista regressiomallia tai parametritonta kahden otoksen keskiarvotestiä, Mann-Whitney -testiä. Jommankumman testin toteuttaminen olisi voinut tuoda merkittävämpiä tutkimustuloksia, mutta toisaalta kyseisillä menetelmillä ei olisi voitu testata tämän tutkimuksen varsinaisia hypoteeseja.

5.2.2 Huoltoleasingtutkimuksen johtopäätökset

Kolmannessa regressiomallissa estimoitiin huoltoleasingasteen vaihtelua luottorajoittuneisuuden, maksuvalmiuden ja kannattavuuden tunnusluvuilla. Jo Pearsonin korrelaatiokertoimien tulokset osoittivat merkittäviä korrelaatiokertoimia muuttujien kesken. Regressiomallin tuloksista havaittiin velkaantumisasteen sekä aineellisten hyödykkeiden määrän vaikuttavan merkittävästi huoltoleasingasteeseen. Yritysten korkeampi velkaantuneisuus näkyi korkeampana huoltoleasingasteena. Tämä havainto vastaa Giner ym. (2017) tutkimusta, jossa he päättelivät yritysten kasvattavan velkaantumistasoaan huoltoleasingilla tietyn velkaantumisrajan ylitettyä, etteivät kovenanttisidonnaiset velkarahoitussopimukset rikkoutuisi. Malliin otettiin myös vakuusomaisuutta kuvaava käyttöomaisuushyödykkeet/taseen loppusumma -muuttuja. Mitä vähemmän yrityksillä oli vakuuksiksi luokiteltavia aineellisia hyödykkeitä, sitä enemmän heillä oli pitkäaikaisia vuokravastuita taseessaan. Näin ollen työn toinen hypoteesi hyväksyttiin, sillä korkeampi luottorajoittuneisuus selitti laajemman huoltoleasingin käytön.

Maksuvalmiudella eikä millään tietyllä toimialalla havaittu olevan merkittävää selitystettä mallissa. Vaikka maksuvalmiutta kuvaava current ratio korreloikin merkittävästi Pearsonin korrelaatiokertoimen perusteella, ei se riittänyt kuvaamaan mallia riittävästi kolmannen hypoteesin hyväksymisen kannalta. Toimialamuuttujien kertoimiin saattoi vaikuttaa ensinäkkin havaintojen luokittelemisen ICB-toimialaluokituksella sekä laajamittainen aineiston rajaus. Huoltoleasingasteen korkeimpia arvoja jouduttiin rajaamaan pois ja nämä arvot esiintyivät poikkeuksetta kulutustavarat ja -palvelut toimialoilla.

6. YHTEENVETO

Tässä työssä tutkittiin, miten leasingrahoituksen käyttö näkyy Helsingin pörssin listatuissa yhtiöissä vuosina 2016–2017. Tarkasteltavat tekijät olivat yrityskohtaiset ominaisuudet kuten koko ja toimiala sekä taloudelliset luvut, jotka mittaavat yrityksen kannattavuutta, maksuvalmiutta sekä vakavaraisuutta. Ennen uuden IFRS 16 standardin astumista voimaan leasingsopimukset jakaantuivat rahoitus- ja huoltoleasingiin. Kun yritys vuokraa käyttöomaisuushyödykkeitä niiden koko taloudellisen käyttöönsä ajaksi, puhutaan rahoitusleasingistä. Rahoitusleasingsopimuksille on tavanomaista, että vuokrattavaan käyttöomaisuuteen liittyvät riskit ja tuotot siirtyvät olennaisilta osin vuokralleottajalle ilman omistusoikeuden vaihdosta sopimusosapuolten välillä. Tyypillisimpiä rahoitusleasinghyödykkeitä ovat yrityksen toimintaan räätälöidyt koneet ja kalustot. Kaikki muut kuin rahoitusleasingsopimukset luokitellaan IAS 17 mukaan huoltoleasingsopimuksiksi tai muiksi vuokrasopimuksiksi. Suurimmat muut vuokravastuut kohdistuivat pörssiyritysten keskuudessa liiketiloihin. Myös it-laitteiston liisausta havaittiin usean yrityksen tapauksissa.

