

**VAASAN YLIOPISTO**  
**KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA**  
**LASKENTATOIMEN JA RAHOITUKSEN LAITOS**

Anne Lepistö

**STRATEGINEN TILINPÄÄTÖSANALYYSI**

Laskentatoimen ja rahoituksen  
pro gradu -tutkielma

Yritysjohdon laskentatoimen linja

**VAASA 2007**

<b>SISÄLLYSLUETTELO</b>	<b>sivu</b>
<b>1. JOHDANTO</b>	9
1.1. Strategisen tilinpäätösanalyysin taustaa	9
1.2. Tutkielman tarkoitus ja rajoitteet	10
1.3. Tutkielman rakenne	11
<b>2. AIKAISEMPIA TUTKIMUKSIA</b>	13
2.1. Ei-tilinpäätösperusteisia tutkimuksia	13
2.2. Tilinpäätösperusteisia tutkimuksia	17
2.3. Yhteenvedo	31
<b>3. SUHDANNEKATSAUS JA ANALYSOITAVAN YRITYKSEN ESITTELY</b>	33
3.1. Suhdannekatsaus	33
3.1.1. Suomen taloudellinen kehitys vuosina 1995–2005	33
3.1.2. Elintarvikealan kehitys vuosina 1995–2005	40
3.2. Analysoitavan yrityksen esittely	44
3.3. Yhteenvedo	51
<b>4. TUTKIMUSMETODOLOGIA JA AINEISTON KÄSITTELY</b>	53
4.1. Tutkimusote	53
4.2. Tutkimustyypit ja tutkielman ajatusmalli	54
4.3. Lähestymistapa, reliabiliteetti ja validiteetti	55
4.4. Tilastolliset menetelmät	56
<b>5. TULOKSET</b>	57
5.1. Perinteinen tilinpäätösanalyysi ja tunnusluvut	57
5.2. Oy Karl Fazer Ab:n kasvuprosessi	61
5.3. Oy Karl Fazer Ab:n tulontuottamisprosessi	66
5.4. Oy Karl Fazer Ab:n rahoitusprosessi	71
5.5. Oy Karl Fazer Ab:n tulevaisuuden ennustaminen ja arvon määrittäminen	79
5.6. Tulosten vertailu	87
5.7. Yhteenvedo	90
<b>6. JOHTOPÄÄTÖKSET</b>	94
<b>LÄHDELUETTELO</b>	97



<b>LIITTEET</b>	<b>sivu</b>
Liite 1: Oy Karl Fazer Ab:n oikaistut tilinpäätöstiedot vuosilta 1995–2005	101
Liite 2: Oy Karl Fazer Ab:n aikasarjojen kuvaajat	103
Liite 3: Oy Karl Fazer Ab:n aikasarjakorrelaatiot	104
Liite 4: Tulo-menovirran laskentakaava	105
Liite 5: Oy Karl Fazer Ab:n tulo-menovirtalaskelma vuosille 1996–2005	106
Liite 6: Rahoitusprosessin mallin muuttujat ja niiden kaavat	107
Liite 7: Rahoitusprosessin mallinnuksessa johdettavat laskelmat ja niiden kaavat	108
Liite 8: Oy Karl Fazer Ab:lle lasketut mallin tekijöiden arvot strategiselle vaiheelle ja loppuvaiheelle	109



**KUVIOLUETTELO****sivu**

Kuvio 1:	Yrityksen rahavirtojen käsitteellinen malli	27
Kuvio 2:	Oy Karl Fazer Ab:n menojen kehitys vuosina 1996–2005	63
Kuvio 3:	Oy Karl Fazer Ab:n logaritmisten menojen kehitys vuosina 1996–2005	64
Kuvio 4:	Oy Karl Fazer Ab:n tulojen ja menojen kehitys	71
Kuvio 5:	Oy Karl Fazer Ab:n omaisuusrakenteen kehitys	78
Kuvio 6:	Oy Karl Fazer Ab:n pääomarakenteen kehitys	78

**TAULUKKOLUETTELO**

Taulukko 1:	Informaatiokeskeinen vs. osaamiskeskeinen strategia	15
Taulukko 2:	Tilinpäätösanalyysin perustekijät, ulottuvuudet ja tunnusluvut	28
Taulukko 3:	Oy Fazer Ab:n tunnusluvut vuosina 1995–2005	58
Taulukko 4:	Oy Karl Fazer Ab:n menosarjat vuosille 1996–2005	62
Taulukko 5:	Oy Karl Fazer Ab:n tasoitetut menot ja kasvunopeus vuosina 2001–2005	65
Taulukko 6:	Oy Karl Fazer Ab:n menojen kasvunopeus regressioanalyysillä estimoituna vuosina 2001–2005	65
Taulukko 7:	Oy Karl Fazer Ab:n toteutuneet ja mallinnetut kokonaismenot	66
Taulukko 8:	Oy Karl Fazer Ab:n kokonaistulot ja kokonaismenot vuosina 1997–2005	67
Taulukko 9:	Oy Karl Fazer Ab:lle lasketut regressioanalyysin tulokset	68
Taulukko 10:	Oy Karl Fazer Ab:lle lasketut tunnusluvut eri poistoteorioihin perustuen	70
Taulukko 11:	Oy Karl Fazer Ab:n tulontuottamisprosessi vuosina 1996–2005	70
Taulukko 12:	Oy Karl Fazer Ab:n rahoitusparametrien kehitys vuosina 1996–2005	72
Taulukko 13:	Oy Karl Fazer Ab:n rahoitusprosessin esimerkkiarvot parametreille	74
Taulukko 14:	Oy Karl Fazer Ab:n rahoitusprosessin muuttujat tasapainotilanteessa	75
Taulukko 15:	Oy Karl Fazer Ab:n tilinpäätöslaskelmat tasapainotilanteessa	76
Taulukko 16:	Oy Karl Fazer Ab:n taserakenteen kehitys ja esimerkkitasapainotila	77
Taulukko 17:	Oy Karl Fazer Ab:n taserakenteen kehitys ja ennustettu tasapainotila	80
Taulukko 18:	Oy Karl Fazer Ab:n vakiosuhteisen tilan ennustearvot	81
Taulukko 19:	Oy Karl Fazer Ab:n riskilisät ja beeta-kerroin	83
Taulukko 20:	Oy Karl Fazer Ab:n vakiosuhteiset tunnusluvut	84
Taulukko 21:	Oy Karl Fazer Ab:n oman pääoman arvonmääritys & tasapainotilanne	86



---

**VAASAN YLIOPISTO****Kauppätieteellinen tiedekunta**

<b>Tekijä:</b>	Anne Lepistö	
<b>Tutkielman nimi:</b>	Strateginen tilinpäätösanalyysi	
<b>Ohjaaja:</b>	Lili Kihn	
<b>Tutkinto:</b>	Kauppätieteiden maisteri	
<b>Laitos:</b>	Laskentatoimen ja rahoituksen laitos	
<b>Oppiaine:</b>	Laskentatoimi ja rahoitus	
<b>Linja (tai koulutusohjelma):</b>	Yritysjohdon laskentatoimen linja	
<b>Aloitusvuosi:</b>	2000	
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2007	<b>Sivumäärä: 109</b>

---

**TIIVISTELMÄ**

Tutkielman tarkoituksena on testata strategista tilinpäätösanalyysia ja laajentaa menetelmän empiiristä soveltamisalaa. Tutkielman tavoitteena on tutkia ja verrata, miten saadut tulokset poikkeavat aikaisemmin saavutetuista tuloksista.

Tutkielma perustuu Laitisen vuonna 2002 julkaistuun teokseen strategisesta tilinpäätösanalyysistä. Strateginen tilinpäätösanalyysi perustuu pitkiin aikasarjoihin, joiden perusteella luodaan käsitys yrityksen aikaisemmasta kehityksestä ja toisaalta myös sen tulevaisuuden potentiaalista eli kasvumahdollisuuksista. Strategisen tilinpäätösanalyysin tavoitteena onkin luoda yrityksestä kokonaiskäsitys, jonka avulla pystytään mallintamaan yrityksen pitkän aikavälin perusprosessit, joita ovat kasvu-, tulontuottamis- ja rahoitusprosessi. Näiden kolmen perusprosessin perustaksi yrityksen tilinpäätösaineisto tulee tarvittaessa oikaista, ja oikaistusta aineistosta lasketaan yritykselle perinteisen tilinpäätösanalyysin menetelmin taloudellisia tunnuslukuja, jotka liittyvät kannattavuuteen, kasvuun ja rahoitukseen. Kun tunnusluvut on laskettu ja analysoitu ja kolme perusprosessia on mallinnettu, siirrytään strategisen tilinpäätösanalyysin tärkeimpään vaiheeseen eli tulevaisuuden ennustamiseen ja arvon määrittämiseen, joka päättää yritysanalyysin.

Tutkielman kohdeyrityksen avulla laskettujen tulosten perusteella strateginen tilinpäätösanalyysi soveltuu arvon määrittämisen välineeksi myös osakeyhtiölle, joka ei ole julkisesti noteerattu arvopaperipörssissä. Mikäli yrityksen parametrien muutossuunta aikaisemman kehityksen perusteella ei ole selvä, joudutaan parametreja korjaamaan ennen arvonmäärittämistä, jotta parametrien avulla lasketut muuttujat kuvaisivat mahdollisimman hyvin myös yrityksen viimeisen strategisen vaiheen jälkeistä kehitystä. Muuttujat vaikuttavat tulosten perusteella olevan erityisen herkkiä muutoksille kasvun ja kannattavuuden parametreissa. Lisäksi yrityksen arvonmäärittämisessä mallinnetulla strategisen vaiheen kestolla on suuri merkitys mallin mukaiseen yrityksen arvoon. Strateginen tilinpäätösanalyysi tarjoaa mallin, jolla voidaan testata yrityksen kehittymistä erilaisilla olettamuksilla.

---

**AVAINSANAT:** Kasvu, tulon tuottaminen, rahoitus, arvonmäärittäminen.





# 1. JOHDANTO

## 1.1. Strategisen tilinpäätösanalyysin taustaa

Yrityksen menestyminen liiketoiminnassaan nykyhetkellä ja tulevaisuudessa kiinnostaa yritysjohdon ja henkilöstön lisäksi myös sen ulkoisia sidosryhmiä. Eri sidosryhmät kuten verottaja, velkojat, sijoittajat, asiakkaat tai tiedotusvälineet ovat kiinnostuneita yrityksen taloudellisesta tilasta hieman eri näkökulmista. Tähän perustuen tilinpäätösanalyysillä onkin monta erilaista tehtävää. Tilinpäätösanalyysia käytetään muun muassa yrityksen arvon määrittämiseen, konkurssin ennustamiseen, yrityksen saneerausmahdollisuuksien arviointiin, yrityksen tuloskehityksen ennustamiseen ja toimialatutkimuksiin. Tilinpäätösanalyysien keskeisimmät johtopäätökset tehdään yritysten taloudellisista toimintaedellytyksistä, jotka esitetään yleensä kannattavuuden ja rahoituksen osaluokkiin jaettuina. (Leppiniemi & Leppiniemi 1997: 24, 38; Kallunki & Kytönen 2002: 14.)

Kaikkien osapuolten kannalta tärkeäksi tekijäksi nousee yrityksen tuleva kehitys. Strateginen tilinpäätösanalyysi tarjoaa lähestymistavan ja mallin tutkia yrityksen tilinpäätösaineistoa perinteisen lyhyen aikaperiodin sijasta pitkällä aikavälillä. Tämän ansiosta on mahdollista saada olennaista tietoa yrityksen tulevasta kasvumahdollisuuksista ja arvosta. Yrityksen taloudelliseen tilanteeseen vaikuttavat keskeisesti yrityksen kasvu, tulontuottaminen ja rahoitus. Nämä yrityksen prosessit kehittyvät pitkällä aikavälillä yrityksen valitseman strategian mukaan. Sen vuoksi tarkasteltaessa pitkää aikaväliä tätä tilinpäätösanalyysia nimitetään strategiseksi tilinpäätösanalyysiksi. (Laitinen 2002: 13–15.)

Strategista tilinpäätösanalyysia voidaan pitää tärkeänä lähestymistapana laskentatoimen alalla, koska se tarjoaa huomattavia etuja perinteiseen tilinpäätösanalyysiin nähden. Perinteistä tilinpäätösanalyysia on arvosteltu muun muassa tietopohjan epäluotettavuudesta, lyhyen aikavälin tarkastelusta ja siitä, että tilinpäätöstunnusluvut eivät anna kokonaiskuvaa yrityksen toimintaedellytyksistä. Lyhyen aikavälin vuoksi perinteinen tilinpäätösanalyysi on herkkä virheille ja satunnaisille tapahtumille, mikä tekee erityisesti ennustamisesta vaikeaa. Tosin perinteinen tilinpäätösanalyysi on toisinaan ainoa ja paras käytettävissä oleva väline yritysten taloudellisten toimintaedellytysten selvittämiseen, koska sitä voidaan soveltaa, vaikka saatavilla olisi ainoastaan yrityksen tuloslas-

kelma, tase ja liitetiedot. Perinteisen analyysin käyttökelpoisuutta heikentävät rajoitteet tulee kuitenkin pitää mielessä. (Laitinen 2002: 11–13.)

Pitkän aikavälin tarkastelun ansiosta strategisen tilinpäätösanalyysin avulla on mahdollista luoda kokonaiskuva yrityksen eri kehitysvaiheista (Laitinen 2002: 14). Pelkästään yhden tilinpäätöksen perusteella yrityksestä ei voi antaa kovin luotettavaa lausuntoa. Mitä parempi käsitys yrityksen toiminnasta ja kehityksestä on, sitä luotettavampia tuloksia voidaan saavuttaa. Tulevan kehityksen estimointi on kuitenkin nimenomaan ennustamista, ja saatuihin tuloksiin tulee aina suhtautua tietyllä varauksella.

Strategisessa tilinpäätösanalyysissä tutkimuksen päätehtävä on käyttää yrityksen tilinpäätöstietoja sen tulevaisuuden potentiaalin eli kasvumahdollisuuksien ennustamiseen ja arvioimiseen sekä yrityksen arvon määrittämiseen. Strategisen tilinpäätösanalyysin tulokset muodostavat entistä paremman apuvälineen sekä yritysten ulkopuoliseen arviointiin että niiden oman päätöksenteon tukemiseen. (Laitinen 2002: 13, 15, 17–18.)

## **1.2. Tutkielman tarkoitus ja rajoitteet**

Tutkielman tarkoituksena on testata Laitisen (2002) kehittämää strategista tilinpäätösanalyysia ja laajentaa menetelmän empiiristä soveltamisalaa. Tutkielman tavoitteena on tutkia ja verrata, miten tutkielmassa saavutetut tulokset poikkeavat Laitisen (2002) saavuttamista tuloksista. Strategista tilinpäätösanalyysia ei ole vielä aikaisemmin sovellettu tutkielmissa. Laitinen (2002) on soveltanut kehittämäänsä mallia pörssinoteerattuun teknologiayhtiö Nokiaan, joten soveltamisalan laajentamiseksi tutkielmassa valitaan kohdeyritykseksi toinen suomalainen, kansainvälisillä markkinoilla toimiva yritys, joka toimii Nokiasta poikkeavasti toisella toimialalla ja on lisäksi osakeyhtiö, joka ei ole julkisesti noteerattu arvopaperipörssissä.

Tutkielman kohdeyritykseksi on valittu elintarvikealalla toimiva osakeyhtiö Oy Karl Fazer Ab, joka muodostaa konsernin tytäryhtiöidensä kanssa ja toimii Suomen lisäksi muissa Pohjoismaissa, Venäjällä, Baltian maissa ja Isossa-Britanniassa. Oy Karl Fazer Ab:lle analysoidaan strategisen tilinpäätösanalyysin avulla kasvu-, tulontuottamis- ja rahoitusprosessi sekä määritetään yrityksen arvo pitkällä aikavälillä. Aineisto on hankittu ETLAn tilinpäätöstietokannasta, josta on poimittu mukaan vuosien 1995–2005 tilinpäätökset. Tietokannan tilinpäätöstiedot ovat konsernitietoja jokaisen tilinpäätöksen

osalta, joten strategista tilinpäätösanalyysia ei kohdisteta tutkielmassa pelkästään emoyhtiöön.

Toimialan valintaan vaikutti useampi tekijä. Ensinnäkin suuri merkitys oli aineiston saatavuudella. ETLAn tilinpäätöstietokantaa tarkasteltaessa elintarvikeala nousi esille yhtenä toimialana, jolta löytyi riittävästi aineistoa pitkistä aikasarjoista. Toisaalta elintarvikeala on ollut paljon esillä EU:hun liittyvissä asioissa. Elintarvikeala poikkeaa myös suuresti teknologia-alasta. Elintarvikeala on olennainen osa suomalaista teollisuutta muodostaen Suomen neljänneksi suurimman teollisuudenalan. Suurimpia elintarviketeollisuuden aloja ovat lihanjalostus-, leipomo-, panimo- ja virvoitusjuomateollisuus sekä maidonjalostusteollisuus. (Elintarviketeollisuusliitto ry 2005.)

Strategisen tilinpäätösanalyysin toteuttaminen edellyttää perustakseen suhteellisen pitkän aikasarjan yrityksen tilinpäätöksiä. Yksistään jo tämä seikka rajaa tutkittavien yritysten määrää, koska esimerkiksi todella nuoriin, vasta kasvuvaiheen alussa oleviin yrityksiin menetelmää ei ole välttämättä mahdollista soveltaa. Monen yrityksen osalta ETLAn tilinpäätöstietokannasta löytyvät tilinpäätösten aikasarjat eivät olleet riittävän pitkiä tai yritykseltä puuttui kyseessä olevasta tietokannasta tarkasteltavalta ajanjaksolta yksittäisen vuoden tilinpäätöstiedot. Huomioitavaa on myös se, että mallin antamat tulokset voivat antaa olennaista tietoa yrityksen tulevaisuuden potentiaalista vain niin kauan kuin yrityksen nykyinen kulttuuri ja siten myös strateginen käyttäytyminen säilyvät ennallaan. Jos yritys käy läpi suuren rakenne- tai kulttuurimuutoksen, tulee tulokset päivittää suorittamalla analyysi uudelleen.

### **1.3. Tutkielman rakenne**

Tutkielman johdanto-osassa esitellään lyhyesti tutkielman aihealueena olevaa strategista tilinpäätösanalyysia sekä tutkielman tarkoitus ja tavoite. Lisäksi tuodaan esille tutkielman toteuttamista rajoittavat tekijät. Tutkielman toisessa luvussa esitellään aikaisempia tutkimuksia, jotka liittyvät tulevaisuuden potentiaalın arvioimiseen. Mukana on sekä tilinpäätöksiin liittyviä tutkimuksia että muita lähestymistapoja käyttäviä tutkimuksia.

Kolmannessa luvussa tehdään katsaus Suomen suhdannekehitykseen vuosina 1995–2005. Samalta ajanjaksolta raportoidaan myös elintarvikealan kehitys sekä esitellään kohdeyritys ja sen kehitys. Neljäs luku kertoo metodologiasta muun muassa tutkielmassa käytettävän tutkimusotteen, lähestymistavan ja menetelmien osalta. Tutkielman vii-

dennessä luvussa siirrytään tekemään empiiristä tutkimusta kohdeyrityksen tilinpäätös-tietojen avulla. Kohdeyritykselle mallinnetaan kasvu-, tulontuottamis- ja rahoitusproses-sit. Näiden mallinnuksien perusteella estimoidaan lopuksi kohdeyrityksen arvo. Tämän jälkeen saavutettuja tuloksia verrataan tutkimuksen tavoitteen mukaisesti aikaisempiin tuloksiin. Luvusta kuusi löytyvät koko tutkielmaa koskevat johtopäätökset.

## 2. AIKAISEMPIA TUTKIMUKSIA

### 2.1. Ei-tilinpäätösperusteisia tutkimuksia

Ahonen (1998) tutkii yrityksen tulevaisuuden mahdollisuuksia henkilöstötilinpäätöksen avulla. Tutkijan mukaan läntiset teollisuusmaat eivät pysty kasvattamaan markkinoita ja tuotantoa pelkästään tehostamalla tuotantoa alempien tuotantohintojen saavuttamiseksi. Syynä tähän on työvoimakustannusten alhaisempi taso suurimmassa osassa maailmaa verrattuna läntisiin teollisuusmaihin. Näin ollen huomio on tutkijan mukaan keskitettävä henkistä pääomaa vaativiin strategioihin. Hyvin järjestäytynyt yhteiskunta, jossa on korkea moraalit, hyvä koulutusjärjestelmä, turvallisuutta ja terveyttä, synnyttää vahvaa henkistä pääomaa. (Ahonen 1998: 10.)

Henkilöstötilinpäätös pyrkii yrityksen strategisen johtamisen tasapainoiseen kehittämiseen. Henkilöstötilinpäätös tuo esille henkilöstövoimavarojen kehittämisen esteet yrityksen organisaatiokulttuurissa, ja varoittaa suuntauksesta, joka johtaa henkilöstön ajankäytön vääristymiin kehityksen estävällä tavalla. Henkilöstötilinpäätös on julkinen, henkilöstön tilaa ja kehitystä koskeva asiakirja, toisin kuin perinteinen henkilöstöraportti. Henkilöstötilinpäätöstä voidaan pitää virallisena asiakirjana, joka julkaistaan tavallisesti tilinpäätöksen yhteydessä. Laeissa tai määräyksissä ei kuitenkaan ole säädetty henkilöstötilinpäätöksestä. (Ahonen 1998: 30, 32, 39.) Ahonen (1998: 40) osoittaa, että julkinen henkilöstötilinpäätös vaikuttaa yrityksen julkisuuskuvaan, yritystä koskeviin tulevaisuuden odotuksiin, yrityksen markkina-arvoon ja sitouttaa yrityksen strategisen johdon henkilöstövoimavarojen kehitykseen.