Johdannossa esitettiin tutkimuksen aineisto sekä empiirisen osion tutkimukset. Johdannosta selvisi myös leasingrahoitukseen liittyviä merkittävimpiä tutkimuksia, joihin työn selkeät hypoteesit pohjautuivat. Johdantokappaleen jälkeen siirryttiin tarkastelemaan erilaisiin vuokrasopimuksiin liittyviä ominaisuuksia sekä oikeudellisia piirteitä vuokralleottajan ja vuokralleantajan näkökulmista. Vaikka leasingrahoitus mielletäänkin yhtenä kokonaisuutena rahoitusteorian näkökulmasta, työssä eroteltiin kuitenkin erilaiset pitkäaikaiset vuokraamismuodot; rahoitusleasing, huoltoleasing sekä myynti- ja takaisinvuokraus.

Koska leasingrahoitus on yleistynyt vuosikymmenten ajan, oli tutkimuksen kannalta oleellista käsitellä leasingluottokannan kasvua kotimarkkinoilla omana kappaleenaan. Vuodelta 2014 esitelty tilasto osoitti leasingin olevan eniten käytetty rahoitusmuoto kaikista suomalaisten rahoitusyhtiöiden luottokannoista. Omaisuuden vuokraaminen on näin ollen yksi suosituimmista tavoista rahoittaa investointi tänä päivänä.

Työssä käsiteltiin myös vuokrattujen kohteiden kirjanpidollista kohtelua niin vuokralleottajan kuin vuokralleantajan näkökulmasta. Oli syytä tuoda esille, miten erityisesti rahoitusleasingosimusten kirjanpidollinen kohtelu eroaa suomalaisen ja kansainvälisen tilinpäätösnormiston välillä. Suomalaisen kirjanpitolain mukaan rahoitusleasingkohde kirjataan sen juridisen omistajan, rahoittajan taseeseen. Rahoitusleasingkohteesta aiheutuneet kuukausittaiset vuokramaksut näkyvät vuokralleottajan tulostilillä vuokramenoina. IFRS-tilinpäätösnormistossa tilanne on päinvastainen, sillä vuokralleottaja kapitalisoi rahoitusleasingkohteen taseeseen velaksi ja poistovaikutteiseksi omaisuudeksi. Lisäksi IFRS-normisto edellyttää yritysten raportoivan ei-purettavista huoltoleasingosimusvelvoitteistaan tilinpäätöksen liitetiedoissa. Edellä mainitut raportointivaatimukset mahdollistivat pörssiyritysten tutkimisen molempien leasingvastuiden osalta.

Ennen empiiristä osiota esiteltiin laajamittaisesti aikaisempien leasingrahoitusta koskevien tutkimusten tuloksia sekä tutkijoiden johtopäätöksiä. Monet tutkijat olivat lähestyneet yritysten leasingrahoituspäätöstä olettaen investoinnin vuokraamisen olevan velkarahoitteisen investoinnin substituutti. Kuitenkin aihepiirin tutkimustulokset olivat jakaantuneet kahtia, koska muutamien tutkimusten aineistoissa leasingrahoitus ja velkarahoitus olivat puolestaan toisiaan täydentäviä komplementteja. Sen lisäksi heikko kannattavuus, maksuvalmius sekä korkea velkaantuneisuus yhdistettiin toistuvasti leasingiä käyttäviin yrityksiin. Muita yrityskohtaisia ominaisuuksia olivat koko, ikä ja toimiala, jotka selittivät suurempaa tai vähäisempää leasingrahoituksen käyttämistä. Aikaisempien tutkimustulosten pohjalta laadittiin työhön hypoteesit, joita testattiin empiirisessä osiossa.