Hartmannin (1999: 504) mukaan perinteinen tilintarkastus ja yrityksen arvostus ovat puutteellisia, koska niistä puuttuu teknologisen potentiaalin laskelma, jota tutkija pitää keskeisenä tulevaisuuden liikevaihdon ja kannattavuuden arvioinnissa. Tutkijan mukaan nopeasti kehittyvillä markkinoilla perinteiset laskentamenetelmät eivät useinkaan pysty antamaan ajoissa merkkejä teknologisista muutoksista, joita vaadittaisiin yrityksen aktiivista johtamista varten. Teknologinen tase täydentää tavallista tasetta, ja ne riippuvat toisistaan. Teknologinen tase kuvailee ja arvioi yrityksen teknologista potentiaalia. Tuloksena on tulevaisuuteen suuntautunut näkemys teknologisesta asemasta. (Hartmann 1999: 504–506.)

Teknologisessa taseessa vastaavien puoli kertoo, miten teknologioita on käytetty, ja vastattavien puoli kertoo puolestaan teknologioiden alkuperän eli resurssit, joilla vastaavaa puolen tuotteet tai prosessit on tuotettu. Teknologisessa taseessa vastaavaa puolella ovat siis prosessit ja tuotteet, kun taas vastattavien puolelta löytyvät yrityksen sisäiset teknologiat, yrityksen ulkopuoliset teknologiat ja teknologinen ylijäämä. (Hartmann 1999: 508–509.)

Teknologista tasetta hyödynnettäessä inventoidaan tavallisen taseen tapaan ensin yrityksen käytettävissä ja käytössä olevat teknologiat. Seuraavaksi arvioidaan vastattavien suorituskykypotentiaali ja vastaavien käyttöpotentiaali. Kolmannessa vaiheessa määritetään teknologinen voitto/tappio kyseiselle vuodelle. Teknologinen tase voidaan suunnitella sen jälkeen, kun kaikki teknologiat, tuotteet ja prosessit on systemaattisesti luetteloitu ja arvioitu. Valmiin teknologisen taseen perusteella voidaan suorittaa tunnusluku-analyysi. (Hartmann 1999: 510, 513.)

Aineeton omaisuus on peräisin organisaation henkilöstöstä. Sveiby (1997: 8) luokittelee aineettoman omaisuuden kolmeen tyyppiin, joita ovat työntekijöiden pätevyys, sisäinen rakenne ja ulkoinen rakenne. Nämä muodostavat yhdessä taseen näkymättömän osan. Työntekijöiden pätevyys perustuu heidän koulutukseen, osaamiseen, arvoihin ja oppimiskykyyn. Sisäinen rakenne koostuu patenteista, ideoista, malleista sekä tietokone- ja johtamisjärjestelmistä. Sisäisen rakenteen osat ovat työntekijöiden luomia ja yleensä organisaation omistamia. Joskus ne on voitu hankkia myös muualta. Organisaatiokulttuuri on myös osa sisäistä rakennetta. Ulkoinen rakenne sisältää suhteet asiakkaisiin ja toimittajiin, brandit, tavaramerkit sekä yrityksen imagon. (Sveiby 1997: 10–11.)

Sveibyn (1997: 18) mukaan julkisen osakeyhtiön markkina-arvon ja kirja-arvon erotus on yhtiön aineettoman omaisuuden arvo. Monissa yrityksissä aineettoman omaisuuden arvo ylittää aineellisen omaisuuden arvon. Sveiby (1997: 130) vertailee informaatiokeskeistä ja osaamiskeskeistä strategiaa taulukossa 1. ilmenevien piirteiden osalta.

**Taulukko 1.** Informaatiokeskeinen vs. osaamiskeskeinen strategia (vrt. Sveiby 1997: 130).

Informaatiokeskeinen strategia	Osaamiskeskeinen strategia
– alhainen erikoistumisaste	– korkea erikoistumisaste
– osaaminen myyty johdannaisena	– osaaminen myyty prosessina
– tuottojen kasvattaminen pätevyyden avulla	– tuottojen kasvattaminen tehokkuuden avulla
– massatuotannon edut tuotannossa	– massatuotannon haitat tuotannossa
– suuri tuotantomäärä ja massamarkkinat	– pienet tuotantomäärät ja yksilölliset asiakkaat
– investointi tietokoneteknologiaan	– investointi ihmisiin
– ihmiset nähdään kustannuksina	– ihmiset nähdään tuottoina

Sveibyn (1997: 147) mukaan informaatiokeskeiset strategiat ovat taipuvaisia aineettoman omaisuuden vajaakäyttöön ja ne on helppo kopioida. Osaamiskeskeisiä strategioita voidaan kvantifioida ja kontrolloida. Osaamiskeskeisiä strategioita on myös vaikea kopioida ja ne ovat siten riskittämpiä kuin informaatiokeskeiset strategiat. (Sveiby 1997: 147.)

Mouritsen, Larsen ja Bukh (2001: 2, 19) sijoittavat henkiseen pääomaan työntekijät, asiakkaat, prosessit ja teknologiat. Kolmevuotiseen tutkimusprojektiin osallistuu yhteensä 17 tanskalaisyritystä, jotka ovat lupautuneet kehittämään ja julkaisemaan vähintään kaksi henkisen pääoman laskelmaa projektin aikana. Henkisen pääoman laskelmat ovat monimutkaisia raportteja, jotka yhdistävät lukuja, tiedon tulkintaa ja visuaalista esitystä. Haastatteluissa käy ilmi, että yritykset odottavat henkisen pääoman laskelmien tarjoavan välineitä osaamisen johtamiseen, henkilöresurssien kehittämiseen ja kommunikointiin sisäisten ja ulkoisten sidosryhmien kanssa. Lisäksi osa haastatelluista yrityksistä kokee mielenkiintoisena henkisen pääoman laskelmien tarjoaman mahdollisuuden yrityksen arvostukseen ja markkinointiin. (Mouritsen ym. 2001: 12, 14, 16.)

Balanced Scorecard eli tasapainotettu mittaristo sai alkunsa vuonna 1990, kun Kaplan ja Norton (1992: 71) kehittivät Balanced Scorecard mittariston vuoden pituisessa tutkimusprojektissa yhdessä 12 suorituskyvyn mittauksessa menestyneimmän yhtiön kanssa. Balanced Scorecard tarjoaa yritysjohdolle kattavan viitekehyksen, joka muuttaa yrityksen strategiset tavoitteet yhtenäiseksi suorituskyvyn mittareiden joukoksi. Balanced Scorecardin mittarit perustuvat organisaation strategisiin tavoitteisiin ja kilpailullisiin vaatimuksiin. Lisäksi rajoitettu mittareiden määrä auttaa johtoa keskittymään strategi-



seen visioon. Perinteisten taloudellisten mittareiden raportoidessa menneestä suorituskyvystä ilman käsitystä tulevista parannusmahdollisuuksista, Balanced Scorecard toimii eräänlaisena kulmakivenä sekä yrityksen nykyiselle että tulevalle menestykselle. (Kaplan ym. 1993: 134.)

Balanced Scorecard tarjoaa yritysjohdolle mahdollisuuden tarkastella liiketoimintaa neljästä näkökulmasta: asiakasnäkökulmasta, sisäisestä näkökulmasta, innovoinnin ja oppimisen näkökulmasta sekä taloudellisesta näkökulmasta. (Kaplan ym. 1992: 72–73.) Yritysten implementoitua Balanced Scorecardin ja käytettyään sitä uuden strategisen johtamisjärjestelmän kulmakivenä, Balanced Scorecard osoitti vakavan puutteen perinteisissä johtamisjärjestelmissä. Perinteiset johtamisjärjestelmät eivät kykene yhdistämään yrityksen pitkän aikavälin strategiaa sen lyhyen aikavälin toimiin. (Kaplan ym. 1996 a: 75.)

Johtajat havaitsivat Balanced Scorecardia käyttöön ottaessaan, että se selvensi vision ja strategian tulkintaa ja tarjosi viitekehyksen monille kriittisille johtamisprosesseille, kuten osasto- ja yksilökohtaisten tavoitteiden asettamiselle, liiketoimintasuunnittelulle, pääoman allokoinnille, strategisille aloitteille sekä palautteelle ja oppimiselle. Balanced Scorecardin käyttöönotto aloittikin siten muutosprosessin, joka meni paljon pidemmälle kuin oli alun perin ajateltu. Alkuperäinen tavoite oli yksinkertaisesti laajentaa yrityksen suorituskyvyn mittareita, mutta Balanced Scorecardista kehittyikin kokonainen johtamisjärjestelmä. (Kaplan ym. 1996 a: 77.) Myöhemmin tutkijat raportoivat kirjoittamisensa kirjoissa Balanced Scorecardin edistymisestä ja kehittymisestä strategiseksi johtamisjärjestelmäksi (Kaplan ym. 1996 b, 2001).

Frigo (2003) pyrkii esittelemään suuntaviivat strategisen tilinpäätösanalyysin parantamiseksi. Tutkijan mukaan olennaista on suunnitella tilinpäätösanalyysin prosessi eikä ainoastaan tiettyä mittaria. Näin samalla helpotetaan päätöksentekoa. Kaikki suorituskyvyn mittarit eivät kuitenkaan sovellu hyvin jokaiseen yritysstrategiaan. Näissä mittaristoihin liittyvissä ongelmissa Balanced Scorecard on auttanut monia organisaatioita. Siitä huolimatta, että yritysjohto laittaa alulle uuden tulostittariston, yritykset pitävät usein vanhoissa tilinpäätösanalyysimeteodeissa, joita ne ovat aina käyttäneet. Tästä johtuen menetelmissä säilyy vakaviakin rajoitteita ja mittarit ovat vääristyneitä. Voidakseen todellisuudessa hyödyntää tulostittaristoaloitteita, yrityksessä tulee kiinnittää erityistä huomiota käytettyihin taloudellisiin mittareihin, jotta uusi tavoite voitaisiin saavuttaa. (Frigo 2003.)

Yhtä ainoaa oikeaa mittaria ei ole olemassa, ei edes saman yrityksen sisällä samaan aikaan samassa liiketoimintayksikössä. Rahaa pidetään yleisesti tärkeänä tekijänä taloudellisen suorituskyvyn mittaamisessa. Tästä huolimatta kassavirtalaskelmissa on myös omat ongelmansa, ja johdon tulisikin tutkia tarkkaan, miten todellinen kassavirta lasketaan ja, miten kassavirtatulot lasketaan tarkemmin. (Frigo 2003.)

## **2.2. Tilinpäätösperusteisia tutkimuksia**

Kallunki ym. (2002: 14) jakavat tilinpäätösanalyysin suoriteperusteiseen tilinpäätösanalyysiin, rahavirta-analyyseiin ja markkinaperusteiseen analyysiin. Suoriteperusteista tilinpäätösanalyysia sovellettaessa tulot ja menot kirjataan niiden syntyessä ja jaksotetaan tarvittaessa eri tilikausille tuotoiksi ja kuluiksi. Rahavirta-analyyseissa menoja ja tuloja ei kohdisteta eri tilikausille, vaan seurataan rahan liikkeitä, jolloin jaksottamisen ongelmat eivät vaikuta analyyseiin. Rahavirtalaskelmien avulla voidaan arvioida yrityksen rahoituksellisia toimintaedellytyksiä. Markkinaperusteisessa analyysissä hyödynnetään osakemarkkinoilta saatavaa informaatiota, joka yhdistetään tilinpäätösinformaatioon. Keskeisimpiä analyysin kohteita ovat yrityksen kannattavuus, vakavaraisuus, maksuvalmius ja toiminnan tehokkuus. (Kallunki ym. 2002: 14, 93–94.)

Rahavirtalaskelmien avulla pyritään pienentämään virallisen suoriteperusteisen tilinpäätöksen harkinnanvaraisuuksien ja joustokohtien vaikutusta tunnuslukuihin. Yritysten tilinpäätöksiä ei sellaisenaan voi käyttää rahavirtalaskelmien ja -tunnuslukujen laskemisen perustaksi, koska yritysten tilinpäätökset laaditaan suoriteperusteisesti. Rahavirtalaskelmat voidaan jakaa liikepääomavirtalaskelmiin, meno-tulovirtalaskelmiin ja kassavirtalaskelmiin, joista kassavirtalaskelma on ehkä eniten käytetty. (Kallunki ym. 2002: 94–95, 97.)

Tutkijoiden mukaan Suomessa on saanut laajaa suosiota myös ulkomailla hyvin yleisesti käytetty vapaan kassavirran laskelma. Vapaan kassavirran laskelma perustuu yrityksen liikevoittoon. Tätä kassavirtalaskelmien tyyppiä käytetään erityisesti yrityksen arvon määrittämisessä. Markkinaperusteinen tilinpäätösanalyysi keskittyy arvioimaan osakkeen hintaa ja riskiä. Pörssinoteeratuille yrityksille laskettavat markkinaperusteiset tunnusluvut ovat nousseet perinteisessä tilinpäätösanalyysissä yhä tärkeämpään rooliin. (Kallunki ym. 2002: 111–112, 117, 132.)

Brown (1998) raportoi artikkelissaan lähestymistavasta, jota hän kutsuu tehokkaaksi tilinpäätösanalyysiksi. Tutkija arvostelee useimpia yrityksen tilinpäätösanalyysissa käytettyjä malleja niiden rajoittuneisuudesta ja analyysin tarvitsemien puitteiden puutteesta. Tutkija painottaa, ettei pelkkien lukujen analysointi riitä tehokkaan tilinpäätösanalyysin suorittamiseksi. (Brown 1998: 60.) Brown (1998: 60) jakaa tehokkaan tilinpäätösanalyysin viiteen toisiinsa liittyvään peräkkäiseen vaiheeseen:

- 1) yrityksen toimialan taloudellisten piirteiden selvittäminen
- 2) yrityksen kilpailustrategioiden selvittäminen
- 3) yrityksen tilinpäätöksen ymmärtäminen ja sen oikaiseminen kertaluonteisista ja epätavallisista eristä
- 4) yrityksen kannattavuuden ja riskin arvioiminen tilinpäätöstietojen avulla
- 5) tarvittavien arvioiden tekeminen päätöksentekoa varten, esimerkiksi yrityksen arvostusta varten.

Toimialan taloudelliset piirteet ovat olennaisessa osassa analyysin teossa. Taloudelliset piirteet voidaan usein löytää käyttämällä viiden ulottuvuuden viitekehystä: kysyntä, tarjonta, valmistus, markkinointi ja rahoitus. Yrityksen strategian tunnistaminen seuraa läheisesti toimialan taloudellisten piirteiden analysointia, koska taloudelliset piirteet vaikuttavat joustavuuteen, joka yrityksillä on strategioita suunnitellessaan. Tutkimuksen lähestymistapa huomioi siis talouden ja toimialan analysoinnin tärkeyden yksittäisen yrityksen menestymismahdollisuuksia arvioitaessa. Lisäksi lähestymistapa tunnistaa tilinpäätösten edut ja rajoitteet, ja arvioi tilinpäätösten olennaisuutta ennen niiden käyttöä. (Brown 1998: 60–61.) Tästä lähestymistavasta Stickney ja Brown (1999) ovat kirjoittaneet myös kirjan.

Nissim ja Penman (2001: 109) laajentavat perinteistä kannattavuusanalyysia ja täydentävät sitä kasvuanalyysilla. He erottavat analyysissaan operatiivisen toiminnan ja rahoitustoiminnan analyysin toisistaan. Tutkijat esittelevät tilinpäätösanalyysinsa tulevaisuuden pro forma -analyysina, jossa ennustettuja tilinpäätöstunnuksia käytetään tuottojen ennustamiseen. Nykyisten tilinpäätösten analyysia pidetään tapana tunnistaa nykyiset tunnusluvut, jotka ennakoivat tulevaisuuden tunnuslukuja. Tulevaisuuden tunnusluvut määrittävät puolestaan oman pääoman arvon. (Nissim ym. 2001: 109.)

Tutkimuksessaan tutkijat käyttävät US GAAP -tilinpäätöskäytäntöä noudattavien yritysten tietoja, jotka poimitaan COMPUSTAT-tietokannasta vuosilta 1963–1999. Tutkijat dokumentoivat tuloksia poikkileikkausanalyysin ja aikasarja-analyysin perusteella.

Oman pääoman arvostukseen tutkijat soveltavat jäännösarvomallia. Empiirisessä analyysissä pyritään estimoimaan ensin monimuuttujamalleja jäännösarvon ennustamiseksi yhdistetystä poikkileikkaus- ja aikasarjadatasta. (Nissim ym. 2001: 111, 127–128.)

Tutkijoiden mukaan kannattavuus ja kasvu ohjaavat oman pääoman arvoa. Tutkijoiden yleinen näkökulma on ennustaminen ja ennusteiden perusteella arvostaminen, joten tilinpäätösanalyysi esitetään tulevaisuuden analysointina. Tunnuslukuja pidetään puolestaan tulevaisuuden jäännöstuottojen, vapaan kassavirran ja osinkojen ajureina. Tutkimuksessa dokumentoidaan tyypillisiä arvoja tunnusluville ja tyypillisiä tunnuslukujen aikasarjamalleja. Laskennallisen datan yleinen piirre osoittautuu tutkimuksessa olevan tunnuslukujen suuntaus kohti yhteistä tasoa poikkileikkauksessa. (Nissim ym. 2001: 148.) Penman (2001) on koonnut edellä mainitusta menetelmästä myös oppikirjan, joka esittelee työkaluja ja taustoja tilinpäätösanalyysin teolle.

Uusien tunnuslukujen kehittämiseen liittyviin tutkimuksiin lukeutuu muun muassa O’Hanlonin ja Peasnellin (1998) tutkimus, jossa he raportoivat taloudellisen lisäarvon (EVA, Economic Value Added) tunnusluvusta. Stern Stewart konsultointiyritys kehitti EVA tunnusluvun 1990-luvun alkupuoliskolla tarjotakseen yhden arvoperustaisen mittarin, jota voitaisiin käyttää arvioitaessa liiketoimintastrategioita, arvostettaessa yritysostoja ja pääomaprojekteja, asetettaessa johdolle suoritettavoitteita, mitattaessa suorituskykyä ja maksettaessa bonuksia. EVA on jäännösarvon variantti, jonka tarkoitus on edistää yritysjohdon käytöstä arvon maksimoimiseksi. EVA muistuttaa jo vuosikymmeniä aikaisemmin kehiteltyä jäännöstulosta (RI, Residual Income). EVA tunnuslukua laskettaessa verojen jälkeisestä liikevoitosta vähennetään pääoman tuottovaatimus, kun taas jäännöstulos saadaan vähentämällä liikevoitosta omaisuuserien tuottovaatimus. (O’Hanlon ym. 1998: 421–422.)

Stark ja Thomas (1998) tutkivat empiiristä poikkileikkaussuhdetta jäännöstuloksen ja markkina-arvon välillä isobritannialaisten yritysten keskuudessa. Tutkimuksen taustalla on väite, jonka mukaan jäännöstulos on yrityksille parempi mittari käytettäväksi sisäisessä suunnittelussa ja toimintojen valvonnassa kuin esimerkiksi tuotot. Tutkimuksessa käytetään Lontoon pörssissä listattujen isobritannialaisten yritysten tietoja vuosilta 1990–1994. (Stark ym. 1998: 445, 450.)

Tutkijoiden johtopäätös on, ettei jäännöstuloksen ja markkina-arvon välinen suhde ole missään nimessä täydellinen. Siitä huolimatta jäännöstuloksella on tuottoja vahvempi yhteys markkina-arvoon, kun tarkastellaan tutkimus- ja kehityskuluja sekä kirja-arvoja.

Tämän seurauksena jäännöstuloksen omaisuuserien tuottovaatimus lisää selitysvoimaa yhtälöissä, jotka sisältävät ainoastaan tuottoja, tutkimus- ja kehityskuluja ja päättäviä kirja-arvoja. Jäännöstuloksen voidaan siis sanoa tukevan ainakin jossain määrin suunnittelua ja valvontaa. (Stark ym. 1998: 445.)

Bacidoren, Boquistin, Milbournin ja Thakorin (1997) tutkimus kuuluu myös uusien tunnuslukujen kehittämisen kategoriaan. Tutkimuksessa esitellään uusi tunnusluku REVA (Refined Economic Value Added). Tutkijoiden mukaan REVA muodostaa analyyttisen viitekehysten toimintojen suorituskykymittareiden arvioimiseksi luotaessa osakkeenomistajien varallisuutta. Tutkijoiden mielestä REVA on teoreettisesti EVA tunnuslukua parempi mittari yritysjohdon arvioidessa, onko yrityksen toimintojen suorituskyky riittävä rahoittajien riskin kompensoimiseksi. Osakkeenomistajat ovat kiinnostuneita poikkeavista tuotoista, jotka he ansaitsevat yli odotustensa. Tähän liittyen tutkijoiden mielestä hyvän taloudellisen suorituskyvyn mittarin pitäisi korreloida voimakkaasti poikkeavien osaketuottojen kanssa. (Bacidore ym. 1997: 11.)

REVA saadaan vähentämällä verojen jälkeisestä liikevoitosta yrityksen markkina-arvolle laskettu tuottovaatimus. Tutkimustulosten mukaan REVA selitti EVA tunnuslukua paremmin muutokset osakkeenomistajien varallisuudessa sekä ylimmän johdon suorituskyvyssä. REVA ennustaa tulosten mukaan myös merkittävästi paremmin poikkeavat tuotot. Tutkijoiden mukaan REVA tunnuslukua voitaisiin käyttää yritysjohdon tasolla, kun taas EVA tunnuslukua voitaisiin käyttää organisaation alemmilla tasoilla. (Bacidore ym. 1997: 15, 19–20.)

Lev ja Zarowin (1999) tuovat tutkimuksessaan esille yritysten tilinpäätösraportointiin liittyviä rajoitteita ja menetelmiä raportoinnin parantamiseksi. Heidän tutkimustuloksensa perustuvat COMPUSTAT-tietokannan sisältämiin tietoihin 1 300 yrityksestä. Tutkimustulokset osoittavat, että muutoksista johtuen raportoitujen voittovarojen, kasvavien ja kirjanpitoarvojen käyttökelpoisuus on laskenut viimeisten 20 vuoden aikana. Tutkijoiden mukaan nykyiset raportointijärjestelmät eivät reagoi riittävän hyvin innovaatioiden, kilpailun tai sääntelyn purkamisen aiheuttamaan muutokseen yritysten toiminnoissa ja taloudellisessa asemassa. Tutkijat pitävät ongelmana myös yleisesti muutoksiin johtavien suurten investointien kirjaamista kuluiksi heti niiden syntymishetkellä, koska investoinneista syntyneet hyödyt voidaan havaita vasta myöhemmin eikä hyötyjen yhteenkuuluvuutta kuluksi kirjattuihin investointeihin enää selvitetä. (Lev ym. 1999: 353–356, 362–363, 366.)

Innovatiiviset toiminnot, kuten tutkimus- ja kehitystoiminnot, aiheuttavat jatkuvasti muutoksia yritysten tuotteisiin, toimintoihin, taloudelliseen asemaan ja markkina-arvoon. Näin ollen tutkijat väittävät, että nykyiset laskentajärjestelmät eivät ole pystyneet huomioimaan aineetonta omaisuutta yrityksen arvon ja suorituskyvyn mittaamisessa johtuen lähinnä siitä, että menoja ja tuloja ei onnistuta kytkemään toisiinsa. Tutkijat ehdottavat tilanteen korjaamiseksi kokonaisvaltaista aineettomien investointien aktiivointia ja tilinpäätösraporttien järjestelmällistä oikaisua. (Lev ym. 1999: 354, 376.)

Amir ja Lev (1996) tutkivat sijoittajan näkökulmasta taloudellisen ja ei-taloudellisen tiedon merkitystä itsenäisten matkapuhelinyritysten arvostuksessa. Tutkijat osoittavat, että taloudellinen tieto on suurelta osin epäolennaista arvostettaessa itsenäisiä matkapuhelinyrityksiä. Sen sijaan ei-taloudelliset mittarit ovat erittäin tärkeitä arvostuksen kannalta. Tutkimuksessa korostetaan kuitenkin ei-taloudellisten ja taloudellisten mittareiden täydentävän toisiaan, koska ei-taloudellisten mittareiden yhdistäminen taloudellisiin mittareihin näyttää auttavan arvon määrittämisessä. Tilinpäätöksen keskeiset muuttujat; tuotot, kirja-arvot ja kassavirrat; eivät pysty tarjoamaan matkapuhelinyrityksistä niiden arvostuksen kannalta olennaista tietoa. Sen sijaan esimerkiksi markkina-alueen kokonaisväestömäärä heijastaa operaattorin kasvumahdollisuuksia, ja on siten merkittävä tekijä analysoitaessa yritystä. Tutkijat olettavat samojen tulosten pätevän myös muihin tieteellisiin ja nopeasti kasvaviin sektoreihin. (Amir ym. 1996: 3, 5, 10, 20–21.)

Deng, Lev ja Narin (1999: 20) testaavat tutkimuksessaan patenteihin liittyvien mittareiden kykyä heijastaa teknologiayritysten tulevaisuuden potentiaalia ja kasvua, erityisesti testaamalla näiden mittareiden kykyä ennustaa osaketuottoja ja markkina-arvoja. Tulokset osoittavat, että patenteihin perustuvat mittarit, jotka heijastavat yritysten tutkimustoimintojen määrää, tutkimuksen vaikutusta innovaatioihin sekä tutkimus- ja kehitystoiminnan läheisyyttä tieteeseen, heijastavat selkeästi teknologiayritysten tulevaisuuden suorituskykyä markkinoilla. Oletuksena ja tutkimushypoteesina on, että ne yritykset, joiden patenteihin viitataan usein, ovat menestyneempiä innovoijia ja suoriutuvat paremmin sekä tuote-/palvelu- että pääomamarkkinoilla kuin yritykset, joiden patenteihin viitataan harvemmin. (Deng ym. 1999: 20–21.)

Tutkimuksen kohteena oli neljä patenteihin liittyvää mittaria: patenttien määrä, viittausvaikutus, yhteys tieteeseen ja teknologinen kiertoaika. Regressiotulosten perusteella tutkijat päättelivät, että hyväksytyjen patenttien ja patenttien viittausmittareiden määrä ovat vahvassa yhteydessä sijoittajien kasvuodotuksiin, jotka heijastuvat markkina-arvoissa. Tulokset osoittavat myös, että patenteihin liittyvien mittareiden yhteys osake-

tuottoihin on jonkin verran heikompi kuin niiden yhteys markkina-arvoon. (Deng ym. 1999: 22, 26, 28.) Lev (2001) on koonnut kolmessa viimeksi mainitussa tutkimuksessa käytetyt lähestymistavat myöhemmin myös kirjaksi.

Wild, Subramanyam ja Halsey (2004: 3) toteavat tilinpäätösanalyysin muodostavan tärkeän osan laajempaa liiketoiminta-analyysia. Liiketoiminta-analyysissa arvioidaan yrityksen taloudellisia mahdollisuuksia ja riskejä liiketoimintapäätösten tekemistä varten. Analysoitavana ovat yrityksen liiketoimintaympäristö, strategiat sekä taloudellinen tila ja suorituskyky. Tilinpäätösanalyysin avulla tuotetaan ennusteita ja johtopäätöksiä, jotka ovat hyödyllisiä liiketoiminta-analyysissa ja laskevat liiketoiminta-analyysin epävarmuutta. Liiketoiminta-analyysi koostuu useista toisiinsa liittyvistä prosesseista. Yksi prosesseista on yrityksen arvonmääritys, joka on usein liiketoiminta-analyysin päätavoite ja yksi tilinpäätösanalyysin useista tärkeistä sovelluksista. (Wild ym. 2004: 3–4, 10, 13.)

Tutkijat nimeävät tilinpäätösanalyysille kolme osaprosessia: kirjanpidon analyysin, rahoitusanalyysin ja prospektiivisen analyysin. Kirjanpidon analyysillä tutkitaan tilinpäätöksen luotettavuutta ja taloudellista sisältöä, mitkä vaikuttavat rahoitusanalyysin laatuun. Rahoitusanalyysia käytetään yrityksen taloudellisen aseman ja suorituskyvyn analysoimiseen sekä tulevaisuuden taloudellisen suorituskyvyn arvioimiseen tutkimalla sen tilinpäätöstä. Rahoitusanalyysi koostuu edelleen kolmesta laajasta alueesta: kannattavuusanalyysista, riskianalyysista ja rahoituslaskelma-analyysista. Prospektiivinen analyysi on prosessi, jonka avulla ennustetaan tulevia maksuja. Prospektiivinen analyysi perustuu kirjanpidon analyysille, rahoitusanalyysille sekä liiketoimintaympäristön ja strategian analyysille. Prospektiivisen analyysin tuloksena saadaan joukko odotettavia tulevia maksuja, joita käytetään yrityksen arvon määrittämisessä. (Wild ym. 2004: 10–13.)

Rajoitteistaan huolimatta tutkijat pitävät suoriteperusteista laskentaa parempana lähtökohtana kuin kassavirtoja arvostettaessa yritystä. Kirjanpidon analyysi täydentää suoriteperusteista laskentaa. (Wild ym. 2004: 90.) Wild ym. (2004: 626) esittävät tilinpäätösanalyysin rakennuspalikkoina seuraavat toisiinsa vaikuttavat tekijät:

- 1) lyhytaikainen maksuvalmius
- 2) pääomarakenne ja vakavaraisuus
- 3) sijoitetun pääoman tuotto
- 4) kokonaispääoman tuotto

- 5) toiminnan tehokkuus ja kannattavuus
- 6) ennustaminen ja arvostus.

Tutkijat soveltavat tilinpäätösanalyysia Campbell Soup yhtiöön, jonka tilinpäätöstietoja tarkastellaan vuosilta 6–11. Ensin tutustutaan itse yritykseen tutkimalla sen myynnin koostumusta divisioonittain. Seuraavaksi tutkitaan tilinpäätöksiä tuloslaskelman, taseen ja kassavirtalaskelman avulla sekä kasvuprosentteja eri vuosien välillä. Selvyyden vuoksi tutkijat raportoivat myös prosentiosuuksina lasketut tilinpäätökset. Tämän jälkeen tutkijat siirtyvät varsinaiseen analyysivaiheeseen, jonka he toteuttavat yllä mainitun kuusikohtaisen listan mukaisessa järjestyksessä. Ennustamisen ja arvostuksen vaiheessa tutkijat tekevät ensin perustellut ennusteet vuodelle 12 tuloslaskelman ja taseen osalta. Kantaosakkeille tutkijat sen sijaan tekevät ennusteet vuosille 12–16. Tämän jälkeen vuodesta 17 alkaen myynnin kasvu oletetaan inflaatioprosentin suuruiseksi. Analyysissa ja ennusteissa käytetään erityisesti hyväksi yritysjohdon laatimaa puheenvuoroa ja analyysia liiketoiminnan ja rahoituksellisten olosuhteiden tuloksista. (Wild ym. 2004: 628–658.)

Ruuhela (1972) tarkastelee väitöskirjassaan kannattavuuden ja kasvun käsitteitä sekä eräitä kasvuun vaikuttavia tekijöitä. Tutkimuksen tärkein tehtävä on kuitenkin tutkia yrityksen kannattavuuden ja kasvun välistä suhdetta, ja rakentaa tätä suhdetta kuvaava dynaaminen malli. Rakennetun mallin avulla on mahdollista tarkastella yritysakohtaisesti käyttöomaisuusinvestointien vaikutusta käyttökatteen kasvuun. Tutkimus poikkeaa aikaisemmista tutkimuksista muun muassa siltä osin, että tutkimus kohdistuu yksittäisiin yrityksiin aina yhteen yritykseen kerrallaan. Aikaisemmin on ollut käytäntönä suorittaa teollisuusakohtaisia tutkimuksia poikkileikkausaineistosta. (Ruuhela 1972: 12, 22.)

Ruuhelan (1972: 24) tutkimuksen keskeinen oletus on, että yrityksen historiasta voidaan erottaa jakso, jonka aikana käyttökatetta voidaan kuvata vakiosuhteisen kasvun mallilla ja jonka aikana investoinneissa näkyvää yrityspolitiikan muutosta ei tapahdu. Tutkimuksen teoreettisena lähtökohtana on, että elävää ja kasvavaa yritystä pidetään sarjana käyttöomaisuusinvestointeja, jotka tuottavat tuloa pitkähkön ajan. Tämän perusteella kasvukomponenttien välinen riippuvuus oletetaan sellaiseksi, että tietyn vuoden investointimenon vaikutus jakaantuu myöhempisiin käyttökatteisiin. Oletuksena on myös, että kannattavuuden pysyessä muuttumattomana investointien kasvu säilyy suhteellisesti muuttumattomana. Varantomuuttujan oletetaan kasvavan samalla nopeudella kuin investointimeno ja käyttökate. Käyttökatteen heilahtelun oletetaan määräytyvän yrityksen



toimintaympäristön mukaan, kun taas investointien heilahtelu olisi lähinnä johdon päättävissä. (Ruuhela 1972: 24, 28, 38, 40.)

Kehittelemäänsä kasvumallia Ruuhela (1972: 65–66) soveltaa 14 suomalaiseen kemialliseen puunjalostusyritykseen, joiden tasetietoja hyödynnetään vuosilta 1950–1969. Näistä aikasarjoista etsitään niin sanottuja steady state jaksoja, joiden aikana yritysten toimintaympäristö ja yrityspolitiikka ovat pysyneet suhteellisen muuttumattomina. Tämä puolestaan merkitsee sitä, että keskeisten muuttujien arvot kasvavat suhteellisesti muuttumattomalla ja keskenään yhtä suurella nopeudella ja että muuttujien suhteet pysyvät vakioina. Tällä periaatteella pystytään rakentamaan kehityskelpoinen malli, joka tässä vaiheessa mahdollistaa yrityksen kasvun ja kannattavuuden estimoimisen pitkien aikasarjojen avulla. (Ruuhela 1972: 24–25, 66–67.)

Varsinainen KASKARA-malli syntyy Ruuhelan (1972) väitöskirjan jatkona vuonna 1975, kun Ruuhela (1975: 6) jatkaa tutkimusta liittämällä yrityksen kasvuun ja kannattavuuteen myös rahoituksen. Tässä tutkimuksessa rakennetaan malli, joka yhdistää yrityksen kasvun, vuosittaiset investoinnit ja perinteisen yksittäisen investoinnin mallin. Empiiriset sovellutukset rakentuvat seitsemän suuryrityksen osalta pitkän aikavälin keskimääräisille rahoituslaskelmille. Apuna käytetään vuosien 1960–1972 tilinpäätösaineistoa. Tutkimuksen tärkeimpiä oletuksia ovat edelleen vakiosuhteinen kasvu ja sisäisen korkokannan tyyppinen kannattavuus sekä realisointipoistoon perustuva pääomakäsite. (Ruuhela 1975: 6, 9, 12–24, 43–44, 93.)

Ruuhela (1997) esittelee KASKARA-mallin kokonaisuudessaan luentomonisteessaan, jossa aiemmin kehiteltyä dynaamista mallia sovelletaan viiteen suureen suomalaiseen yritykseen. Tilinpäätösaineistot on kerätty vuosilta 1982–1992. KASKARA-mallilla tutkitaan siis noin 10 vuoden mittaista rauhallista ajanjaksoa yrityksen historiasta eli muuttumattomana pysyvää yrityskulttuuria. Estimointien tulokset ovat käyttökelpoisia kuitenkin vain niin kauan kunnes yrityskulttuuri muuttuu. Kilpailijan uusi tuote, tuotantotekniikan vaihtuminen, johtaja- tai omistajavaihdos taikka siirtyminen uudelle toimialalle voi muuttaa yrityskulttuuria, mikä saattaa heijastua hyvinkin voimakkaasti yrityksen taloudellisiin lukuihin. Yrityskulttuurin muututtua tutkimuskohteen voidaan katsoa vaihtuneen ja kannattavuuden mittausta on aloitettava alusta. Malli tarjoaa mahdollisuuden kuvata, analysoida ja suunnitella yrityksen kasvun ja kannattavuuden vaikutusta yrityksen rahoitukseen erilaisissa olosuhteissa. (Ruuhela 1997: 15, 18, 62, 76–82.)

Suvas (1988: 7, 30) analysoi tutkimuksessaan yrityksen kannattavuuden ja kasvun yhteisvaikutusta rahoituksen riittävyteen pitkällä aikavälillä. Tutkija nimeää kaksi tutkimusongelmaa, joiden osalta on tarkoitus selvittää yrityksen rahoituksen riittävyden kannalta toisaalta maksimaalinen kasvunopeus ja toisaalta vähimmäiskannattavuuden taso, kun muut parametrit on annettu. Rahoituksen riittävyteen vaikuttavia parametreja ovat myös esimerkiksi investointien keskimääräiset pitoajat, rahoitus- ja voitonjakopoliitiikat sekä kustannusrakenne, jotka eroavat eri yritysten välillä. Tutkimuksessa käytetään vakiosuhteiseen eksponentiaaliseen kasvuun perustuvaa parametriohjattua simulointimallia, jossa edellä mainittujen parametrien vaikutusmekanismit on täsmennetty. Tutkija käyttää simulointimallissa yhteensä 23 parametria. Parametrien arvot estimoidaan tilinpäätösaikasarjoista. (Suvas 1988: 7–8, 30, 75.)

Simulointimalli perustuu Ruuhelan kehittämän KASKARA-mallin teoriaan. Tutkimuksen keskeinen ajattelutapa on myös yhteinen KASKARA-mallin kanssa, kun elävää ja kasvavaa yritystä pidetään sarjana investointeja, jotka tuottavat tuloja pitkähkön ajan. Simulointimallin avulla muodostetaan yrityksen keskimääräinen pitkän aikavälin tuloslaskelma, tase, rahoituslaskelma ja eräitä tunnuslukuja. (Suvas 1988: 30, 33, 75.)

Tutkimuksessa analysoidaan simulointimallin avulla kunkin parametrin vaikutusta erikseen yrityksen vähimmäiskannattavuuden tasoon eri kasvunopeuksilla. Herkkyysanalyysin avulla tutkitaan kunkin parametrin vaikutuksen voimakkuutta. Herkkyysanalyysin tuloksia ei voida kuitenkaan yleistää kovin laajalle, koska menetelmän avulla voidaan saada vain yritys- tai korkeintaan toimialakohtaista tietoa. Lisärajoitteen yleistettävyydelle tuo se, että tutkija suorittaa analyysin vain kahdelle eri toimialalle; metalliteollisuus- ja monitoimialalle. (Suvas 1988: 79–100, 111–112, 123.)

Kehittämänsä simulointimallin avulla Suvas (1988: 127) tutkii empiirisesti 17 suomalaisen pörssiyrityksen rahoituksen riittävyttä. Tuloksia verrataan myös metalliteollisuus- ja monitoimialan yrityksistä estimoituihin keskimääräisiin tuloksiin. Herkkyysanalyysin tutkimustulos osoittaa, että vähimmäiskannattavuuteen voimakkaimmin vaikuttaa uusien pitkäaikaisten lainojen osuutta investoinneista säätelevä parametri. Tämän lisäksi myyntisaamisten ja vaihto-omaisuuserien kiertoajat sekä korottomien velkojen maksikiertoaika vaikuttavat tutkimustulosten mukaan usein voimakkaasti. Ainekäytön osuus liikevaihdosta nousee myös monella yrityksellä voimakkaasti vähimmäiskannattavuuteen vaikuttavaksi tekijäksi. (Suvas 1988: 126–165, 183.)

Yleistettävyyden rajallisuudesta huolimatta voidaan tutkijan mukaan erityisesti edellä mainittuja parametreja pitää useiden suomalaisten noteerattujen teollisuusyritysten kasvumahdollisuuksiin voimakkaasti vaikuttavina tekijöinä. Tutkimuksessa kehitetään myös niin sanottu ”tulevaisuuden projisoidun tilinpäätöksen menetelmä”, jonka avulla voidaan muodostaa yrityksen parametrien estimointijaksolla noudattamaan kehitykseen perustuva tulevaisuuteen heijastettu tilinpäätös. Tämän menetelmän avulla tutkimuksessa analysoidaan kuuden suomalaisen pörssiyrityksen kannattavuuden ja kasvun tasapainoa. (Suvas 1988: 184.)

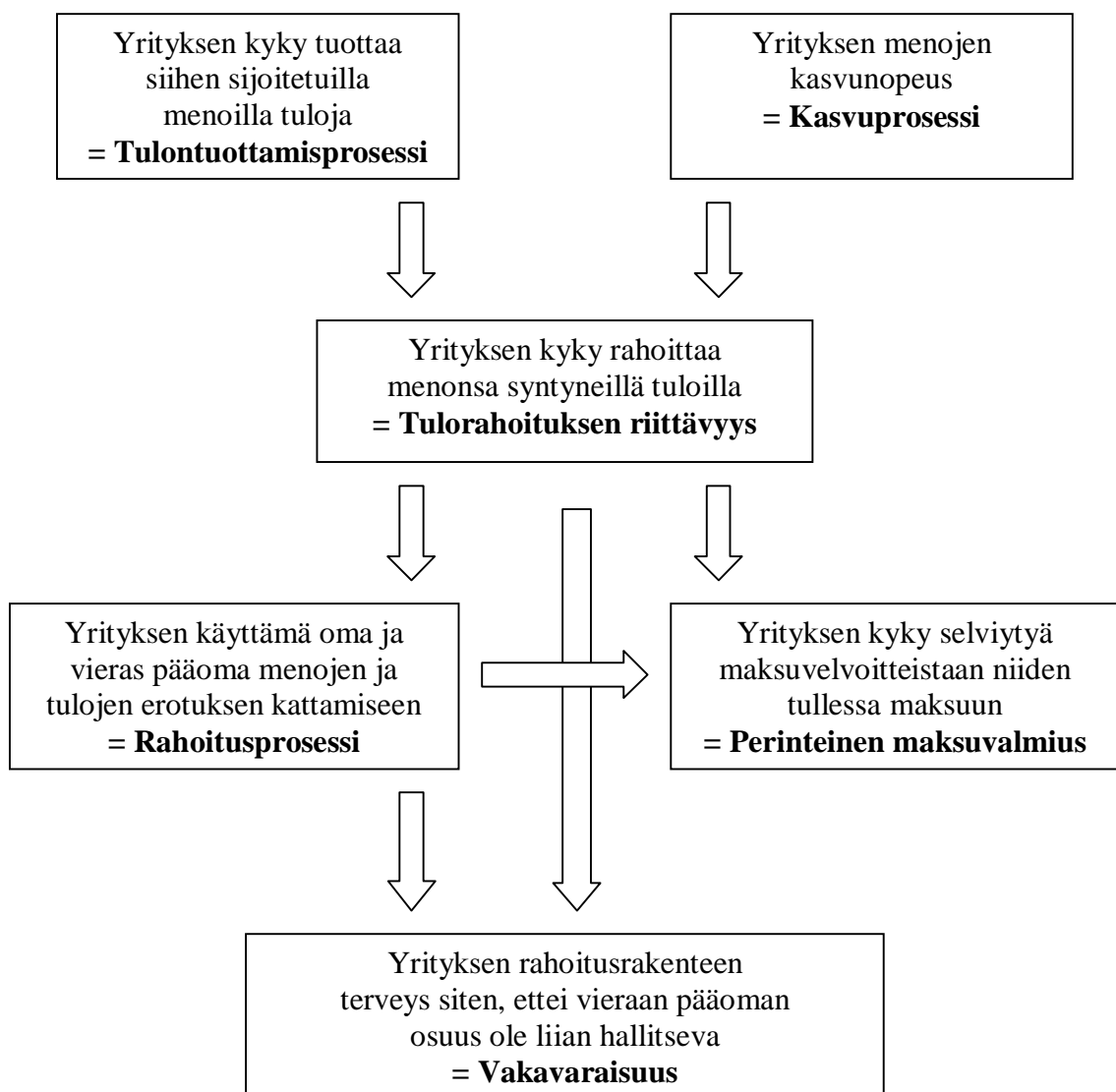
Laitinen (2002) kehittää edellä esitettyä Ruuhelan (1975) KASKARA-mallia edelleen omaan suuntaansa. Tuloksena on samantapaisille oletuksille rakentuva malli, jota tutkija nimittää strategiseksi tilinpäätösanalyysiksi, koska yrityksen prosessit kehittyvät pitkällä aikavälillä sen valitseman strategian mukaan. Kuten kolmessa edellä mainitussa tutkimuksessa, myös strategisessa tilinpäätösanalyysissä yritys mallinnetaan tilinpäätöstietojen aikasarjojen avulla. (Laitinen 2002: 15, 26–27.)