Empiirisen osion tutkimustuloksista selvisi rahoitusleasingin olevan vain yksi rahoitusmuoto muiden velkainstrumenttien joukossa eikä rahoitusleasingin vaihtelua pystytä selittämään muiden korollisten vieraan pääoman erillä. Tobit-mallit antoivat selittäville muuttujille pieniä kertoimen arvoja, joten malleista ei pystytty estimoimaan kasvaako vai vähentykö muut vieraan pääoman erät rahoitusleasingvastuiden kasvaessa. Tästä pääteltiin, että leasingrahoituspäätöksiin eivät vaikuta yleisesti ottaen rahoitusrakenteelliset tavoitteet. Kyse on liiketoiminnan luonteesta johtuvista yksilöllisistä eroavaisuuksista, sillä kaikkea toimintaan tarvittavia aineellisia hyödykkeitä ei olisi mahdollista rahoittaa leasingilla. Ainoataan tobit-mallit pystyivät selittämään rahoitusleasingin vaihtelua taseesta

mitattavien likvidien varojen määrällä. Vähäisempi likvidien varojen määrä suhteutettuna taseen loppusummaan merkitsi korkeampaa rahoitusleasingvastuiden määrä taseessa. Tästä voitiin päätellä, että heikompi maksuvalmiuden tila vaikuttaa osittain suurempiin rahoitusleasingvastuisiin taseessa.

Korkeamman velkaantumistasteen omaavat yhtiöt olivat suurimpia huoltoleasingiä käyttäjiä tutkimustulosten mukaan. Myös vähäisempi aineellisten hyödykkeiden määrä vaikutti korkeampaan huoltoleasingasteeseen. Aineelliset hyödykkeet toimivat pääasiassa vain velkojen vakuuksina (Rampini ym. 2013). Näin ollen tutkimustuloksista tehtiin johtopäätös, että luotonsaantirajoitteet ja huoltoleasingin käyttö liittyvät toisiinsa myös suomalaisissa pörssiyhtiöissä.

Tutkimukset toteutettiin kahden aikaisemman tutkimuksen regressiomallien mukaisesti, minkä vuoksi tutkimuksen ja sen perusteella laadittujen johtopäätöksien luotettavuutta voidaan pitää korkeana. Tutkimus on myös tärkeä sen ajankohtaisuuden kannalta. IFRS 16 standardin vaikutus tulee näkymään yritysten taserakenteissa, kun huoltoleasingvelat kapitalisoidaan jatkossa velaksi, mikä puolestaan näkyy myös vakavaraisuuden ja kannattavuuden tunnusluvuissa. Tämän vuoksi tutkimuksessa kiinnitettiin huomioita nimenomaisesti yritysten velkaantumistaseeeseen, koska voitiin olettaa yritysten käyttävän taseen ulkopuolista rahoitusta, kun niiden velkaantumistasete on ylittänyt optimaalisen rajan. Kyseinen väittämä saikin vahvistusta tutkimustuloksista.

Korkeasta luotettavuudesta huolimatta tutkimuksiin liittyy aina rajoittavia tekijöitä. Aineiston koko koettiin tämän tutkimuksen yhdeksi rajoitteeksi. Toimialahypoteesiin ei saatu vahvistusta johtuen siitä, että yritykset jakaantuivat varsin epätasaisesti eri toimialaluokkiin. Koska leasingasteiden havaintojen välillä oli selvää vaihtelua, jouduttiin useita jakauman kannalta korkeita arvoja rajaamaan pois. Muiden muuttujien osalta havaintoja jouduttiin poistamaan, jotta välttyttiin tutkimustulosten tarkkuuteen liittyviltä ongelmilta. Tämä johti tilanteeseen, jossa kaikkia toimialoja ei voitu ottaa mukaan tarkasteluun mikä taas vaikutti välillisestitoimialahypoteesin vahvistuksen saamiseen.