Laitinen (2002: 14–15) tekee strategista tilinpäätösanalyysia toteuttaessaan karkeita ennusteita yrityksen pitkän aikavälin perusprosesseista, joita ovat yrityksen kasvu, tulon tuottaminen ja rahoitus. Tuloksena saadaan tarkkojen lukujen sijaan yrityksen tulevaisuuden kannalta olennaisia lukuja. Analyysin antamien tulosten karkeus voi johtua osaksi myös yrityksessä tapahtuneista selkeistä rakennemuutoksista ja muutoksista yrityksen tilinpäätöstietojen raportoinnissa. (Laitinen 2002: 14–15, 90.)

Strateginen tilinpäätösanalyysi sisältää useita vaiheita, ja mallin toimivuus edellyttää yksinkertaistuksien tekemistä. Laitinen (2002: 98, 118–120) olettaa yrityksen kasvuprosessin osalta, että kokonaismenojen kasvunopeus on vakio ja yrityksen tulontuottamisprosessin osalta, että vuotuiset kokonaismenot tuottavat aina suhteellisesti samanlaisen, tasaisella vauhdilla pienenevän tulovirran. Strateginen tilinpäätösanalyysi on aikasarjatutkimus, jonka Laitinen (2002: 18–20) toteuttaa kuudessa vaiheessa:

- 1) Hankitaan tietoa yrityksestä perinteisen tilinpäätösanalyysin menetelmillä.
- 2) Mallinnetaan yrityksen kasvuprosessi.
- 3) Mallinnetaan yrityksen tulontuottamisprosessi.
- 4) Mallinnetaan yrityksen rahoitusprosessi.
- 5) Ennustetaan yrityksen tulevaa kehitystä perusprosessien avulla.
- 6) Määritetään yrityksen arvo.

Laitinen (2002: 29–31) jakaa perinteisen tilinpäätösanalyysin kolmeen tasoon. Ensimmäinen taso on käsitteellinen malli, jolla kuvataan yrityksen rahavirtojen keskeisiä tekijöitä ja näiden välisiä syy- ja seuraussuhteita. Yksinkertainen käsitteellinen malli on esitetty kuviossa 1. Laitisen (2002: 30–31) tutkimuksessa perinteisen analyysin käsitteellinen malli sisältää yrityksen pitkän aikavälin kolme perusprosessia eli kasvu-, tulontuottamis- ja rahoitusprosessin sekä näiden väliset riippuvuudet ja yhteydet rahavirtojen muihin tärkeisiin tekijöihin, joita ovat tulorahoituksen riittävyys, perinteinen maksuvalmius ja vakavaraisuus.



**Kuvio 1.** Yrityksen rahavirtojen käsitteellinen malli (ks. Laitinen 2002: 31).

Laitisen (2002: 30–33) esittämä käsitteellinen malli muodostuu siis viidestä perustekijästä, jotka määritellään perinteisen tilinpäätösanalyysin toisen tason rahavirtatekijöiden keskeisten ulottuvuuksien avulla. Ensimmäisen ja toisen tason yhteys käytäntöön luodaan perinteisen analyysin kolmannella tasolla kehittämällä ulottuvuuksille mittarit. Jokaista ulottuvuutta valitaan mittaamaan yksi mittari eli tunnusluku. Viisi keskeisintä perustekijää, niiden ulottuvuudet ja niitä mittaavat tunnusluvut on esitetty taulukossa 2. Yrityksen pitkän aikavälin perusprosesseista yrityksen tulontuottamisprosessin kahta ulottuvuutta mitataan kannattavuuden tunnusluvuilla, joita ovat sijoitetun ja oman pääoman tuottosuhte. Kasvuprosessilla on yksi ulottuvuus, jota mitataan liikevaihdon suhteellisella muutoksella. Rahoitusprosessin neljän ulottuvuuden mittareina käytetään puolestaan rahoitustulossuhdetta, quick ratiota, omavaraisuusastetta ja takaisinmaksukykyä. (Laitinen 2002: 30, 33–37, 51–52, 55–59.)

**Taulukko 2.** Tilinpäätösanalyysin perustekijät, ulottuvuudet ja tunnusluvut (vrt. Laitinen 2002: 33–34,51).

Perustekijä	Ulottuvuus	Tunnusluku
Tulontuottamisprosessi	Koko pääoman kannattavuus	Sijoitetun pääoman tuottosuhte
	Oman pääoman kannattavuus	Oman pääoman tuottosuhte
Kasvuprosessi	Yrityksen kasvunopeus	Liikevaihdon suhteellinen muutos
Tulorahoituksen riittävyys (dynaaminen maksuvalmius)	Tulorahoituksen riittävyys	Rahoitustulossuhde
Perinteinen maksuvalmius (staattinen maksuvalmius)	Perinteinen maksuvalmius	Quick ratio
Vakavaraisuus	Rahoitusrakenne	Omavaraisuusaste
	Vieraan pääoman takaisinmaksukyky	Takaisinmaksukyky

Laitinen (2002: 66, 68–70) on lisäksi esittänyt tutkimuksessaan kolme markkinapohjaista tunnuslukua, joita ovat markkina-arvo-oma pääomasuhde, markkina-arvo-tulossuhde (P/E-luku) ja efektiivinen osinkotuotto. Markkinapohjaisia tunnuslukuja voidaan käyttää julkisesti arvopaperipörssissä noteeratun yrityksen toiminnan arvioinnissa. Kun perinteisen tilinpäätösanalyysin menetelmillä on analysoitu yrityksen kehitystä tunnuslukujen avulla, Laitinen (2002: 89) siirtyy analysoimaan yritystä strategisen tilinpäätösanalyysin keinoin. Tutkija kerää strategisen tilinpäätösanalyysin toteuttamiseksi tilinpäätöstietoja pitkältä aikasarjalta. Pitkän aikasarjan tarkastelua Laitinen (2002: 89) perustelee sillä, että tällöin saadaan käsitys yrityksen pitkän aikavälin strategisesta käytäytymisestä, jonka avulla ennustetaan yrityksen tulevaa kehitystä.

Yrityksen strategista analysointia varten sen aineistosta valitaan viimeinen suhteellisen vakaa vaihe eli strateginen vaihe, jonka aikana yrityksen kehitys on systemaattista ja sen ennustetaan jatkuvan myös tulevaisuudessa. Etsimällä yrityksen toiminnasta systemaattinen viimeinen vaihe voidaan aikaisempien taloudellisten vaihteluiden vaikutus eliminoida pois mallista. Tämän jälkeen tälle strategiselle vaiheelle mallinnetaan kaikki kolme perusprosessia; ensin yrityksen kokonaismenojen kasvuprosessi, sitten tulontuottamisprosessi ja rahoitusprosessi. Lopuksi arvioidaan yrityksen tulevaa kehitystä ja määritetään yrityksen arvo. (Laitinen 2002: 89–90, 93.)

Yrityksen kasvuprosessin mallinnuksessa Laitinen (2002: 100–110) arvioi tasoittamisen ja regressioanalyysin avulla, millä vakioisella kasvunopeudella yrityksen menot kasvavat. Tutkimuksessa hyödynnetään myöhemmin regressioanalyysin tuottamaa kasvuprosenttia. Yrityksen kasvun perustaksi otetaan tulojen sijasta menojen kasvu, koska tulot kuvaavat mennyttä kehitystä, kun taas menot luovat tulevaisuuden potentiaalia tuottamalla tuloja tulevaisuudessa. Lähtökohtana on suoriteperusteinen jaksottamaton meno, jonka oletetaan kasvavan vuosittain vakioisella nopeudella. (Laitinen 2002: 96–98.)

Tulontuottamisprosessin yhteydessä Laitinen (2002: 118–119) tutkii menojen ja tulojen välistä kausaalisuhdetta yritykseen sitoutuneen tulopotentiaalin selvittämiseksi. Kausaalisuhteen osalta oletetaan, että menot synnyttävät tietyn systemaattisen viiveellisen jakauman mukaan tasaisella vauhdilla pienenevän tulovirran. Tulontuottamisprosessin yhteydessä tutkija myös vertailee eri poistoteorioilla; realisointipoistolla, suhteellisella poistolla ja annuiteettipoistolla; laskettuja tunnuslukuja toteutuneisiin arvoihin. Yrityksen kannattavuuden eli sisäisen koron estimointi on yksi tärkeimmistä strategisen tilinpäätösanalyysin vaiheista, joka toteutetaan tulontuottamisprosessin mallintamisen yhteydessä. Sisäisen koron selvittämiseksi regressioanalyysin avulla estimoidaan tulojakauman parametrin ja menojen keskimääräisen sitoutumisajan arvot. (Laitinen 2002: 118–138, 145–146.)

Rahoitusprosessin mallintaminen vaatii kuusi uutta rahoitusparametria, jotka liittyvät tuloveroihin, korkokuluihin, rahoitusomaisuuteen ja sen tuottoon, osinkoihin ja vieraan pääoman rahoitussuhteeseen. Laitinen (2002: 166–167) estimoi rahoitusparametrit toteutuneiden tuloslaskelman ja taseen erien perusteella laskeakseen yritykselle vakiosuhteisen tasapainotilan. Tasapainotilaa tutkija kuvaa yrityksen tavoitetilana eli visiona edellyttäen, että sen kehitys noudattaa mallinnettuja prosesseja. Prosessit kuvaavat yrityksen strategioita. Tutkija estimoi parametrien arvot painotetun keskiarvon tai viimeisen vuoden toteutuneen arvon perusteella havaittavasta kehityssuunnasta riippuen. Pa-

rametrieni avulla lasketaan tasapainotilanteen mukaiset vakiosuhteiset arvot rahoitusprosessin muuttujille. Muuttujiin perustuen tutkija laatii yritykselle tasapainotilanteen mukaiset tilinpäätöslaskelmat, joita ovat verotus-, rahoitus- ja tuloslaskelma sekä tase. Lasketun taseen osuuksia verrataan toteutuneeseen kehitykseen, jolloin saadaan käsitys, miten yritys on lähestymässä tasapainotilaa. (Laitinen 2002: 151–165, 174–175.)

Strategisen tilinpäätösanalyysin viimeinen ja keskeisin vaihe on yrityksen arvon määrittäminen, jonka suorittamiseksi Laitinen (2002: 178–179) jakaa tulevaisuuden ennustamisen kahteen eri vaiheeseen, strategiseen vaiheeseen ja loppuvaiheeseen. Yksi tutkimuksen tärkeimmistä ennustettavista asioista on yrityksen viimeisen strategisen vaiheen pituuden arviointi. Lisäksi on ennustettava yrityksen strategisen vaiheen jälkeisen loppuvaiheen kesto ja kehityssuunta. Strategisen vaiheen löytymisellä ja estimointien tekemisellä on erittäin tärkeä osuus, joten niiden onnistuminen on ehto luotettavien tulosten saamiselle. (Laitinen 2002: 178–179.)

Ennen varsinaista yrityksen arvonmäärittäystä Laitinen (2002: 178) ennustaa uudelleen osan parametrien arvoista, jotta malli kuvaisi mahdollisimman hyvin yrityksen tulevaisuutta menneisyyden sijaan. Tarkistettujen parametriarvojen perusteella ennustetaan taseelle uusi tasapainotila. Lisäksi yrityksen tasapainotilannetta kuvaavan mallin tekijöille lasketaan arvot sekä strategiselle vaiheelle että loppuvaiheelle. Mallin tekijöiden perusteella tutkija laskee tunnuslukuja yrityksen taloudelliselle tilanteelle tasapainotilassa osoittamaan kannattavuuden, kasvun ja eri poistoteorioiden vaikutusta tunnuslukuihin. Tulokset osoittavat, että kiihdyttämällä menojen kuluksi kirjaamista tulosprosentit laskevat ja pääoman tuottosuhteet sekä rahoituksen tunnusluvut paranevat tasapainotilanteessa. (Laitinen 2002: 180–185, 196–197.)

Arvonmäärittäystä varten tarvitaan diskonttauskoroksi omistajien tuottovaatimus, jota Laitinen (2002: 186–188, 199, 201–203) arvioi Capital Asset Pricing -mallin (CAPM) avulla. Yrityksen arvo määritetään tutkimuksessa oman pääoman nykyarvona, joka saadaan ennustamalla kehitetyllä mallilla strategisen vaiheen ja loppuvaiheen rahavirrat ja diskonttaamalla omistajille kuuluva osuus nykyhetkeen. Tutkija käyttää arvonmäärittämisessä kolmea eri menetelmää, jotka ovat oman pääoman kirja-arvo, lisäarvo ja tuottoarvo, ja laskee kaikkien menetelmien arvot yhteensä neljällä eri poistotavalla, kun realisointipoiston, suhteellisen poiston ja annuiteettipoiston lisäksi arvot lasketaan myös yrityksen käyttämän poiston mukaan. Kirja-arvo perustuu taseen omaan pääomaan, lisäarvomenetelmä omistajien tuottovaatimuksen jälkeiseen jäännösarvoon ja tuottoarvomenetelmä puolestaan tilikauden tulokseen. Kirja-arvon heikkouksina tutkija pitää sitä,

että menojen kuluksi kirjaamisnopeudella on merkittävä vaikutus kirja-arvoon ja toisaalta kirja-arvo perustuu menneisyyteen. (Laitinen 2002: 186, 190–196.)

Laitinen (2002) esittää monivaiheisen analyysin toteuttamisen niin teoreettisen kuin käytännön esimerkinkin avulla. Käytännön esimerkiksi on valittu Nokia Oyj, josta on kirjassa käytettävissä vuosien 1989–2000 tilinpäätökset. Viimeisen strategisen vaiheen katsotaan ajoittuvan vuosille 1996–2000. Tutkimuksessa keskitytäänkin tämän viimeisen vaiheen analysoimiseen ja estimointien tekoon tämän vaiheen perusteella. Laitinen (2002: 113) raportoi Nokian kokonaismenon kasvuprosessin osalta, että yrityksen menorakenne on muuttumassa koko ajan investointivaltaisemmaksi, vaikka lyhytvaikutteisten menojen osuus onkin vielä selvästi suurempi kuin pitkävaikutteisten menojen. Tutkimustulokset osoittavat myös, että Nokian kokonaismenot kasvavat strategisessa vaiheessa vakiosuhteisesti ja tuottavat tuloja oletusten mukaisesti. Poikkeamat oletuksista ovat hyvin pieniä. (Laitinen 2002: 17, 113, 115.)

Tulontuottamisprosessin mallinnuksessa Laitisen (2002: 147–149) estimoidut parametriarvot alkavat kuvata erinomaisesti Nokian tulojen kertymistä strategisen vaiheen viimeisinä vuosina. Seuraavassa vaiheessa rahoitusprosessia kuvaavat kuusi parametria osoittavat, että Nokian rahoitusprosessi on suurelta osin vakiintunut strategisella kaudella. Osa parametriarvoista on kuitenkin ennustettava muutossuunnan avulla, koska Nokian rahoitusomaisuus ja vieraan pääoman rakenne ovat vielä muuttumassa. Yrityksen arvonmäärityksen tuloksena Laitinen (2002: 206) raportoi, että Nokian oman pääoman eli osakkeen arvo riippuu voimakkaasti markkinoiden odotuksista. Tehdyt analyysit osoittavat oman pääoman arvon olevan myös herkkä olettamukselle strategisen vaiheen pituudesta. Tutkijan verratessa mallin avulla laskettuja arvoja yrityksen pörssiarvoon hänen johtopäätöksensä on, että markkinat odottavat Nokian strategisen jakson päättyvän varsin pian. (Laitinen 2002: 151, 168–174, 204–206, 208.)

### **2.3. Yhteenveto**

Tutkielman kannalta tärkein lähestymistapa on yrityksen mallintaminen tilinpäätöstietojen aikasarjojen avulla. Aikasarjatutkimuksia ovat aikaisemmin toteuttaneet muun muassa Wild ym. (2004), Ruuhela (1972, 1975, 1997), Suvas (1988) ja Laitinen (2002). Näistä jokaisessa tutkimuksessa hyödynnetään pitkiä tilinpäätösaikasarjoja. Tutkimuksissa kehitetyt mallit edellyttävät myös estimointien tekemistä.



Wild ym. (2004) jakavat tilinpäätösanalyysin kolmeen osaprosessiin, joita ovat kirjanpidon analyysi, rahoitusanalyysi ja prospektiivinen analyysi. Suorittamalla nämä osaprosessit analyytikon on tarkoitus saada varmempi kuva yrityksen todellisesta taloudellisesta asemasta ja tulevaisuuden mahdollisuuksista sekä strategiasta pystyäkseen arvostamaan yrityksen.

Ruuhelan (1972, 1975, 1997) kehittämällä KASKARA-mallilla tutkitaan yrityksen kasvun ja kannattavuuden vaikutusta rahoitukseen vallitsevissa ja muutetuissa olosuhteissa pitkien tilinpäätösaikasarjojen avulla. Tutkimuksen perustaksi etsitään yrityksen historiasta noin 10 vuoden mittainen rauhallinen ajanjakso, johon estimoitavat tulokset perustuvat. Tutkimuksen oletuksia ovat muun muassa vakiosuhteinen kasvu, sisäisen korkokannan tyyppinen kannattavuus ja realisointipoistoon perustuva omaisuuskäsite.

Suvas (1988) tutkii yrityksen rahoituksen riittävyttä kannattavuuden ja kasvunopeuden yhteisvaikutuksen avulla. Tarkoituksena on selvittää rajat, joiden puitteissa yritys voi välttää ylikapitalisuus- ja rahoituskriisitilanteet. Tulosten mukaan vähimmäiskannattavuuteen vaikuttaa voimakkaimmin parametri, joka säätelee uusien pitkäaikaisten lainojen osuutta investoinneista, mutta myös myyntisaamisten ja vaihto-omaisuuserien kiertoajat, korottomien velkojen maksimikiertoaika ja ainekäytön osuus liikevaihdosta voivat vaikuttaa voimakkaasti vähimmäiskannattavuuteen. Tulevaisuuteen projisoidun tilinpäätöksen avulla analysoidaan rahoituksen riittävyttä yrityskohtaisesti.

Laitisen (2002) kehittämän strategisen tilinpäätösanalyysin tavoitteena on yrityksen arvostaminen perustuen tulevan kehityksen ennusteisiin käyttäen apuna pitkiä tilinpäätösaikasarjoja. Ensin yritystä tarkastellaan perinteisen tilinpäätösanalyysin menetelmillä laskemalla tunnuslukuja yrityksen tulontuottamisprosessin, kasvuprosessin, tulorahoituksen riittävyyden, perinteisen maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden osalta. Sen jälkeen strateginen tilinpäätösanalyysi sisältää kasvu-, tulontuottamis- ja rahoitusprosessin mallintamisen ennusteiden tekemisen ja yrityksen arvostuksen mahdollistamiseksi. Tutkimus tuottaa siis tuloksia yrityksen arvosta ja tulevaisuuden kasvumahdollisuuksista. Toisin sanoen tuloksena on kokonaiskuva siitä, miten yritys on ajautunut nykyiseen taloudelliseen tilanteeseen ja miten tämä tilanne on tulevaisuudessa kehittymässä.

Tämä tutkielma perustuu Laitisen (2002) kirjaan *Strateginen tilinpäätösanalyysi – Perinteisestä analyysistä yrityksen arvon määrittämiseen*. Tutkielmassa laajennetaan strategisen tilinpäätösanalyysin empiiristä soveltamisalaa elintarvikealalle ja yritykseen, jota ei ole julkisesti noteerattu pörssissä.

### 3. SUHDANNEKATSAUS JA ANALYSOITAVAN YRITYKSEN ESITTELY

#### 3.1. Suhdannekatsoaus

Yritysten menestymiseen vaikuttaa yrityksen omien ratkaisujen ja menestystekijöiden lisäksi kulloinkin vallitseva kansantalouden ja yrityksen oman toimialan tila. Seuraavaksi tarkastellaan pääpiirteitä sekä Suomen kansantaloudessa että elintarvikealalla vuosina 1995–2005. Suhdannekatsoauksen tiedot on kerätty ETLAn (4/1995–2/2006) Suhdanne-sarjan julkaisuista.

##### 3.1.1. Suomen taloudellinen kehitys vuosina 1995–2005

Suomi liittyi Euroopan Unionin jäseneksi vuoden 1995 alussa. Lamakauden jälkeen Suomen talouden tila kohentui huomattavasti vuoden aikana. Hallituksen tiukka finanssipolitiikan linja tuki siirtymistä tasapainoisemman kasvun vaiheeseen. Suomen talouspolitiikan keskeisinä tavoitteina olivat Euroopan talous- ja rahaliittoon, EMUun, valmistautuminen ja työttömyyden puolittaminen vuosituhannen loppuun mennessä. EMUun valmistautuminen oli jo pitkällä hintatason ja julkisen talouden vakauttamisen osalta. Jäljellä oli vielä markan kurssin kiinnittäminen liittymällä Euroopan unionin valuuttakurssimekanismiin, ERM:ään. Vuonna 1995 Suomella oli bruttovelkaa 60 prosenttia BKT:sta ja budjettialijäämä oli 5,2 prosenttia. (ETLA 4/1995: 24, 27; ETLA 4/1996: 13.)

Vuonna 1995 suomalaisyritysten kilpailukyky säilyi hyvänä, vaikka markka vahvistui tuntuvasti. Vientimaiden melko vahvana jatkunut talouskasvu vauhditti tavaraviennin kasvua, joka jäi kuitenkin edellisvuotta selvästi hitaammaksi. Viennin määrä kasvoi 8,3 prosenttia. Vaihtotaseen ylijäämä 4,1 miljardia euroa ja 4,5 prosenttia BKT:sta ylitti aikaisemmat odotukset. Teollisuuden ja siihen läheisesti liittyvien toimialojen tuotannon lisääntymisen ansiosta kokonaistuotanto eli bruttokansantuote kasvoi edellisvuotta nopeammin, ja kasvu oli 4,2 prosenttia. Lisäksi työllisyys parantui, kun työttömyys laski 17,2 prosenttiin. Inflaatio oli vaimeaa alentuen prosenttiin johtuen lähinnä poikkeustekijöistä, kuten edellisvuoden korkeammasta vertailutasosta ja elintarvikkeiden halpenemisestä. (ETLA 4/1995: 3, 6, 9, 15, 20–21, 27; ETLA 3/1996: 6–7, 94.)

Vuonna 1996 yksityisen kulutuksen kasvu jatkui ripeänä veronkevennysten vauhdittamana. Bruttokansantuote kasvoi 3,3 prosenttia. Työttömyysaste aleni hitaasti 15,8 pro-

senttiin. Rahapolitiikka voitiin pitää keveänä, koska inflaatio pysytteli matalana laskien 0,6 prosenttiin. Inflaatiota hidastivat vielä EU-jäsenyyden myötä halventuneet elintarvikkeet, alentunut korkotaso ja pitkään jatkunut vaimea kustannuskehitys. Julkisen talouden tasapainottamisessa edistytettiin hyvin. Markka kytkettiin lokakuussa 1996 ERM:ään, mikä päätti markan neljän vuoden mittaisen kellutuksen. ERM:ään liittyminen oli samalla osoitus Suomen valmiudesta osallistua EMUn kolmanteen vaiheeseen. Talouspolitiikan keskeisenä tavoitteena oli julkisen talouden tasapainottaminen vastaamaan EMU-kriteerejä. Suomen bruttovelka oli 58,2 prosenttia BKT:sta ja budjettialijäämä 3,2 prosenttia BKT:sta. Suomen kansantalouden suurin ongelma oli kuitenkin edelleen työttömyys. (ETLA 4/1996: 5, 15, 19–22, 24; ETLA 3/1997: 6–7; ETLA 4/1997: 25.)

Vienti kasvoi vuonna 1996 vajaat 3,9 prosenttia, vaikka vielä alkuvuoden aikana vienti supistui kansainvälisen talouden ja erityisesti Euroopan talouskasvun hidastumisen takia. Tuonti kasvoi puolestaan 4,5 prosenttia. Markan vahvistuminen vähensi hintapaineita. Vaihtotase oli ylijäämäinen 3,7 miljardia euroa muodostaen 3,8 prosenttia BKT:sta. (ETLA 4/1996: 9–11; ETLA 3/1997: 6, 110.)

Talous oli kasvanut nopeasti jo muutaman vuoden ajan, kotimarkkinakysyntä oli selkeästi elpynyt ja myös työllisyys oli kehittynyt selvästi positiiviseen suuntaan kolmena peräkkäisenä vuotena. Vuonna 1997 bruttokansantuote kasvoi 6 prosentilla. Työllisten määrä kasvoi hieman ja työttömyysaste laski 12,6 prosenttiin, mutta Suomen työttömyysaste oli edelleen kansainvälisesti verrattuna hyvin korkea. Vienti kasvoi 12,8 prosenttia. Vientiä edistivät kansainvälisen talouden kasvu ja markan lievä devalvoituminen. Tuonti kiihtyi, ja sen kokonaiskasvuksi muodostui 10,5 prosenttia. Vaihtotase pysyi selkeästi ylijäämäisenä kohoten uudelle ennätystasolle, 5,7 miljardiin euroon. Vaihtotaseen ylijäämä oli 5,5 prosenttia BKT:sta. (ETLA 4/1997: 10, 15, 17, 20, 24, 31; ETLA 3/1998: 6–7, 108, 116–117.)

Inflaatio oli lievässä nousussa vuonna 1997, ja kohosi 1,2 prosenttiin. Syitä inflaation voimistumiselle olivat muun muassa tuontihintoihin vaikuttanut dollarin vahvistuminen, kahvin ja bensiinin hintojen nousu sekä asuntojen kallistuminen. Inflaation voimistumista puolestaan hieman jarrutti ruuan hinnan tuntuva aleneminen vielä edellisvuoden loppupuoliskollakin. Elintarvikkeiden hinnat olivat kuitenkin odotettua nopeammassa nousussa. Finanssipolitiikka jatkui kireänä ja rahapolitiikka keveänä. Erityisesti kireään finanssipolitiikkaan vaikutti pyrkimys toteuttaa EMUn jäsenyyskriteerit, koska EMU-jäsenyydestä päätettäisiin vuoden 1997 tilastojen perusteella. Suomen bruttovelka oli

55,4 prosenttia BKT:sta ja budjettialijäämä prosentin BKT:sta. (ETLA 4/1997: 26, 29–30; ETLA 3/1998: 7.)

Vuonna 1998 kansainväliseksi muodostunut talouskriisi heikensi vuoden loppupuoliskolla Suomen viennin ja teollisuustuotannon näkymiä ja jarrutti investointien kasvua. Suomen vienti Venäjälle lähes pysähtyi alkusyksystä ruplan devalvaation ja talouskriisin vuoksi. Kokonaisuudessaan Suomen vienti kuitenkin kasvoi 9,6 prosenttia. Loppuvuodesta viennin kasvu selvästi hidastui heikentyneen kansainvälisen suhdannetilanteen ohella alkuvuoteen painottuneiden laivatoimitusten vuoksi. Tuonti kasvoi nopeasti päätyen 9,4 prosentin kasvuun. Kansainvälisen kriisin myötä korkotaso alentui, mikä yhdessä parantuneen ulkomaankaupan vaihtosuhteen kanssa kasvatti kotimaista kysyntää. Bruttokansantuote kasvoi 5,6 prosenttia. Suomella oli julkista velkaa 55,9 miljardia euroa, joka vastasi 49,6 prosenttia bruttokansantuotteesta. Budjetti oli puolestaan kääntynyt ylijäämäiseksi ja muodosti prosentin BKT:sta. (ETLA 4/1998: 5, 10, 13, 15; ETLA 3/1999: 6–7, 62.)

Vaihtotaseen ylijäämä kohosi vuonna 1998 uudelle ennätystasolle 6,8 miljardiin euroon, joka muodosti 5,9 prosenttia BKT:sta. Vaihtotaseen ylijäämän ansiosta ulkomaista nettovelkaa pystyttiin alentamaan tasaisesti. Työllisyys parani nopeasti, mutta työttömyysaste laski vain 11,4 prosenttiin. Hitaaseen työttömyysasteen laskuun vaikutti työvoiman tarjonnan nopea kasvu. Vaikka Suomen talouskasvu olikin jatkunut vahvana jo usean vuoden ajan, inflaatio pysytteli edelleen matalana 1,4 prosentissa. Kustannusten vaiheeseen nousuun olivat vaikuttaneet erityisesti korkea työttömyys, kurinalainen palkkapolitiikka ja ulkoisen kustannuspaineen pysyminen vaimeana. Lisäksi tuottavuus oli noussut voimakkaasti ja tuontihinnat olivat kehittyneet poikkeuksellisen tasaisesti. (ETLA 4/1998: 15–16, 18, 20, 24–25; ETLA 3/1999: 6–7, 103.)

EMUn kolmas vaihe alkoi vuoden 1999 alussa 11 maan osalta, Suomi mukaan lukien. Näiden euromaiden valuuttakurssit kiinnitettiin pysyvästi toisiinsa. Samalla rahapoliittinen päätäntävalta siirtyi kansallisilta keskuspankeilta Euroopan Keskuspankille, EKP:lle. EKP:n keskeiseksi tavoitteeksi nimettiin hintatason vakaus, ja inflaatiohaukaksi oli määritelty 0–2 prosenttia keskipitkällä aikavälillä. Kansallisella tasolla talouspolitiikan tehtäväksi asetettiin maan inflaation pitäminen kahden prosentin inflaatiotavoitteessa maan kilpailukyvyn säilyttämiseksi. Suomessa inflaatio pysyikin yhä matalana 1,2 prosentissa. Korot nousivat euroalueella nopeasti alkuvuoden jälkeen. (ETLA 1/1999: 10; ETLA 2/1999: 10–11; ETLA 4/1999: 15, 27.)

Kansainvälisen talouden näkymät alkoivat näyttää paremmilta vuoden 1999 loppupuolella, mikä paransi samalla Suomen viennin näkymiä. Koko alkuvuosi oli viennin kannalta hankalaa aikaa, kun Venäjän ja Aasian kriisit vaikuttivat vielä ja pudottivat vientiä huomattavasti. Syksyn alusta lähtien vienti alkoi kuitenkin kasvaa ripeästi. Nopea kasvu selittyi matalalla vertailutasolla, paperin ja kemianteollisuuden tuotteiden viennin huomattavalla elpymisellä sekä telakoiden suurilla laivatoimituksilla. Viennin kasvuksi kirjattiin 6,3 prosenttia. Tuonti vauhdittui loppuvuodesta päätyen 3,2 prosentin kasvuun. Kasvu oli seurausta syklisen teollisuuden elpymisestä sekä vuosituhannen vaihtumiseen liittyvästä toimitusjärjestelmien epävarmuudesta. Vaihtotaseen ylijäämä oli 6,3 miljardia euroa, joka muodosti 5,2 prosenttia BKT:sta. Vuonna 1999 investoinnit lisääntyivät nopeasti, vaikka niiden kasvu hidastuikin. Työllisyystilanne kohentui edelleen, ja työttömyysaste oli 10,2 prosenttia. Bruttokansantuotteen kasvu hidastui 4 prosenttiin. Suomen bruttovelka pieneni 46,6 prosenttiin BKT:sta ja budjettilylijäämä kasvoi 1,9 prosenttiin BKT:sta. (ETLA 4/1999: 5, 7, 10–14; ETLA 3/2000: 6–7, 102.)

Suhdannehuippu ohitettiin maailmantaloudessa vuoden 2000 aikana. Suomen vienti kasvoi kuitenkin vielä erittäin nopeasti 18,1 prosentin vauhdilla johtuen euroalueen hyvästä talouskehityksestä ja euron heikkenemisestä. Tuontikin lisääntyi selvästi 15,7 prosentilla. Tuontia nostivat varsinkin raaka-aineiden ja tuotantotarvikkeiden tarve elektronikkateollisuuden viennin kasvun vahvistamana. Teollisuus kärsi kapasiteettipuutteesta, mikä lisäsi investointeja edellisvuotta nopeammin. Vaihtotaseen ylijäämä oli 9,6 miljardia euroa ja 7,3 prosenttia BKT:sta. Työttömyysasteen aleneminen hidastui päätyen 9,8 prosenttiin nopeasti kasvaneen tarjonnan seurauksena. (ETLA 4/2000: 5, 13–14, 20; ETLA 3/2001: 6–7, 10–11, 96.)

Bruttokansantuote jatkoi kasvuaan vuonna 2000 nousten 5,7 prosenttiin viennin voimakkaan kasvun ja yksityisen kulutuksen lisääntymisen vetämänä. Suomen budjettilylijäämä pysyi edelleen ylijäämäisenä osuuden oltua 6,9 prosenttia BKT:sta. Bruttovelkaa Suomella oli 44,1 prosenttia BKT:sta. Inflaatiovauhti nopeutui 3,4 prosenttiin. Nousuun vaikuttivat erityisesti kallistunut öljy ja samaan aikaan heikentynyt euro. Lisäksi edellisvuoden lopulla korkojen lievään nousuun kääntymisen myötä korkotason inflaatiota jarruttava vaikutus heikkeni. (ETLA 4/2000: 9, 19, 26; ETLA 3/2001: 6–7.)

Maailmantalouden kasvu hidastui nopeasti, ja vuonna 2001 New Yorkin syyskuun 11. päivän terrori-iskut heikensivät suhdannenäkymiä entisestään. Kansainvälinen taantuma johti Suomen viennin ja tuotannon supistumiseen. Vienti laski huomattavasti päätyen 2,2 prosentin laskuun. Tuonti pysyi lähes edellisvuoden tasolla kasvaen 0,1 prosenttia.

Tuonnin määrää supisti raaka-aineiden ja tuotantotarvikkeiden sekä energiatuotteiden vähentynyt käyttö tuotannon supistuttua heikentyneen vientikysynnän seurauksena. Investoinnit kasvoivat aiempaa hitaammin, mutta euron tuleva käyttöönotto kuitenkin lisäsi selvästi investointeja erityisesti tietokoneohjelmistoihin. Vaihtotaseen ylijäämä pieneni 9,3 miljardiin euroon muodostaen 6,8 prosenttia BKT:sta. Bruttokansantuotteen kasvu oli vain 0,7 prosenttia. Kokonaistuotannon kasvua hidastivat muun muassa viennin teollisuuden tuotannon vähentyminen ja kotimarkkinoista riippuvaisten palvelualojen kasvun hidastuminen. Valtion velkaa oli pystytty lyhentämään suunniteltua nopeammin ja työn verotusta keventämään. Suomen bruttovelka muodosti 43,3 prosenttia BKT:sta ja budjetti oli 4,9 prosenttia ylijäämäinen. (ETLA 4/2001: 5, 10, 12, 14, 24–25; ETLA 3/2002: 6–7, 83.)

Vuonna 2001 EKP kevensi rahapolitiikkaansa, jonka tuloksena korot laskivat. Sen lisäksi Suomessa harjoitettiin elvyttävää finanssipolitiikkaa verojen ja maksujen kevenysten sekä julkisten menojen maltillisen lisäämisen muodossa. Nämä toimet ja 2,6 prosenttiin laskenut inflaatio paransivat kotitalouksien ostovoimaa. Inflaation laskuun vaikuttivat halventunut öljy ja korkojen lasku. Työllisyystilanteen kehittymiseen vaikuttivat taantuman pitkittyminen ja yritysten kannattavuuden heikentyminen. Työttömyys aleni 9,1 prosenttiin, mutta aleneminen hidastui selvästi työvoiman tarjonnan kasvettua samaan aikaan. (ETLA 4/2001: 5, 17, 19, 21, 24; ETLA 3/2002: 7.)

Vuoden 2002 alkupuoliskolla maailmantalous kohentui ja näkymät olivat hyvät. Suomen teollisuustuotanto kasvoi alkuvuonna nopeasti. Syksyllä maailmantalouden näkymät kuitenkin jälleen heikkenivät, kun Irakin sodan uhka ja riski öljyn hinnan noususta kasvoivat. Euro vahvistui suhteessa dollariin, mikä laskee energian hinnan nousun aiheuttamia kustannuspaineita. Korot pysyivät matalalla tasolla. Yritysten investoinnit vähenivät epävarmojen näkymien ja kapasiteetin vajaakäytön myötä. Yritysten kannattavuus pysyi vielä kohtuullisena, mutta laski jo toista vuotta peräkkäin. Kotitalouksien reaaliostovoima parani 1,6 prosenttiin laskeneen inflaation myötä. Inflaatiota hidasti elintarvikkeiden hintojen lasku. Heikosta suhdannetilanteesta huolimatta työttömyys pysyi edellisvuoden tasolla 9,1 prosentissa, koska työvoiman tarjonnan kasvu oli hidastunut. (ETLA 4/2002: 5, 18, 20–22; ETLA 3/2003: 7.)

Suomen bruttovelka supistui 42,7 prosenttiin BKT:sta vuonna 2002. Budjetti oli 4,2 prosenttia ylijäämäinen. Vaihtotaseen ylijäämä kohosi 10,5 miljardiin euroon, joka oli 7,5 prosenttia BKT:sta. Bruttokansantuotteen kasvu nopeutui 2,2 prosenttiin viennin kasvun myötä. Vienti lisääntyi koko vuoden tasolla 4,9 prosenttia, vaikka viennin kasvu

pysähtyikin loppuvuonna. Kasvu selittyi kuitenkin suurelta osin heikolla vertailutasolla. Tuonnin kasvu oli hitaampaa, 1,3 prosenttia, mihin vaikutti muun muassa investointitarviden tuonnin merkittävä väheneminen. Sen sijaan raaka-aineiden, tuotantotarvikkeiden ja energian tuonti lisääntyi. (ETLA 4/2002: 10–12, 14; ETLA 3/2003: 6–7, 87.)

Vuonna 2003 maailmantalous alkoi vähitellen elpyä Yhdysvaltain ja Aasian vetämänä. Euroaluekin oli ollut käytännössä taantumassa, mutta talouskasvu alkoi vahvistua hieman vuoden loppupuoliskolla. Kasvu riippui kotimaisesta kysynnästä, koska vahvistunut euro hankaloitti vientiä euroalueen ulkopuolelle ja vauhditti kotimaisen tuotannon kanssa kilpailevaa tuontia. Vienti kasvoi kokonaisuudessaan 1,1 prosenttia, kun taas tuonti lisääntyi 2,6 prosentilla. Investoinnit supistuivat 2,1 prosenttia, mihin vaikutti teollisuuden heikko vientikehitys. Toisaalta kotitalouksien ostovoiman kasvu ja matalat korot vauhdittivat asuinrakennusinvestointeja. Bruttokansantuote päättyi 2 prosentin kasvuun. Vaihtotaseen ylijäämä supistui, mutta ylsi vielä 7,4 miljardiin euroon ja 5,2 prosenttiin BKT:sta. Suomen bruttovelan osuus BKT:sta oli kasvanut 45,5 prosenttiin, mutta budjetti pysyi ylijäämäisenä 2,3 prosenttia BKT:sta. (ETLA 4/2003: 5, 8, 10–11, 14, 18; ETLA 3/2004: 9–10, 33, 52.)

Vuonna 2003 hidas talouskasvu aiheutti yritysten kannattavuuksien laskua jo kolmatta peräkkäistä vuotta. Työttömyysaste aleni hieman 9 prosenttiin. Työttömyyden kasvun estivät työvoiman tarjonnan supistuminen ja aiempaa hitaampi tuottavuuden kasvu, joka vaimeni painopisteen siirryttyä kotimarkkinoille. Inflaatio hidastui 0,9 prosenttiin, mikä osaltaan vahvisti kotitalouksien reaalisen ostovoiman nousua keventyneen tuloverotuksen ohella. Alkoholiveron alentaminen 30 prosentilla vaikutti keskeisesti inflaation hidastumiseen. Lisäksi muun muassa laskeneet tuontihinnat hillitsivät inflaatiota. Korot olivat edellisvuottakin matalammalla tasolla hitaan talouskasvun ja kohtuullisena pysyneen kustannuskehityksen vuoksi. (ETLA 4/2003: 12–13, 20, 22–23; ETLA 3/2004: 10.)

Vuoden 2004 toukokuun alusta lähtien EU:hun kuului 25 jäsenvaltiota, kun EU laajentui 10 uudella jäsenmaalla, joita olivat Kypros, Latvia, Liettua, Malta, Puola, Slovenia, Slovakia, Tšekin tasavalta, Unkari ja Viro. Uusien jäsenvaltioiden kasvuvauhti oli huomattavasti vanhoja jäsenmaita nopeampaa. Euron vahvistuminen hankaloitti euroalueen vientiä, kun samaan aikaan maailmantalous oli jo hidastumassa. Euroalueen talouskasvu kuitenkin vahvistui viennin vetämänä. Kokonaistuotannon kasvu nopeutui 3,6 prosenttiin. Vienti kasvoi 5,6 prosenttia ja tuonti 6 prosenttia. Vienti kehittyi alkuvuodesta odotuksia heikommin, koska erityisesti sähkö- ja elektroniikkateollisuuden vienti supistui.

Suomen vaihtotase säilyi 6,2 miljardia euroa ylijäämäisenä, kun tuonnin kasvua vaimensivat heikko kotimainen kysyntä ja vahva euro. Vaihtotase muodosti 4,1 prosenttia BKT:sta. (ETLA 4/2004: 8–10, 21, 26; ETLA 3/2005: 7, 53.)

Inflaatioon vaikutti jälleen energian hinnan nousu, mutta inflaatio oli vuonna 2004 vain 0,2 prosenttia. Inflaatiota hidastivat erityisesti alkoholiveron alentaminen ja matala korkotaso. Investoinnit lisääntyivät 5 prosentilla, kun sekä rakennus- että kone- ja laiteinvestoinnit lisääntyivät selvästi. Työttömyys laski hieman 8,8 prosenttiin. Suomen bruttovelka oli 45,1 prosenttia BKT:sta, ja budjettiylijäämäksi muodostui 2,1 prosenttia BKT:sta. (ETLA 4/2004: 30, 56; ETLA 3/2005: 7–8.)