LÄHDELUETTELO

- Ang, J. & Peterson, P. P (1984) Leasing Puzzle. *The Journal of Finance*, 39: 4, 1055–1065
- Barclay, M. & C. Smith (1995) The priority structure of corporate liabilities, *Journal of Finance* 50: 3, 899–917.
- Beattie V, Goodacre A & Thomson, S (2000). Operating leases and the assessment of lease-debt substitutability. *Journal of Banking & Finance* 24: 3, 427–470
- Brady, Tim (2018). A Question of Leasing. *American Trucker*. 30. Saatavana World-wide Webistä: <https://search-proquest-com.proxy.uwasa.fi/docview/2097434477?accountid=14797>
- Bragg, Steven M. (2011) *IFRS made easy*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 266 s. ISBN 978-0-470-89070-7
- Cosci, S., Guida. R & V. Meliciani (2015). Leasing Decisions and Credit Constraints: Empirical Analysis on a Sample of Italian Firms. *European Financial Management*, 21: 2, 377–398.
- Deelof, M. & Verscueren, I (1999) Are Leases and Debt Substitutes? Evidence from Belgian Firms. *Financial Management*, 28:2, 91–95.
- European Commission (2017). Annual report on Europeans SMEs 2016/2017. ISBN 978-92-79-74126-5. Saatavana World Wide Webistä: <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/0b7b64b6-ca80-11e7-8e69-01aa75ed71a1/language-en/format-PDF>

- Eurostat (2014) Glossary: High-growth enterprise. Saatavana Worldwide Webistä: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:High-growth_enterprise
- Fama, E & French, K (1993) Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *The Journal of Finance*, 50: 1, 131–144
- Finanssialan keskusliitto (2014) Rahoitusyhtiötilastot, *mukana vain FK-jäsenet Saatavana World Wide Webistä: <https://slideplayer.fi/slide/2954148/>
- Georgescu, Maria A. (2011) The Incidence of Risk Factors on Establishing the Rental Payment by the Lessor. *Annals of Dunarea de Jos University. Fascicle I: Economics and Applied Informatics*, 1: 2, 23–26
- Giner, B & Pardo, F (2017) Operating lease decision and the impact of capitalization in a bank-oriented country. *Applied Science*, 49: 19, 1886–1900.
- Graham R., Lemmon, M & J. Schallheim (1998) Debt, Leases, Taxes, and the Endogeneity of Corporate Tax Status. *The Journal Of Finance*, 53: 1, 131–162.
- Haaramo, V & Rätty, P (2012) *Kansainvälinen tilinpäätöskäytäntö: IFRS-raportointi*, Helsinki: Sanoma Pro 2012. 640 s. ISBN 978–952–63–0152–5
- Halonen, Jari (2013). *IFRS: Käytännön käsikirja*. 3. painos. Helsinki: Edita Publishing Oy. 504 s. ISBN 978–951–37–6403–6
- Heikkilä, T (2014). *Tilastollinen tutkimus*. 9. painos. Helsinki: Edita. 297 s. [30.11.2019] ISBN 978–951–37–6942–0
- Johnson, J. & Dinardo, J (1997). *Econometric Methods*. 4. Painos. New York: McGraw-Hill cop. 1997. 531 s. ISBN 007–125–964–3

- Junka, Ilona (1986). Rahoitusleasing investointien rahoitusmuotona. Helsinki: ETLA. 110 s. Saatavana Internetistä: <https://www.etla.fi/wp-content/uploads/B47.pdf>
- KMPG (2016). IFRSview. [siteerattu 29.10.2018] Saatavana Internetistä: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/IFRS-View-2016-Secured.pdf>
- Kramer-Eis, H & Lang, F (2012) Importance of finance for SME finance. *EIF Working Paper*, No. 2012/15. European Investment Fund, Luxemburg.
- Krishnan, V & Moyer, R (1994) Bankruptcy costs and the financial leasing decision. *Financial Management*, 23: 2, 31–42.
- Lasfer, M & Levis, M (1998). The determinants of leasing decision of small and large companies. *European Financial Management*, Vol. 4 ,159–184.
- Leaseurope (2015). The use of leasing amongst European SMEs. *Oxford Economics*. July.
- Leppiniemi, J. (2009). *Rahoitus*. 5. painos. Vantaa: WSOY. 332.s ISBN 978–951–0–34703–4
- Lin, J. Wang, C. Chou, D. & Chueh, F (2012). Financial constraint and the choice between leasing and debt. *International Review of Economics and Finance*, Vol. 27 , 171–182
- Myers, S, Dill, D, Bautista, A (1976). Valuation of financial lease contracts. *Journal of Finance*, 31: 3, 799–819
- Myers, S & Majluf, N (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 187–221