Vuonna 2005 maailmantalouden näkymiä pidettiin valoisina. Euroalueen talouskasvun selvää nopeutumista tukivat kansainvälinen kysyntä ja euron heikentyminen. Kallista öljyä pidettiin uhkana vahvan talouskasvun jatkumiselle, vaikka öljyn hinta olikin jonkin verran laskenut. Suomessa talouskasvu oli 1,5 prosentin luokkaa. Bruttokansantuotteen lisäys oli 2,9 prosenttia. Kulutuksen varassa ollutta talouskasvua tukivat palkkaverotuksen keventäminen, työpaikkojen lisääntyminen ja maltillinen hintojen nousu. Selvästi lisääntyneestä viennistä (7,3 prosenttia) ja tuonnista (12,3 prosenttia) huolimatta ulkomaankauppa ei nettomääräisesti nopeuttanut talouskasvua. Tuontia lisäsivät erityisesti kestopulustavaroitten ja investointitavaroitten tuonnin selkeä kasvu. Investointien kasvu kuitenkin hidastui 3,4 prosenttiin. Investointien vähentymistä selitti pääasiassa kone- ja laiteinvestointien jyrkkä lasku. Muiden pääomatavararyhmien hidastuneisiin investointeihin vaikuttivat korkeat vertailutasot. (ETLA 4/2005: 6–7, 15, 24, 28, 52; ETLA 2/2006: 21.)

Vuonna 2005 yritysveroprosentti aleni 29 prosentista 26 prosenttiin. Tämä ei kuitenkaan näyttänyt aiheuttavan valtiolle suuria veromenetyksiä, koska verotuksen keventäminen lisäsi kotitalouksien kulutusta ja työllisyyttä samalla veropohjaa kasvattaen. Valtion velka suhteessa BKT:hen saatiin alenemaan 40,5 prosenttiin valtionyhtiöiden yksityistämistä saatujen tulojen selvän kasvun ansiosta. Suomen budjetin ylijäämä vahvistui hieman nousten 2,5 prosenttiin BKT:sta. Talouden hitaasta kasvusta huolimatta työllisyys parantui ja työttömyysaste laski 8,4 prosenttiin. Työllisyyttä vauhditti muun muassa talouskasvun keskittyminen teollisuuden sijasta työvoimavaltaisiin palveluihin. Vaihtotaseen ylijäämä oli 7,2 miljardia euroa, joka muodosti 4,6 prosenttia BKT:sta. Inflaatio nopeutui hieman, mutta pysyi vielä alhaisena 0,8 prosentissa. Energian kallistuminen voimisti inflaatiota. Korot pysyivät syksyyn saakka jopa hieman laskevin vaimean talouskehityksen vuoksi. (ETLA 4/2005: 39–40, 48–49, 60; ETLA 2/2006: 21–22.)



### 3.1.2. Elintarvikealan kehitys vuosina 1995–2005

Suomen EU-jäsenyys vuonna 1995 ja aikaisemmin solmittu GATT-sopimus johtivat rajasuojan purkamiseen ja kotimaisen tarpeen ylittävälle tuotannolle maksettavien tukien vähentämiseen. Nämä tekijät aiheuttivat huomattavaa epävarmuutta elintarviketeollisuuden kehitysnäkymille. Suomen elintarvikemarkkinoiden avautuminen ja lisääntyvä tuonti vaativat yrityksiä sopeutumaan kovenevaan kilpailuun, jonka seurauksena suomalaisyritykset kasvattivat yksikkökokoaan ja rationalisoivat toimintojaan. Elintarviketeollisuuden tuotanto kasvoi parilla prosentilla. Elintarvikkeiden kysyntä kasvoi vain runsaan prosentin huolimatta EU-jäsenyyden myötä rajusti alentuneista tuottajahinnoista. Ruuan hinta alentui vajaat 10 prosenttia. Erityisesti lihan, kasvisrasvojen ja viljan hinnat alenivat selvästi. Elintarviketeollisuudella oli vaikeuksia Venäjän viennin kanssa erityisesti jatkuvasti muuttuneiden tullisäännösten vuoksi, mikä heijastui alkuvuoden tuotantomääriin. Elintarviketeollisuuden vienti romahti peräti 13 prosenttia. (ETLA 4/1995: 13, 17, 65–66; ETLA 3/1996: 33–34, 69; ETLA 4/1996: 14.)

Vuonna 1996 elintarviketeollisuuden tuotanto kasvoi 3,4 prosenttia suurelta osin Venäjän viennin kasvun ansiosta. Alan vienti kasvoi peräti 21 prosenttia, johon vaikutti myös edellisvuoden alhainen vertailutaso. Kasvusta huolimatta alan kannattavuus oli heikentynyt elintarvikkeiden hintojen tuntuvaan laskuun, hintojen laskua vähemmän laskeneen kustannustason ja osittain myös koventuneen kotimaisen kilpailun takia. Todetuilla BSE-tautitapauksilla oli suuri merkitys lihanjalostusalaan. Naudanlihan hinta romahti Länsi-Euroopassa, mikä käytännössä esti lähes kokonaan suomalaisen lihan viennin. Kotimaassa lihan kulutus oli kasvussa. Lihanjalostusalalla oli selkeä rakennemuutos, kun sianlihan hinta laski ja sen myynti kasvoi selvästi. Eniten lihanmyyntiä kasvatti kuitenkin broilerinliha kuluttajien suosiessa kevyempiä vaihtoehtoja. Leipomoteollisuuden näkymät olivat vakaat, eikä alan odotettu juurikaan kasvavan. Meijeriteollisuuden puolella näkymät olivat vakaat. Meijeriteollisuuden kasvu perustui suurelta osin vientiin, joka lisääntyi tuonnin ohella ulkomaankaupan vapauduttua. Juomateollisuudessa virvoitusjuomien osalta asetelmat olivat hyvät, ja kotimarkkinoilla nähtiin olevan potentiaalista kasvua. Juomateollisuuden kapasiteetti oli vajaakäytössä viime vuosien merkittävistä investoinneista huolimatta. (ETLA 4/1996: 63–65; ETLA 3/1997: 38, 83.)

Vuonna 1997 elintarviketeollisuuden tuotanto lisääntyi 2,2 prosenttia. Syynä kasvun hidastumiseen oli erityisesti Venäjän viennin kasvun hidastuminen. Elintarvikealalla vienti elpyi edelleen tästä huolimatta kasvaen 9,1 prosenttia. Alan kasvumahdollisuuk-

siin uskottiin, jos Venäjän vientiä pystyttäisiin lisäämään. Vaikka tuonti hieman kasvoi varsinkin juustojen ja jogurttien osalta, tuontia ei pidetty suurena uhkana kotimaiselle tuotannolle. Sianlihan hinta nousi, mikä lievästi vähensi sen kulutusta. Naudanlihan kulutus väheni myös hieman, kun taas siipikarjanlihan kulutus lisääntyi selkeästi. Euroopassa todetut tautiepidemiat olivat saaneet myös suomalaiskuluttajat varovaisiksi naudan- ja sianlihan kulutuksen osalta. Meijerituotteissa juustojen valmistus vähentyi huomattavasti johtuen selvästi lisääntyneestä tuonnista ja viennin lievästä supistumisesta. Juomateollisuudessa juomien valmistus lisääntyi vain noin prosenttia. (ETLA 4/1997: 70–72; ETLA 3/1998: 42, 80.)

Vuonna 1998 elintarviketuotanto kasvoi vain vajaan prosentin. Hitaaseen kasvuun vaikutti Venäjän viennin romahtaminen loppuvuodesta. Elintarvikealan vienti supistui merkittävästi 11 prosentilla. Elintarvikkeiden tuonti kasvoi yhä etenkin juustojen ja jogurttien osalta. Elintarvikealalla kapasiteetin käyttöaste oli vain vajaassa 80 prosentissa. Kuluttajat olivat alkaneet kiinnittää huomiota yhä enemmän elintarvikkeiden laatuun ja sisältöön. Funktionaaliset eli terveysvaikutteiset elintarvikkeet kasvattivat suosiotaan asettaen haasteita tuotekehittelylle. Alan tehokkuutta pyrittiin lisäämään uusilla menetelmillä, mutta muun muassa geenimanipulaatio aiheutti hyvin ristiriitaisia mielipiteitä. Suuntauksena oli investointien lisääntyminen tutkimustoimintoihin. Venäjän viennin romahdettua lihan ylituotanto EU-alueella kasvoi erittäin suureksi. Tämän vuoksi Suomeen tuotiin halpaa lihaa selkeästi aiempaa enemmän. Halpatuonti synkensi kotimaisen sianlihan tuotannon kasvua. Naudanlihan tuotanto vähentyi, ja sen kulutus oli selkeästi tuotantoa suurempi. Tämä johti tuonnin lisääntymiseen. Siipikarjanlihan kulutus jatkoi kasvamistaan. Juustojen kotimainen tuotanto lisääntyi Venäjän viennin kasvun myötä, vaikka vienti loppui syksyllä lähes kokonaan. Juomateollisuudessa juomien valmistus oli lisääntynyt noin 6 prosenttia. (ETLA 4/1998: 22, 62–64; ETLA 3/1999: 34, 73–74.)

Elintarvikkeiden vienti romahti edelleen noin 13 prosenttia vuonna 1999 Venäjän kaupan tyrehtymisen vuoksi. Elintarvikkeiden tuotannon kasvu nopeutui 1,7 prosenttiin. Elintarvikkeiden hinnat olivat lähteneet lievään nousuun. Alan kannattavuus oli kärsinyt sekä kotimaisen kilpailun että tuontikilpailun vuoksi. Suomen väestömäärän lievä kasvu sekä teollisten ja puoliteollisten elintarvikkeiden kasvanut suosio lisäsivät hieman elintarvikkeiden kotimaista kysyntää. Meijerialalla yhdistymisten sijaan alalle oli syntynyt uusia kotimaisia yrityksiä, jotka yhdessä ulkomaisten meijeriyritysten kanssa kiristivät alan kilpailutilannetta. Kova kilpailu aiheutti maitotuotteiden hintojen putoamisen. Liha-alalla rationalisoinnit tehokkuuden lisäämiseksi olivat johtaneet toimintojen keskittämiseen suurempiin yksiköihin. Viennin romahtaminen Venäjän talousvaikeuksien

takia aiheutti yhä kansainvälisesti lihan ylituotantoa, joka alensi lihan hintaa ja heikensi yritysten kannattavuutta. Vuoden 1999 lopulla lihan kysynnän kasvun ja tuotannon supistumisen ansiosta lihaa tuotiin Suomeen vähemmän. Panimoteollisuudessa oluen vienti kärsi tax free -myynnin poistumisesta Ruotsinmatkoilla sekä rajoituksista Venäjän- ja Vironmatkoilla. Sen sijaan virvoitusjuomien ja kivennäisvesien kulutus ja valmistus kasvoivat huomattavasti. (ETLA 4/1999: 19–20, 64–66; ETLA 3/2000: 36, 39, 68.)

Elintarviketeollisuuden vienti kasvoi noin 4 prosenttia vuonna 2000. Elintarvikkeiden vienti Venäjälle lähti uuteen kasvuun. Tuotanto kasvoi prosentin, kun kotimainen kysyntä lisääntyi ja vienti kohentui. Meijerialalla vallinnut kireä kilpailutilanne alkoi vähitellen hellittää, ja hintakilpailun helpotuttua alan kannattavuus oli kohenemassa rationalisointien ja saneerausten tuloksena. Konkursseilta ei silti vältytty, vaikka toisaalta uusia yrityksiä syntyi alalle. Tuontakilpailu säilyi yhä kovana. Eniten Venäjän talouskriisistä kärsivät maitotuotteiden ja erityisesti juuston vienti, mutta parantunut tilanne lisäsi voimaa ja juuston vientiä huomattavasti. Liha-alan rationalisointitoimet jatkuivat. Venäjän talouskriisin aiheuttama lihan ylituotanto alkoi helpottua, ja sianlihan hinta lähti nousuun. Halpaa ylijäämälihaa ei enää tuotu Suomeen samassa määrin kuin parina aikaisempina vuotena. Sianlihan vienti väheni tuotannon ja vientitukien laskiessa. Naudanlihan tuonti laski tilapäisesti, kun kotimainen tuotanto hieman lisääntyi. Naudanlihan kulutus oli silti tuotantoa vähäisempää ja BSE-tauti vähensi jyrkästi naudanlihan kysyntää. Suomessa liha-alalla ei ollut merkittäviä kasvumahdollisuuksia lähivuosina. Oluen myynti tasaantui tuontioluiden osuuden kasvaessa vähitellen. Virvoitusjuomien ja kivennäisvesien kulutus ja valmistus olivat lisääntyneet merkittävästi ja kasvunäkymät olivat yhä erittäin positiiviset. (ETLA 4/2000: 22, 61–63; ETLA 3/2001: 35, 73.)

Vuonna 2001 elintarviketeollisuudessa tuotannon määrä kasvoi 2,1 prosenttia viennin voimistuttua. Vienti kasvoi runsaat 11 prosenttia, ja tärkeimmät vientituotteet olivat juusto, sokerikemian tuotteet ja voi. Vienti Venäjälle lisääntyi keväästä lähtien, kun maa purki eläinperäisten elintarvikkeiden tuontikiellon. Elintarviketeollisuudessa vienti oli erittäin keskittynyttä, koska 10 suurinta vientiä harjoittavaa yritystä muodostivat peräti lähes 60 prosenttia koko elintarvikeliikenteestä. Kotimaan markkinoilla elintarvikkeiden kulutukseen vaikutti lähinnä väestömäärän kasvu ja elintarvikkeiden jalostusasteen nousu. Elintarvikkeiden hinnat nousivat harvinaisen voimakkaasti, mikä johtui eläinsairauksien aiheuttamasta kustannusten noususta ja tuotannon alenemisesta sekä elintarvikkealan varsin heikosta kannattavuudesta. Meijerialan kannattavuus oli kuitenkin edelleen parantumassa. Kilpailu oli kiristynyt lihateollisuudessa johtaen merkittäviin rationalisointeihin. Keski-Euroopan eläinsairaudet eivät olleet aiheuttaneet suurta lihan ky-

synnän vähenemistä kotimaan markkinoilla. Suomalaiset panimoyritykset lisäsivät tuotantoon lähialueilla, koska EU:n korkein olutvero johti lisääntyvään tuontiin lähialueilta. Virvoitusjuomien ja kivennäisvesien osalta sekä kulutus että tuotanto kasvoivat. (ETLA 3/2001: 73; ETLA 4/2001: 22, 57–59; ETLA 3/2002: 38, 59, 62–63.)

Elintarviketeollisuuden vienti vuonna 2002 kasvoi lähes 4 prosenttia. Tärkeimmiksi vientituotteiksi nousivat juusto, voi, sokerikemian tuotteet, alkoholijuomat, sianliha ja suklaa. Vientimaista tärkein oli yhä Venäjä. Alan tuotanto kasvoi ainoastaan 1,1 prosentilla johtuen viennin kasvun hidastumisesta. Elintarvikkeiden hinnat laskivat huomattavasti, eikä eläinsairauksista johtunut kustannusten nousu Euroopassa ollut enää voimakasta. Elintarviketeollisuuden näkymät olivat hyvin samankaltaiset kuin vuonna 2001. Meijerialalla kovan hintakilpailun takia pudonneet myyntihinnat olivat johtaneet yritysten heikentyneeseen kannattavuuteen, joka oli kuitenkin edelleen parantumassa rationalisointien ja saneerausten tuloksena. Liha-alalla rationalisoinnit jatkuivat kireän kilpailutilanteen vuoksi. Keski-Euroopassa esiintyneet eläinsairaudet vaikuttivat heikentävästi lihan kysyntään ja tuotantoon. Suomessa havaittiin ensimmäinen BSE-tautitapaus, mikä tukahdutti naudanlihan viennin. Panimoalalla näkymät olivat edellisvuoden kaltaiset. (ETLA 4/2002: 21, 44–45; ETLA 3/2003: 38, 65.)

Vuonna 2003 elintarviketeollisuuden tuotanto kasvoi prosentin. Vienti kasvoi 1,9 prosenttia. Elintarvikkeiden kysyntä kasvoi noin 3 prosentilla, kun samalla hinnat laskivat selvästi. Eläinsairauksista suuressa määrin johtunut kustannusten nousu hidastui, ja lihan tarjonta kasvoi vakiinnuttaen hintoja. Työllisyys parani elintarviketeollisuudessa vajaat 3 prosenttia, ja erityisesti juomien valmistuksessa työntekijöiden määrä kasvoi selvästi. Elintarviketeollisuuden näkymiä heikensi Suomen hitaasti kasvava asukasluku. Näkymiä paransivat ja tuotantoa lisäsivät kysynnän kasvun painottuminen pidemmälle jalostettuihin elintarvikkeisiin sekä mahdollisuus laajentua lähialueille. Elintarvikealan suomalaisyritykset olivat pääsääntöisesti menneet Baltian markkinoille aloittamalla maassa oman tuotannon, ja monilla alatoimialoilla oli saavutettu jopa markkinajohtajan asema. Baltian nousussa olleet palkat olivat vielä selvästi Suomen palkkatasoa alempana, mikä voisi johtaa paljon käsityötä vaativan elintarviketuotannon siirtämiseen Suomesta Baltiaan. (ETLA 4/2003: 13–14, 23, 34, 44; ETLA 3/2004: 28, 44, 91.)

Vuonna 2004 elintarviketeollisuuden vienti lisääntyi 1,8 prosenttia ja tuotanto laski 0,6 prosenttia. Vientihintojen lasku oli pysähtymässä. Alan työllisyys heikentyi työn tuottavuuden parantuessa, kun taas alan odotukset ja tilauskannat heikkenivät hieman. Korkeat valmisteverot heikensivät elintarviketeollisuuden toimintamahdollisuuksia Suo-

nessa ja lisäsivät yritysten kiinnostusta siirtää tuotantoaan halvemman verotuksen maihin. EU:n laajentuminen ja ulkomaisten elintarvikekauppaketjujen tulo Suomen markkinoille kasvattivat edelleen tuontia. Vaikka kotimaisilla elintarvikkeilla oli yhä noin 85 prosentin markkinaosuus, kiristynyt kilpailu oli heikentänyt yritysten kannattavuutta. Viennin kannalta tärkeitä alueita olivat Venäjä ja Itä-Eurooppa. EU-jäsenyyden myötä poistuneet viennin rajaesteet ja pienentynyt investointien maariski paransivat suomalaisyritysten toimintaedellytyksiä Baltian maissa ja Puolassa, mutta toisaalta kilpailu koventui. Maatalousvaltaista ja runsaan elintarviketuotannon Puolaa pidettiin myös tuontiuhkana EU-markkinoille. Erityisesti Viron EU-jäsenyys ainakin kaksinkertaisti yksityishenkilöiden oluen tuonnin. Tuontia hidastivat vain vähittäiskaupan kampanjatarjoukset, jotka heikensivät panimoiden kannattavuutta. Näistä syistä kotimainen panimoteollisuus oli vakavasti uhattuna, ja vaihtoehtona oli tuotannon lisääminen Baltiassa. Panimoteollisuuden säilyttämiseksi alkoholiveroa laskettiin runsaat 30 prosenttia, mikä laski hintoja noin 20 prosenttia. (ETLA 4/2004: 35, 56, 93–96; ETLA 3/2005: 25, 43.)

Elintarvikealan vienti kasvoi 4,6 prosenttia vuonna 2005, kun taas alan tuotanto kasvoi 2,1 prosenttia. Vientihinnoissa ei ollut havaittavissa oleellisia muutoksia. Tärkeimmät vientimaat olivat Venäjä, Ruotsi ja Viro, jotka yhteensä muodostivat lähes 50 prosenttia Suomen elintarvikeviennistä. Elintarvikkeiden kulutus kasvoi nopeimmin Itä-Euroopassa ja Venäjällä. Venäjän vienti kuitenkin laski vuoden alkupuoliskolla, kun maltaiden, tärkkelysjohdannaisien ja lastenruokien vienti vähentyi. Jo ennen Baltian maiden EU-jäsenyyttä suomalaiset elintarvikealan yritykset olivat tehneet sinne investointeja, joista jopa 65 prosenttia oli kohdistunut Viroon, 15 prosenttia Latviaan, 11 prosenttia Liettuaan ja 9 prosenttia Puolaan. Puola alkoi kuitenkin selvästi kiinnostaa suomalaisyrityksiä yhä enemmän investointikohteena. Tärkeimpiä tuontituotteita olivat alkoholijuomat, hedelmät, vihannekset ja juusto. Elintarviketeollisuuden näkymät olivat tavanomaista heikommät, vaikka tilauskanta olikin normaali. Tuotantokapasiteettia oli edelleen liikaa. Samalla varastot olivat tavanomaista pienempiä. Panimoteollisuuden mahdollisuuksia pidettiin uhattuina, koska oluen alentuneet kuluttajahinnat Suomessa olivat merkittävästi heikentäneet sekä panimoiden että kauppojen katteita, kun vero muodosti edelleen suurimman osan oluen hinnasta. (ETLA 4/2005: 101–102, 104; ETLA 2/2006: 39, 57.)

### **3.2. Analysoitavan yrityksen esittely**

Fazer sai alkunsa vuonna 1891, kun Karl Fazer avasi oman konditorian Helsinkiin. Fazerin tavaramerkki rekisteröitiin vuonna 1908. Vuosikymmenten myötä Fazerin toimin-

ta laajeni konditoriatoiminnasta keksituotantoon ja leipätuotteisiin sekä ravintolapalveluihin kansainvälisiä markkinoita myöten. Vuonna 1989 Fazer yhtiöitti operatiiviset toimintonsa, ja tässä yhteydessä syntyivät Fazer Makeiset, Fazer Leipomot ja Fazer Keksit. Keksitoimialalla United Biscuitsista tuli vuonna 1994 Fazer Kekkien enemmistöomistaja. (Oy Karl Fazer Ab 2006 b.)

Nykyisin Fazer-konserni muodostuu kolmesta toimialasta, joita ovat Fazer Amica, Fazer Leipomot ja Candyking. Fazer-konsernin suurin toimiala sekä liikevaihdoltaan että henkilöstömäärältään oli Fazer Amica vuonna 2005, jolloin sen liikevaihto oli 496 miljoonaa euroa ja sen palveluksessa oli noin 7 300 henkilöä. Fazer Amica tarjoaa ruokailupalveluja seitsemässä maassa: Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa, Norjassa, Virossa, Latviassa ja Venäjällä. Fazer Leipomoiden liikevaihto oli 373 miljoonaa euroa vuonna 2005 ja sen alaisuudessa työskenteli noin 6 700 henkilöä. Fazer Leipomot valmistaa leipomotuotteita Suomessa, Ruotsissa, Venäjällä, Virossa, Latviassa ja Liettuaassa, ja sillä on lisäksi vientiä yli 15 maahan. Candykingin liikevaihto vuonna 2005 oli 115 milj. euroa ja se työllisti 700 henkilöä. Candykingin markkinoi irtomakeisia Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Isossa-Britanniassa. Kaiken kaikkiaan konsernilla on siis varsinaista liiketoimintaa yhdeksässä eri maassa. Fazerin tärkein osakkuusyhtiö on suklaa- ja soke-  
rimakeisia valmistava Cloetta Fazer AB. (Oy Karl Fazer Ab 2005: 4–5, 15–17, 23–25, 31–33.)

Fazerin missio on tarjota makuelämyksiä. Konsernin toiminta perustuu sen kolmeen arvoon, jotka ovat asiakaslähtöisyys, laadukkuus ja yhteistyö konsernin sisällä. Konsernin visio on puolestaan olla johtava ruokailu- ja palvelualan yritys valituilla markkinoilla. Fazerin toimialoilla on myös omat visionsa, joissa konsernin yhteistä visiota syvennetään. Lisäksi vision saavuttamiseksi on määritelty strategiset tavoitteet, jotka koskevat kasvua, yritysidentiteettiä, organisaatiota ja osaamista sekä toiminnallista ylivoimaisuutta. Fazer Amican visiona on konsernin vision tapaan olla johtava ruokailu- ja palvelualan yritys valituilla markkinoilla. Keskeisiä Fazer Amican toiminnassa ovat laadukas ruoka, hyvä palvelu ja asiakassuuntautuneisuus. Fazer Leipomoiden visiona on olla johtava leipomoyritys määritellyillä kotimarkkinoilla. Fazer Leipomot ei mittaa johtajuutta vain markkinaosuudella, vaan siihen vaikuttavat useat eri tekijät kuten laatu, tuotekehitys, palvelu ja vastuullinen toiminta. Candykingin visiona on olla Pohjois-Euroopan johtava irtomakeisten toimittaja. Candykingin toiminta perustuu valinnanvapauteen, jota tarjotaan sekä kaupalle että kuluttajille. Fazer syvensi vuoden 2005 aikana yhteisiin arvoihin perustuvaa yrityskulttuuria, jonka tuloksena konsernin toimialat muodostavat kokonaisuuden, jolla on yhteinen visuaalinen ilme, yhtenäinen nimikäytäntö ja entistä

tiivimpää yhteistyötä. Toimialojen yhteisiä prosesseja ovat muun muassa viestintä, talous, lakiasiat, hankinnat, tietotekniikka ja henkilöstöhallinto. Fazerin uusi brändistrategia vuodelta 2005 tavoittelee erottautumista kilpailijoiden tuotteista ja palveluista sekä etenemistä uusille toiminta-alueille ja markkinoille. (Oy Karl Fazer Ab 2005: 4, 17, 25, 33, 39–40.)

Vuoden 1995 Suomen EU-jäsenyydellä oli suuria vaikutuksia Fazerin toimintaan. Erittäin uusi arvonlisäverojärjestelmä vaati yritykseltä suuria sopeutustoimenpiteitä. Amican ruokailupalvelut joutuivat Suomessa 22 prosentin arvonlisäverotuksen alaisiksi. Halventuneet raaka-aineet eivät kompensoineet aterioiden arvonlisäveron osuutta, ja nousseet ateria hinnat vähensivät ruokailijoiden määrää Amican ravintoloissa. Tämän seurauksena myös henkilökuntaa vähennettiin. (Oy Karl Fazer Ab 1995: 4, 12, 14; Rauhanen & Peltoniemi 2006: 25.) EU-jäsenyyden myötä Suomessa korotettiin myös elintarvikkeiden verokantaa 12 prosentista 17 prosenttiin. Tämä ja suomalainen makeisvero sekä vahvistunut markka heikensivät Fazer Makeisten kilpailukykyä ja viennin kannattavuutta. (Oy Karl Fazer Ab 1995: 4–5; Rauhanen ym. 2006: 25.) Sen sijaan Fazer Leipomoiden tulos parani vuonna 1995, kun halventuneiden leipomotuotteiden kulutus kasvoi selvästi. Leipomotuotteiden hinnat laskivat, kun EU-jäsenyyden myötä raaka-ainehinnat laskivat. Fazer konsernin tulos parani tehtyjen rakennemuutosten ja myytyjen liiketoimintojen myyntivoittojen ansiosta. (Oy Karl Fazer Ab 1995: 5, 10, 15.)

Vuonna 1996 leipomotoimialalla keskityttiin toimittamaan leipä asiakkaille entistä tuoreempaan, mikä kasvatti nopeasti myyntiä. Kasvaneet markkinointi-, logistiikka- ja palkkakustannukset sekä kovan hintakilpailun seurauksena laskenut hintataso heikensivät kuitenkin tulosta. Tanskassa toiminut makeistehdas suljettiin vuonna 1996 tuotantotehokkuuden lisäämiseksi, ja Fazer Makeiset jatkoi tuotevalikoiman karsintaa ja keskittämistä. Nämä tekijät hidastivat myynnin kasvua, mutta tulos kuitenkin parani. Amica saavutti edellisvuotta vastaavan tuloksen tehostamalla toimintojaan kasvaneiden henkilöstökulujen kattamiseksi. Konsernin voitto laski. (Oy Karl Fazer Ab 1996: 4–5, 8, 10, 14–15.)

Vuonna 1997 Fazer Makeiset investoi voimakkaasti Puolaan, jossa kapasiteetti kaksinkertaistui. Fazer liittyi myös mukaan irtomakeisten myyntiin, kun se osti sekä Suomesta että Ruotsista irtomakeisjakelun markkinajohtajat. Nämä organisoitiin omaksi yksiköksi Fazer Makeisten alle Candyking-nimellä. Toimiala säilytti edellisvuoden tulos- tasonsa. Vuoden 1997 lopulla Fazer Makeisten toimitusjohtaja vaihtui. Fazer Leipuri -toimintamalli, jonka mukaan kauppaan toimitetaan paikallisesti leivottua uunilämmintä

leipää, sai alkunsa vuonna 1997, ja menestyi yli yhtiön kaikkien myynnillisten tavoitteiden. Silti tulosodotukset eivät täytyneet korkean kustannustason vuoksi. Amican tuote- ja palvelukehitys onnistui, vaikka tulos jäikin edellisvuoden tasolle johtuen Suomessa ja Ruotsissa tapahtuneen voimakkaan kasvun kertakustannuksista ja kasvaneista henkilöstömenoista. Fazer konserni paransi voittoa kertaluonteisten myyntivoittojen ansiosta. (Oy Karl Fazer Ab 1997: 2–4, 6, 10–11.)

Makeistoimiala kärsi vuonna 1998 erityisesti Venäjän uusista tuontirajoituksista ja maan talouskriisin vaikutuksista, mitkä käytännössä pysäyttivät viennin Venäjälle kokonaan. Toisaalta tulosta heikensivät uudelleenjärjestelyt Tanskassa, jossa hankittiin makeisyhtiö ja sen myötä lopetettiin yhteisyritys Cloettan kanssa. Makeistoimialan Candyking-irtomakeistoiminta kasvoi, kun Fazer hankki enemmistön brittiläisestä Just Sweets Ltd:stä. Samana vuonna Fazer teki uuden aluevaltauksen hankkimalla osaomistuksen pietarilaisesta Hlebnij Dom -leipomosta, joka ei kärsinyt talouskriisistä, vaan sen myynti kasvoi. Fazer Leipomoiden kustannukset pysyivät suunnitellulla tasolla ja tulos parani. Amica solmi uusia sopimuksia, ja tulos parantui hieman. Aikaisempaan vuoteen liittyvä verorasite laski konsernin voittoa. Fazer oli saavuttanut kaikilla toimialoillaan markkinajohtajan aseman Suomessa, ja kasvu muodostuisi jatkossa pääasiassa Suomen ulkopuolisista toiminnoista. Vuonna 1998 Fazerin ylimmässä johdossa ja hallituksessa tapahtui muutoksia, kun sekä toimitusjohtaja että hallituksen puheenjohtaja vaihtuivat. Peter Fazerin yllättävän kuoleman jälkeen hallituksen puheenjohtajaksi valittiin Carl G. Björnberg. Felix Björklundin erottua toimitusjohtajan tehtävästään hänen tilallaan toimi noin puoli vuotta väliaikaisena toimitusjohtajana Hans Olof Danielsson, kunnes Mats Jansson aloitti tehtävässä keväällä 1999. (Oy Karl Fazer Ab 1998: 4–8, 12–13.)

Vuonna 1999 Fazer Makeistoimiala jaettiin kahdeksi erilliseksi toimialaksi, jonka seurauksena Fazer Makeiset ja Candyking eriytyivät. Fazer Makeisten myynti laski matkailumarkkinoilla, kun verovapaa myynti päättyi EU-alueella. Venäjän vienti pysyi lisäksi edelleen alhaisena. Pohjoismaissa myynti oli kasvussa, ja Fazer Makeisten tulos kokonaisuudessaan parani. Loppuvuodesta Fazer solmi sopimuksen, jossa sovittiin Fazer Makeisten ja Cloetta-konsernin yhdistymisestä. Candyking kasvoi edellisvuodesta 50 prosenttia, josta vajaa puolet oli orgaanista kasvua, ja liiketulos parani. Keväällä 1999 vietiin loppuun Just Sweets Ltd:n yritysosto. Candyking aloitti toiminnan loppuvuodesta myös Tanskassa. Fazer Leipomoiden liikevoitto kärsi kertaluonteisista kustannuksista. Amican tulos nousi lähinnä orgaanisen kasvun ja uusien sopimusten myötä. Konserni paransi tulostaan. (Oy Karl Fazer Ab 1999: 3, 6–7, 12–13.)



Keväällä 2000 Fazer Makeiset yhdistyi Cloetta-konsernin kanssa, ja yhdistymisestä syntyneestä Cloetta Fazer AB:sta tuli Fazerin tärkein osakkuusyhtiö. Hlebnij Dom -leipomosta tuli osa Fazer-konsernia vuonna 2000, kun Fazerin omistusosuus nousi 58,2 prosenttiin. Lisäksi Fazer Leipomot investoi laajennushankkeisiin Virossa Tallinnan ja Ruotsissa Lidköpingin leipomoissa. Fazer Leipomoiden myynti kasvoi muun muassa onnistuneiden tuotelanseerausten ansiosta ja liikevoitto parani. Amica osti osake-enemmistön ruotsalaisesta Eddo Restauranger -yhtiöstä vahvistaen siten samalla asemaansa alansa johtavana yrityksenä Pohjoismaissa ja parantaen liikevoittoaan. Makeisvero poistettiin Suomessa vuoden 2000 alusta lähtien. Candykingin kasvu oli erittäin vahvaa Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Isossa-Britanniassa oltiin vasta lanseeraamassa Candyking-konseptia ja Tanskassa kehitys oli vielä hidasta. Näiden panostusten vuoksi Candykingin tulos heikkeni. Lähinnä kertaluonteisten myyntivoittojen ansiosta Fazerin tulos parani selvästi. Mats Janssonin kausi Fazerin toimitusjohtajana jäi vain noin vuoden pituiseksi, kun hän siirtyi toisen yrityksen konsernijohtajaksi. Hänen jälkeensä Hans Olof Danielssonista tuli konsernijohtaja ja emoyhtiön toimitusjohtaja keväällä 2000. Lisäksi vuonna 2000 kaikilla kolmella Fazerin toimialalla vaihtui toimitusjohtaja. Fazerille erittäin tärkeitä tekijöitä olivat hallittu kasvu sekä hyvä ja tasainen kannattavuus. Kasvutavoitteen täytyminen edellytti sekä yritysostoja että orgaanista kasvua. Yrityksen pitkän aikavälin tavoite oli rahoittaa laajeneminen ja investoinnit omin varoin. (Oy Karl Fazer Ab 1999: 12–13; Oy Karl Fazer Ab 2000: 2–3, 13–15.)

Amican toiminta Tanskassa käynnistyi vuonna 2001, kun hankittiin osake-enemmistö Wip Personalerestauranter -yhtiöstä. Amican liikevoitto nousi ja asema alan johtavana yrityksenä Pohjoismaissa vahvistui yritysostojen ja erittäin vahvan orgaanisen kasvun myötä. Fazer Leipomot kehitti edelleen Hlebnij Dom -leipomoa, joka paransi investointien avulla selvästi asemaansa Pietarin suurimpana leipomona. Ruotsissa Fazer Bröd kasvatti Lidköpingin leipomon kapasiteettia ja perusti samassa yhteydessä Delicato Bakverk AB:n kanssa myynti- ja jakeluyhtiön. Fazer Leipomot investoi myös Baltiaan, kun se hankki enemmistön liettualaisesta Gardesis-leipomosta ja kokonaan latvialaisen Ogres Maiznieks -leipomon. Leipomotoimialan liikevoittoa heikensivät investointeihin liittyneet kertaluonteiset kustannukset. Candyking kasvoi jälleen nopeasti ja kokonaan orgaanisesti, mutta tulosta rasittivat konseptin kehittäminen ja panostukset tuotemerkin tunnetuksi tekemiseen. Candyking-toimialalla vaihtui jälleen toimitusjohtaja. Vuonna 2001 Fazerilla oli 30 prosentin omistus Fazer Kekseistä, mutta osakkuusyhtiöstä luovutettiin myymällä jäljellä ollut omistus ranskalaiselle Groupe Danonelle, joka oli jo aikaisemmin ostanut United Biscuitsin Euroopan keksitoiminnot. Konsernin tulos sisälsi

Fazer Keksiä myyntivoiton, mutta tulos heikkeni selvästi. (Oy Karl Fazer Ab 2001: 6, 10–12, 16, 18–19, 21; Oy Karl Fazer Ab 2006 b.)

Vuonna 2002 Fazer hankki ruotsalaisen rieskaleipomo Lövängerbröd AB:n ja pietarilaisen Murinskij-leipomon. Fazer Leipomot käynnisti laajan investointiohjelman, jonka tavoitteena oli uusia ja tehostaa kaikkien leipomoiden tuotantolaitoksia vuosina 2002–2006. Leipomotoimialan liikevoitto parani. Amica käynnisti toiminnan Norjassa ostamalla osake-enemmistön NK-Partner AS -yhtiöstä. Amican liikevoitto laski hieman. Candyking kasvoi nopeimmin Tanskassa ja Isossa-Britanniassa, mutta irtomakeisten osuus makeisten kokonaisymyynnistä oli kyseisissä maissa vielä suhteellisen pieni. Candykingin liiketulos parani hieman. Fazer konsernin tulos oli edellisvuotta suurempi enimmäkseen Cloetta Fazerin osakkeiden myynnin ansiosta. Syksyllä 2002 Hans Olof Danielsson jäi eläkkeelle, ja hänen seuraajakseen konsernijohtajaksi ja emoyhtiön toimitusjohtajaksi nousi Berndt Brunow. (Oy Karl Fazer 2002: 4, 7, 12, 18–21, 23.)

Vuoden 2003 lopussa Amica hankki osake-enemmistön norjalaisesta Adviso Meny AS -ruokailupalveluyrityksestä mahdollistamaan voimakkaan kasvun Norjassa. Lisäksi vuoden aikana lisättiin merkittävästi omistusta Wip Personalerestauranter A/S -yhtiössä ja Hlebnyi Dom -leipomossa. Suomen ja Ruotsin heikko talouskasvu ja yritysten henkilöstövähennykset vaikuttivat välillisesti Amican henkilöstöravintoloiden liikevaihtoon ja liikevoitto pieneni. Lappeenrannan uusi leipomo otettiin käyttöön ja Fazer osti pietarilaisen Vasileostrovskij-leipomon. Pietarista hankittujen leipomoiden kasvu jatkui vahvana, ja Fazerin osuus alueen leipämarkkinoilla oli noin 30 prosenttia. Baltiassa liikevaihto kasvoi myös voimakkaasti, mutta Fazerin asema alueella oli vielä heikko. Fazer Leipomoiden toimitusjohtaja vaihtui, kun entinen toimitusjohtaja siirtyi Fazer Amican toimitusjohtajaksi. Leipomotoimialan liikevoitto kasvoi. Candyking paransi tulostaan kaksinkertaistamalla myyntinsä Norjassa. Tanskan voimakkaasta kasvusta huolimatta kokonaisvolyymi oli vaatimaton. Ruotsissa ja Isossa-Britanniassa myynti sen sijaan lievästi pieneni. Fazerin tilikauden voitto puolittui. (Oy Karl Fazer Ab 2003: 15, 17, 20–22, 25.)

Vuonna 2004 Fazer Amican tärkein liiketoiminta-alue, henkilöstöravintolat, kärsi kiristyneestä kilpailusta ja asiakasyritysten henkilöstövähennyksistä. Suomessa Fazer Amica sai kuitenkin useita uusia asiakassopimuksia ja asiakasuskollisuus oli vahvaa. Fazerin ostama voileipä- ja salaattiannoksia valmistava ruotsalainen Peigs Sandwich Bar AB paransi liikevaihtoa Ruotsissa, mutta liikevoitto jäi alueella odotettua pienemmäksi. Adviso Menyn nimi muutettiin Fazer Amica Norgeksi, jonka kasvu ja kannattavuus

ylittivät odotukset. Fazer Amican liikevoitto parani jonkin verran. Fazer Leipomot kasvatti omistusosuutta Hlebnyi Dom -leipomossa 79 prosenttiin. EU:n laajentuminen ja kaupan sektorin kilpailun kiristyminen johtivat Fazer Leipomoiden liikevoiton pienenemiseen. Tanskassa Candykingin toiminta lakkautettiin vajaan viiden toimintavuoden jälkeen heikkojen markkinaolosuhteiden vuoksi, minkä vuoksi Candykingin liiketulos hieman heikkeni. Operatiivinen tulos ja kannattavuus kuitenkin paranivat tehokkaan valikoimahallinnan sekä tehostetun asiakaspalvelun ja ostotoiminnan ansiosta. Candyking teki Venäjällä ja Baltian maissa yhteistyötä konsernin muiden toimialojen kanssa, ja hyödynsi muun muassa Fazer Leipomoiden jakelukanavia. Fazer konsernin tulos las-ki. (Oy Karl Fazer Ab 2004: 3, 12, 24, 27, 34–35.)

Fazer Amica käynnisti toimintansa Pietarissa syksyllä 2005. Peigs Sandwich Bar AB:n toiminta Ruotsissa oli kannattamatonta. Fazer Amican liikevaihto kuitenkin kasvoi ja tulos parani edellisvuodesta, mutta tulostaso ei ollut tyydyttävä. Toimialan toimitusjohtaja vaihtui. Fazer Leipomot lisäsi toimintaansa Venäjällä hankkimalla moskovalaisen Zvjozdnyi-leipomon. Leipomotoimialan tulos heikkeni, koska Venäjän ja Baltian markkinoiden hyvä kasvu ei kompensoinut muiden markkinoiden heikkoa kasvua ja hintapaineet jatkuivat. Kannattavinta Fazer Leipomoiden toiminta oli Hlebnyi Dom -leipomossa. Candykingin toiminta Isossa-Britanniassa jäi kannattamattomaksi. Hintapaineista ja terveyskeskusteluista huolimatta Candykingin myynti kasvoi ja tulos parani selvästi. Vuoden alkupuolella Fazer kasvatti omistustaan Cloetta Fazerissa. Tämä sai ruotsalaisen pääomistajan nostamaan haasteen Fazeria vastaan ja vaatimaan Fazeria vähentämään omistustaan yhtiössä, koska ruotsalaissäätöön mukaan Fazer oli rikkonut alkuperäistä osakassopimusta. Fazer konserni kasvoi, mutta tulos ei ollut tyydyttävä vuonna 2005. (Oy Karl Fazer Ab 2005: 6, 15–17, 46–48.)

Fazer Amica siirtyi Venäjän ruokailupalvelumarkkinoille varsinaisesti vasta vuoden 2006 lopulla tehdyn pietarilaisen catering-yrityksen Abela Services CIS:n oston myötä. Vuoden aikana Fazer Amica hankki myös norjalaisen KantineRingens AS-yhtiön ja latvialaisen SIA NokrokoA -yhtiön. Huonosti kehittynyt liiketoiminta johti Peigs Sandwich Barin myyntiin jo vuonna 2006. Fazer Leipomot yhdisti Viron, Latvian ja Liettuan leipomotoimintojen johdon, ja koko Baltian kattava organisaatio aloitti toimintansa vuoden 2007 alussa. Fazer Leipomot aloitti tammikuussa 2007 yt-neuvottelut, joiden tuloksena vähennetään 85 työntekijää. Venäjän merkitys kasvualueena Fazer-konsernille kasvaa koko ajan. Venäjän leipomotoiminta eriytettiin vuoden 2007 alkupuolella omaksi toimialakseen Fazer Venäjäksi, jonka toimitusjohtajaksi valittiin konsernin talousjohtaja Harri-Pekka Kaukonen. Omistusriita Cloetta Fazerista jatkui, ja

vielä vuoden 2007 alkupuolella asia oli keskeneräinen sekä Suomen että Ruotsin oikeusasteissa. Cloetta Fazer on strategisesti tärkeä yhtiö Fazerille, ja lisäksi Cloetta Fazerilla on hallussaan muun muassa Fazerin arvokkain tuotemerkki eli Fazerin Sininen. Fazer panosti riskienhallintaan arvioimalla konsernin merkittävimiksi riskeiksi Venäjän kasvavaan liiketoimintaan liittyvät riskit, asiakassuhteiden ylläpitoon ja jatkumiseen liittyvät riskit sekä osaavan ja motivoituneen henkilöstön saamiseen ja pitämiseen liittyvät riskit. Karsten Slotte palasi Cloetta Fazerista takaisin Fazer-konserniin, ja hänet nimitettiin konsernin varatoimitusjohtajaksi vuoden 2007 alusta lähtien. (Oy Karl Fazer Ab 2006 a: 8, 10–11, 44, 53; Oy Karl Fazer Ab 2007.)