- Neuberger, D & R athke-D oppner, S (2013). Leasing by small enterprises. *Applied Financial Economics*, Vol. 23: 7, 535-549.
- Picker, R. Clark, K. Dunn, J. Kolitz, D. Livne, G. Loftus, J. & Tas, L. (2016). *Applying IFRS standards*. 4. Painos. John Wiley & Sons, Ltd. 726 s. ISBN 978-111-915-922-3
- Prado, Sylvain (2009). The European used-car market at a glance: Hedonic resale price valuation in automotive leasing industry. *Economics Bulletin*, 29: 3, 2086-2099.
- P rssiis aati  (2019). P rssiin toimialaluokitus. [Siteerattu 31.11.2019] Saatavana World Wide Webist : <https://www.porssisaatio.fi/en/testpage/>
- Rampini, A & Viswanathan, S (2013) Collateral and capital structure. *Journal of financial economics*, 109: 2, 466-492
- Sharpe, S. & Nguyen H (1995) Capital market imperfections and the incentive to lease. *Journal of Financial Economics*, 39: 2, 271-294
- Smith, Clifford W & L. Macdonald Wakeman (1985). Determinants of Corporate Leasing Policy. *Journal of Finance*, Vol.40, [online] [2018-11-09], 896-908
- Stevens, Michael, G. (2000) The leasing decision. *The Practical Accountant*, 33: 6 53-58
- Stulz, R.M. & H. Johnson (1985) An analysis of secured debt. *Journal of Financial Economics*, 14: 1, 501-521
- Suomen virallinen tilasto (Official statistics of Finland)*, Rahoitusleasing 2014. Helsinki: tilastokeskus, 2018

- Tammi-Salminen, Eva (2010) Sopimus ja sivullissuhteista rahoitusleasingissä. *Defensor legis: Suomen asianajajaliiton äänenkannattaja*. 606–626.
- Tepora, Jarno (2013) *Panttioikeus ja vakuusmuodot*, Helsinki: Lakimiesliiton kustannus. 440 s. ISBN 978–952–246–253–4
- Tobin, J. (1958). Estimation for relationship with limited dependent variable. *Econometria*, 26, 24–26. Saatavana Wolrd Wide Webistä: <http://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d00/d0003-r.pdf>
- Tomperi, Soile (2015) *Yritysverotus ja tilinpäätössunnittelu*, Helsinki: Sanoma Pro Oy. 338 s. ISBN 978–952–63–3364–9
- Tudor, Liviu-Alexandru (2018). The Advantages that IFRS 16 Brings to the economic environment. *Ovidius university annals: Economic science series*, 510–513.
- Välimäki, Olli (2014) *Kovenantit*, Helsingin Kamari Oy. 527 s. ISBN 978–952–246–314–2
- Wells, K & Whitby, R (2012). Evidence of motivates and reactions to sale and lease back. *Journal of applied science*, 22: 1, 56–69.

LIITE 1. Tobit-malleissa käytetyt yritykset

Afarak Group Oyj Class A	Kemira Oyj	Qt Group Plc
Ahlstrom-Munksjo Oyj	Keskisuomalainen Oyj Class A	Raisio Oyj Class V
Alma Media Oyj	Kesko Oyj Class B	Ramirent Oyj
Altia Oyj	Kesla Oyj Class A	Rapala VMC Oyj
Amer Sports Oyj Class A	Kone Oyj Class B	Raute Oyj Class A
Apetit Oyj	Konecranes Oyj	Rovio Entertainment Oyj
Aspo Plc	Kotipizza Group Oyj	Saga Furs Oyj Class C
Aspocomp Group Oyj	Lassila & Tikanoja Oyj	Sanoma Oyj
Atria Oyj Class A	Lehto Group PLC	Scanfil Oyj
Avidly Plc	Lemminkäinen Corporation	Solteq Oyj
Cargotec Oyj Class B	Marimekko Oyj	Soprano Oyj
Caverion Oyj	Martela Oyj Class A	SRV Yhtiot Oyj
Consti Yhtiot Oyj	Metsa Board Oyj Class B	SSAB AB
Cramo Oyj	Metso Oyj	Stockmann Oyj Abp Class B
Detection Technology Oy	Neste Corporation	Stora Enso Oyj Class R
DNA Plc	NoHo Partners Plc	Suominen Oyj
Efore Oyj Class A	Nokia Oyj	Talenom Oyj
Elecster Oyj Class A	Nokian Renkaat Oyj	Tecnotree Oyj
Elisa Oyj Class A	Nurminen Logistics Oyj Class A	Teleste Oyj
Etteplan Oyj	Olvi Oyj Class A	Tieto Oyj
Exel Composites Oyj	Oriola Corp Class B	Tikkurila Oyj
F-Secure Oyj	Orion Oyj Class B	Tokmanni Group Oyj
Finnair Oyj	Outokumpu Oyj	Tulikivi Oyj Class A
Finnlines Oyj	Outotec Oyj	UPM-Kymmene Oyj
Fiskars Oyj Abp	Oyj Ahola Transport Abp Class A	Uponor Oyj Class A
Fortum Oyj	Pihlajalinna Plc	Vaisala Oyj Class A
Glaston Oyj	Piippo Oyj	Valmet Corp
HKScan Oyj Class A	PKC Group Oyj	Verkkokauppa.com Oy
Honkarakenne	Plc Uutechnic Group Oyj	Viking Line Abp
Huhtamaki Oyj	Ponsse Oyj	Wartsila Oyj Abp
Ilkka-Yhtymäe Oyj	Poyry Oyj	Wulff Group Plc
Incap Oyj	PunaMusta Media Oyj	YIT Oyj
Kamux Oyj	QPR Software Oyj	Yleiselektroniikka Oyj Class E

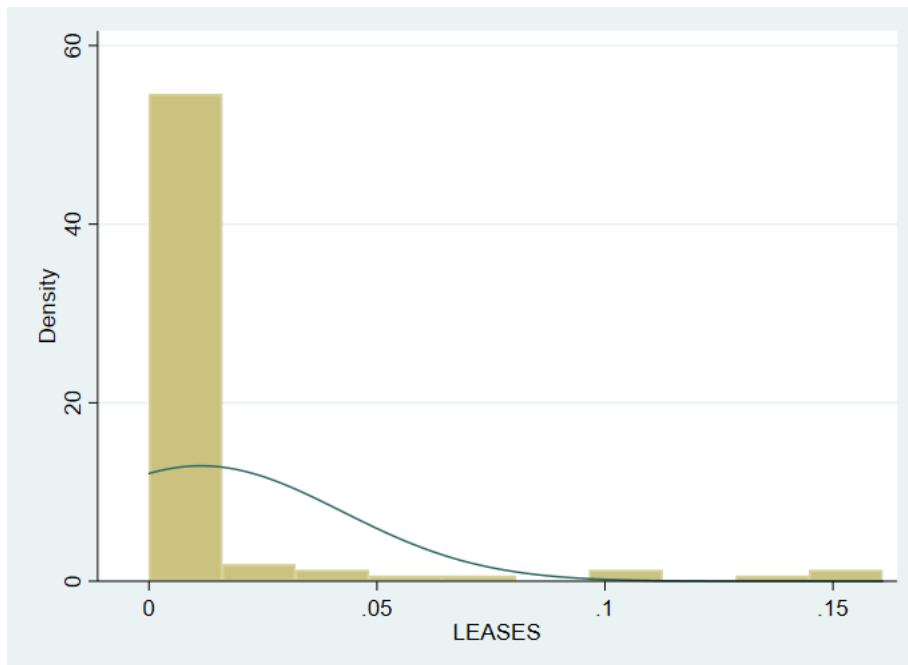
LIITE 2. Lineaarisessa regressiomallissa käytetyt yritykset

Afarak Group Oyj Class A	Ilkka-Yhtymä Oyj	Ramirent Oyj
Ahlstrom-Munksjo Oyj	Incap Oyj	Rapala VMC Oyj
Alma Media Oyj	Innofactor Plc	Raute Oyj Class A
Altia Oyj	Kamux Oyj	Robit PLC
Amer Sports Oyj Class A	Kemira Oyj	Rovio Entertainment Oyj
Apetit Oyj	Keskisuomalainen Oyj Class A	Saga Furs Oyj Class C
Asiakastieto Group Oyj	Kesla Oyj Class A	Sanoma Oyj
Aspo Plc	Kone Oyj Class B	Scanfil Oyj
Aspocomp Group Oyj	Konecranes Oyj	Siili Solutions Oy
Atria Oyj Class A	Kotipizza Group Oyj	Solteq Oyj
Avidly Plc	Lassila & Tikanoja Oyj	Soprano Oyj
Basware Oyj	Lehto Group PLC	SRV Yhtiot Oyj
Bittium	Lemminkäinen Corporation	SSAB AB
Cargotec Oyj Class B	Martela Oyj Class A	SSH Communications Security Oyj
Caverion Oyj	Metsa Board Oyj Class B	Stora Enso Oyj Class R
Consti Yhtiot Oyj	Metso Oyj	Suominen Oyj
Cramo Oyj	Neste Corporation	Talenom Oyj
Detection Technology Oy	Nixu OY	Teleste Oyj
Digia Oyj	Nokia Oyj	Tieto Oyj
Digitalist Group Oyj	Olvi Oyj Class A	Tikkurila Oyj
DNA Plc	Oriola Corp Class B	Trainers' House Oyj
Dovre Group Plc	Orion Oyj Class B	Tulikivi Oyj Class A
Efecte Oyj	Outokumpu Oyj	UPM-Kymmene Oyj
Elecster Oyj Class A	Outotec Oyj	Uponor Oyj Class A
Elisa Oyj Class A	Pihlajalinna Plc	Vaisala Oyj Class A
Etteplan Oyj	Piippo Oyj	Valmet Corp
Exel Composites Oyj	PKC Group Oyj	Verkkokauppa.com Oy
F-Secure Oyj	Plc Uutechnic Group Oyj	Viking Line Abp
Finnlines Oyj	Ponsse Oyj	Vincit Oyj
Fortum Oyj	Poyry Oyj	Wartsila Oyj Abp
Glaston Oyj	PunaMusta Media Oyj	Wulff Group Plc
Heeros Oyj	QPR Software Oyj	YIT Oyj
HKScan Oyj Class A	Qt Group Plc	Yleiselektroniikka Oyj Class E
Honkarakenne	Raisio Oyj Class V	
Huhtamaki Oyj		

LIITE 3. Yritysten rahoitus- ja huoltoleasingaste toimialoittain

<i>Toimiala</i>	<i>N</i>	<i>Rahoitusleasingaste</i> <i>(keskiarvo)</i>	<i>Huoltoleasingaste</i> <i>(keskiarvo)</i>
<i>Kulutuspalvelut</i>	13	0,032	0,226
<i>Kulutustavarat</i>	16	0,011	0,092
<i>Perusteollisuus</i>	14	0,004	0,029
<i>Teknologia</i>	22	0,004	0,063
<i>Teollisuustuotteet -ja palvelut</i>	41	0,007	0,095
<i>Terveystenhoito</i>	7	0,016	0,042
<i>Muut</i>	6	0,004	0,044

LIITE 3. Tobit-mallien selitettävän muuttujan tiheysfunktio



LIITE 4. Lineaarisen regressiomallin residuaalien jakauma