### 3.3. Yhteenveto

Suomen julkinen talous tasapainottui selvästi vuosien 1995–2005 aikana 1990-luvun alun laman jälkeen. Suomen budjetti kääntyi alijäämäisestä ylijäämäiseksi vuonna 1998, ja pysyi sen jälkeen koko tarkasteluajanjakson loppuajan ylijäämäisenä. Suomi pystyi myös lyhentämään bruttovelkaansa, jonka osuus BKT:sta laski vuoden 2003 lievää nousua lukuun ottamatta koko ajan. Vuonna 1995 bruttovelka oli vielä 60 prosenttia BKT:sta, kun vuonna 2005 se oli laskenut 40,5 prosenttiin BKT:sta. Työllisyys parantui selvästi tarkasteluajanjaksolla, kun vuonna 1995 vallinnut työttömyysaste 17,2 prosenttia oli alentunut vuonna 2005 tasolle 8,4 prosenttia. Bruttokansantuote kasvoi koko tarkasteluajanjakson ajan kasvunopeuden vaihdellessa loppuvuosina 2,0–3,6 prosentin välillä. Muun muassa matala korkotaso hillitsi inflaatiota, joka vuosien 2000–2001 kehitystä lukuun ottamatta pysyi erittäin maltillisena 0,2–1,6 prosentin välillä. Tarkasteluajanjakson lopulla inflaatio pysytteli jopa alle yhdessä prosentissa. Vuonna 2005 yritysveroprosentti laskettiin 26 prosenttiin.

Suomi liittyi EU:hun vuonna 1995, minkä myötä Suomessa muun muassa rajasuoja purettiin, ylituotannon tukia vähennettiin, uusi arvonlisäverojärjestelmä otettiin käyttöön ja myöhemmin vuoden 2002 alussa euro otettiin käyttöön. Rahapoliittinen päätäntävalta siirtyi Euroopan Keskuspankille vuonna 1999. EU-jäsenyyden myötä Suomen teollisuus joutui nopeasti kovenevan kansainvälisen kilpailun alaiseksi. Kasvava kilpailu johti elintarvikealan tuotannon tehostamiseen, mikä merkitsi työvoiman voimakasta vähenemistä, ja lisäksi alalla tapahtui liittymiä ja fuusioita. Toiminnan tehostaminen oli tarpeen myös siksi, että ylikapasiteetti vaivasi koko ajan elintarvikealaa. Isojen muutosten myötä alan kannattavuus heikkeni. Yritysten kannattavuutta laskivat myös kansainväliset talouskriisit 1990-luvun lopussa ja 2000-luvun alussa. Elintarvikkeiden vienti

Venäjälle romahti 1990-luvun lopulla maan talouskriisin vuoksi, mutta lähti muutaman vuoden kuluttua nousemaan uudestaan. Tarkasteluajanjaksolla elintarvikkeiden hinnat laskivat yleisesti, mutta kustannukset olivat pikemminkin nousussa. Todetut eläintautitapaukset aiheuttivat muutoksia lihan kulutuksessa ja tuotannossa. EU laajeni vuonna 2004 lisäten hintapaineita ja kilpailua sekä toisaalta mahdollisuuksia laajentua Baltian maihin. Elintarvikealan tärkeimmät vientimaat olivat Venäjä, Ruotsi ja Viro.

EU-jäsenyyden myötä käyttöön otettu uusi arvonlisäverojärjestelmä heikensi Fazerin toimintaa, mutta toisaalta halventuneet raaka-aineet auttoivat osittain parantamaan tuloista. Fazer pyrki jatkuvasti tehostamaan toimintaansa, kun samalla erittäin kovan kilpailun vuoksi nousevia kustannuksia oli vaikea kompensoida hinnankorotuksilla. Makeis- ja keksitoiminnoissa tapahtui merkittäviä muutoksia, kun Fazer Makeiset ja ruotsalainen Cloetta yhdistyivät vuonna 2000 Cloetta Fazer AB:ksi ja Fazer Keksien jäljellä ollut osuus myytiin vuonna 2001 ranskalaiselle Danone-konsernille. Suurimmat investoinnit liittyivät Fazer Leipomoihin, joka laajensi ja tehosti vanhoja tuotantolaitoksia ja teki aktiivisesti yritysostoja. Fazer Amica teki myös merkittäviä yritysostoja. Fazerin investoinnit kohdistuivat konsernin kehittämiseen sen kaikissa uusissa ja vanhoissa toimintamaissa, mutta erityisesti Venäjä on erittäin tärkeä kasvualue Fazerille. Venäjän kasvava leipomotoiminta sai Fazerin eriyttämään sen omaksi toimialakseen Fazer Venäjäksi, joka aloitti toimintansa vuonna 2007. Fazerin ylimmässä johdossa tapahtui tarkasteluajanjaksolla useita muutoksia, mutta konsernin toiminnan kehittäminen pysyi kuitenkin pitkäjänteisenä ja jatkui selkeästi kasvu- ja kannattavuushakuisena. Tavoitteena on edelleen markkinajohtajan asema Pohjoismaissa ja Itä-Euroopassa.

## 4. TUTKIMUSMETODOLOGIA JA AINEISTON KÄSITTELY

### 4.1. Tutkimusote

Neilimo ja Näsi (1980: 31) nimeävät taloustieteille neljä eri tutkimusotetta, jotka ovat:

- käsiteanalyttinen tutkimusote
- nomoteettinen tutkimusote
- päätöksentekometodologinen tutkimusote
- toiminta-analyttinen tutkimusote.

Tämä tutkielma voidaan luokitella lähinnä nomoteettisen tutkimusotteen kategoriaan. Tutkielman suuntauksena on positivismi, jonka yhtenä osana ja väljänä tutkimuskäytännöllisenä sovellutuksena pidetään juuri nomoteettista tutkimusotetta (Neilimo ym. 1980: 4, 28). Nomoteettiselle tutkimusotteelle tunnusmaisesti tutkielma keskittyy olemassa olevan teorian testaamiseen (Salmi & Järvenpää 2000: 267; Creswell 2003: 6). Neilimo ym. (1980: 33–35) erottavat nomoteettisen tutkimusotteen muista tutkimusotteista muun muassa niiltä osin, että se perustuu laaja-alaiseen, ratkaisevassa roolissa olevaan empiriseen materiaaliin ja objektiivisuuteen, ja sen avulla pyritään selvittämään vallitsevat tosiasiat ja tosiasioiden väliset yhteydet tavoitteena tieteellinen selittäminen ja yleistäminen.

Vaikka nomoteettiselle tutkimukselle on tyypillistä yleistäminen suureen havaintojen määrään perustuen, tässä tutkielmassa pyritään testaamaan aiempaa teoriaa yksittäisen kohdeyrityksen avulla (Salmi ym. 2000: 267). Yhden yrityksen analysoiminen ei vielä riitä yleistysten tekemiselle, mutta tuloksia verrataan aikaisemmin saavutettuihin tuloksiin. Neilimo ym. (1980: 39–40) luettelevat nomoteettiselle tutkimusotteelle seuraavia piirteitä:

- tehtävänä selittäminen
- tutkimuksessa käsitteellinen vaihe
- tutkimuksessa empirinen vaihe
- tutkimuksessa todisteluvaihe
- tutkimuskohteeseen nähden ulkoinen, neutraali rooli
- kohteesta selvitetään erityisesti ulkoista käyttäytymistä

- objektiivisuuden ja yleistettävyyden takaamiseksi luodut säännöt ja menetelmät.

## 4.2. Tutkimustyytit ja tutkielman ajatusmalli

Tutkimustoiminta jakautuu kahtia empiiriseen ja teoreettiseen tutkimukseen. Strateginen tilinpäätösanalyysi kuuluu empiiristen tutkimusten ryhmään. Empiiriset tutkimukset voidaan edelleen jakaa pääongelman mukaan useaan eri tutkimustyyppiin. Kirjallisuudessa esiintyy muun muassa seuraavat tutkimustyytit: etsinnälliset ja kartoittavat, kuvailevat eli deskriptiiviset, selittävät eli kausaaliset, kokeelliset eli eksperimentaaliset, ennustavat ja konstruktiiiviset tutkimukset, evaluaatio-, kehittämis- ja toimintatutkimukset sekä poikkileikkaus- ja pitkittäistutkimukset. (Uusitalo 1991: 61–69; Hirsjärvi, Remes ja Sajavaara 2001: 127; Heikkilä 2002: 13–15.)

Tämä tutkielma sisältää sekä kuvailevan että selittävän kuin myös ennustavan tutkimuksen piirteitä. Lisäksi tutkielma kuuluu pitkittäistutkimusten ryhmään. Ennustavan tutkimuksen piirteitä tutkielmasta löytyy empiriaosan loppupuolelta, kun ryhdytään ennustamaan tulevaa kehitystä ja sen perusteella määrittelemään yrityksen arvoa. Tutkielmasa pyritään pitkän aikavälin määrällisiin ennusteisiin. Yleisesti ottaen tutkimusta ei välttämättä pystytä luokittelemaan vain yhden tutkimustyytin alaisuuteen, koska tutkimuksella voi olla useampi kuin yksi tarkoitus, jolloin tutkimus myös edustaa useampaa tutkimustyyppiä. (Uusitalo 1991: 63; Hirsjärvi ym. 2001: 127.)

Uusitalon (1991: 62) mukaan kuvailevan tutkimuksen tarkoitus on kuvata jonkin ilmiön, tilanteen tai tapahtuman luonnetta, yleisyyttä, historiallista kehitystä tai muita tunnuspiirteitä. Näin ollen havaintojen laatu on tärkeässä asemassa. Muun muassa tilastot ja mielipidetutkimukset kuuluvat kuvailevien tutkimusten joukkoon. Selittäväällä tutkimuksella pyritään selvittämään syitä jollekin ilmiölle ja ilmiöiden välisiä syy-seuraussuhteita. (Uusitalo 1991: 62–63; Heikkilä 2002: 14–15.)

Strategisessa tilinpäätösanalyysissä yrityksen tulevaisuuden potentiaalia arvioidaan mallintamalla yritys tilinpäätöstietojen aikasarjojen avulla. Tutkielmassa käytetty otanta liittyy siten pitkittäistutkimuksiin, joissa tutkitaan tietyn kohderyhmän kehitystä ajassa. Pitkittäistutkimukset perustuvat taloustieteissä tyypillisesti aikasarjoihin, jotka muodostuvat tässä tutkielmassa tilinpäätösten vuosiaineistosta. (Uusitalo 1991: 74; Heikkilä 2002: 15.)

Tutkielman ajatusmallia voidaan luonnehtia hypoteettis-deduktiiviseksi, koska teoreettinen perusta on jo olemassa. Hypoteettis-deduktiivisessa mallissa teoria syntyy reaali-maailmasta tehtävistä havainnoista. Hypoteettis-deduktiivinen tutkielma voidaan jakaa kahteen osaan eli teoreettiseen ja empiiriseen osaan. Teoreettisessa osassa keskitytään määrittelemään peruskäsitteet ja deduktion mukaisesti johtamaan teoriasta testattavat hypoteesit tai mallit, jotka koskevat reaali-maailmaa. Empiirisessä osassa nämä hypoteesit tai mallit testataan empiirisen havaintoaineiston avulla. Lopuksi hypoteesit vahvistetaan tai hylätään, ja tarkastellaan tulosten perusteella teoriaa. Tutkielmassa edetään siis deduktion roolin mukaisesti teorioista mallin rakentamiseen ja teorioiden empiiriseen testaamiseen havaintoaineiston avulla. (Neilimo ym. 1980: 17–18, 23; Uusitalo 1991: 46; Salmi ym. 2000: 269; Hirsjärvi ym. 2001: 133; Bryman 2004: 8–9.)

### **4.3. Lähestymistapa, reliabiliteetti ja validiteetti**

Tutkimukset voidaan jakaa lähestymistavoiltaan kvantitatiivisiin ja kvalitatiivisiin sekä yhdistelmämenetelmistä muodostuviin tutkimuksiin (Creswell 2003: 5, 18–19). Tutkielma lukeutuu kvantitatiivisten tutkimusten joukkoon. Kvantitatiivisen tutkimuksen tavoitteena on teorian kehittämisen sijasta pikemminkin teorian testaaminen ja todentaminen (Creswell 2003: 125). Kvantitatiivisesta eli määrällisestä tutkimuksesta voidaan käyttää myös nimitystä tilastollinen tutkimus (Heikkilä 2002: 16). Lisäksi kvantitatiivisesta tutkimuksesta käytetään monia muitakin nimityksiä, esimerkiksi hypoteettis-deduktiivinen, eksperimentaalinen ja positivistinen tutkimus (Hirsjärvi ym. 2001: 129). Uusitalo (1991: 80–82) tuo esiin kvantitatiivisen tutkimuksen osalta seuraavia ominaisuuksia:

- aineisto edustaa tilastollisesti perusjoukkoa
- aineiston kerääminen, käsittely ja analyysi toisistaan erottuvia vaiheita
- täsmällisesti rajattu aineisto, joka esitettävissä lukuina ns. havaintomatriisin muodossa
- tyypilliset tutkimusaineistot: koe, kysely- ja haastattelututkimukset, tilastot ja sisällönanalyysi
- havaintomatriisin tilastollinen analyysi
- tilastollisen analyysin taitavuus ja onnistuneisuus; tutkimuksen toistettavuus
- mittauksen validiteetti ja reliabiliteetti
- teoriaa koetteleva.



Validiteettia eli pätevyyttä voidaan pitää tutkimuksen tärkeimpänä kriteerinä. Validiteetti merkitsee sitä, että tutkimuksessa mitataan sitä, mitä on tarkoituskin mitata. Validit mittaukset antavat keskimäärin oikeita mittaustuloksia. Tutkimuksen validiutta voidaan parantaa käyttämällä tutkimuksessa useita menetelmiä eli trianguloimalla. Reliabiliteetti viittaa tulosten tarkkuuteen. Reliaabelit tutkimustulokset eivät ole sattumanvaraisia, ja tutkimus on toistettavissa samanlaisin tuloksin. (Heikkilä 2002: 29–30; Hirsjärvi ym. 2001: 213–215; Bryman 2004: 28.)

#### **4.4. Tilastolliset menetelmät**

Tutkimuksessa käytetään estimoinneissa yksinkertaista tasoitusta, regressioanalyysia ja painotettua keskiarvoa sekä ennustettua arvoa. Regressioanalyysi tullaan suorittamaan SPSS tilasto-ohjelmalla. Tilastollista regressiomallia kuvaa se, että tutkimuskohteena olevien ilmiöiden muutoksia ennustetaan selittävässä tekijöissä tapahtuvien muutosten avulla (Uusitalo 1991: 67). Tulontuottamisprosessin mallinnuksessa sekä yrityksen tulevaisuuden ennustamisen ja arvonmäärityksen yhteydessä testataan lisäksi kolmea erilaista poistoteoriaa: realisointipoistoa, suhteellista poistoa ja annuiteettipoistoa. Yrityksen arvostuksen yhteydessä vertailuun otetaan mukaan myös kohdeyrityksen todellinen poisto painotettuna keskiarvona.

Ennustetutkimusten yleisimpänä menetelmänä Uusitalo (1991: 67) tuo esiin ekstrapoloinnin, jolloin olemassa olevia aikasarjoja jatketaan tulevaisuuteen ja mallinnetaan näiden aikasarjojen keskinäisiä riippuvuuksia. Muutoksen oletetaan olevan entisen suuntaista myös tulevaisuudessa. Tulevaisuuden mallintaminen on keskeinen osa tutkielmaa. Tutkielma perustuu useisiin laskelmiin ja tunnuslukuihin, joita estimoidaan tutkielman edetessä.

## 5. TULOKSET

### 5.1. Perinteinen tilinpäätösanalyysi ja tunnusluvut

Tämä luku perustuu aikaisemmissa tutkimuksissa esitettyyn Laitisen (2002) tutkimukseen strategisesta tilinpäätösanalyysistä. Luvussa käytetyt kaavat ovat tulosten vertailtavuuden takaamiseksi samoja kuin Laitinen (2002) on soveltanut omassa tutkimuksessaan. Yritysten analysointi aloitetaan perinteisen tilinpäätösanalyysin keinoin. Tutkielmassa on valittu kohdeyrityksestä tarkasteltavaksi vuodet 1995–2005. Tarkasteltavana ajanjaksona tulee siten olemaan kohdeyrityksen 11 tilinpäätöstä.

ETLAn tilinpäätöstietokannasta poimitut Fazerin oikaistut tuloslaskelmat ja taseet on esitetty liitteessä 1. Osa esitetyistä luvuista on laskettu yrityksen vuosikertomuksista, koska muun muassa kirjanpitolain uudistuksen myötä ETLAn tietokannasta löytyviä erittelyjä ei ole enää tehty samassa laajuudessa kuin aikaisemmin. Kirjanpitolain uudistuksen myötä muun muassa käyttökateen tietoja ei ole enää raportoitu vuoden 1998 jälkeen, mutta oikaistuun tuloslaskelmaan käyttökate on kuitenkin sisällytetty. Fazerin tuloslaskelmassa ei ole eritelty vuokria omana eränä enää vuoden 1997 jälkeen. Sen sijaan vuokrat sisältyvät liiketoiminnan muihin kuluihin. Lisäksi ulkopuoliset palvelut, valmisteveraston lisäys, osinko- ja korkotuotot sekä korkokulut on eritelty vasta vuodesta 1999 alkaen tai sen jälkeen. Vähemmistöosuus on eritelty ensi kerran vuonna 1998. Taseen osalta vastaavaa puolen erittelyt on jätetty kokonaan tekemättä vuodesta 1999 lähtien, joten nämä erittelyt on poimittu yrityksen vuosikertomuksista. Edellä mainituista syistä Fazerin tilinpäätöserittelyissä on havaittavissa viimeisimmästä käytännöstä poikkeava jakso vuosina 1995–1998. Koska ETLAn tilinpäätöstietokannasta hankittu tilinpäätösaineisto on jo valmiiksi oikaistu, siirrytään seuraavaksi suoraan tunnuslukujen laskentaan. Perinteisen tilinpäätösanalyysin käsitteellisen mallin perustekijöiden ulottuuksia mitataan alla esitettyjen tunnuslukukaavojen avulla.

$$(1) \quad \text{Sijoitetun pääoman tuottosuhte} = 100 * \frac{\text{Nettotulos} + \text{Korkokulut}}{\text{Sijoitettu pääoma}}$$

$$(2) \quad \text{Oman pääoman tuottosuhte} = 100 * \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Oma pääoma} + \text{Varaukset} + \text{Arvostuserät}}$$

- (3)  $\text{Liikevaihdon muutos, \%} = 100 * \frac{\text{Liikevaihdon muutos edellisestä tilikaudesta}}{\text{Liikevaihto edellisellä tilikaudella}}$
- (4)  $\text{Rahoitustulossuhde} = 100 * \frac{\text{Rahoitustulos}}{\text{Liiketoiminnan tuotot}}$
- (5)  $\text{Quick ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus}}{\text{Lyhytaikaiset velat} - \text{Ennakkomaksut}}$
- (6)  $\text{Omavaraisuusaste} = 100 * \frac{\text{Oikaistu oma pääoma}}{\text{Vastattavaa yhteensä}}$
- (7)  $\text{Takaisinmaksukyky} = 100 * \frac{\text{Rahoitustulos}}{\text{Vastattavaa yhteensä} - \text{Oikaistu oma pääoma} - \text{Taseen ulkopuoliset vastuut}}$

Seuraavaksi Fazerille esitetään yllä mainitut seitsemän tunnuslukua vuosien 1995–2005 osalta. Saatujen tulosten perusteella suoritetaan yrityksen analysointi menneen kehityksen perusteella. Tämän avulla luodaan perusta strategisen tilinpäätösanalyysin seuraaville vaiheille. Taulukossa 3. on esitetty Fazerin tunnuslukujen kehitys vuosina 1995–2005. Lisäksi liitteessä 2. on kuvattu Fazerin tunnuslukujen aikasarjakuvaajat. Fazerin investoinnit ja useat merkittävät yrityskaupat näkyvät tunnusluvuissa elintarvikealan suhdannetilanteen ohella.

**Taulukko 3.** Oy Fazer Ab:n tunnusluvut vuosina 1995–2005.

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Sijoitetun pääoman tuottosuhde	9,8	13,0	11,1	11,2	12,5	11,4	12,4	10,2	10,7	9,7	8,2
Oman pääoman tuottosuhde	8,0	11,0	9,4	8,5	8,7	12,5	11,2	9,5	7,6	4,9	4,4
Liikevaihdon suhteellinen muutos	8,9	0,8	13,0	6,6	3,8	-18,0	16,0	6,6	3,6	4,9	7,6
Rahoitustulossuhde	6,8	7,8	7,1	7,2	7,1	10,2	9,0	8,7	8,0	6,7	6,5
Quick ratio	1,0	1,0	1,0	1,0	0,8	1,2	1,2	1,2	0,9	0,9	0,6
Omavaraisuusaste	45,0	52,0	54,9	54,6	57,0	66,0	69,0	73,0	71,0	69,0	63,0
Takaisinmaksukyky	17,0	25,0	25,9	27,3	32,8	46,2	48,5	55,9	47,4	37,9	28,9

Vuoden 1995 jälkeen sijoitetun pääoman tuottosuhteen kehitys on ollut melko tasaista vuoteen 2001 saakka. Tämän jälkeen vuodesta 2002 alkaen sijoitetun pääoman tuottosuhte on kääntynyt pääosin laskusuuntaiseksi, ja tuottosuhdetta voidaan kuvata vuosien 2004 ja 2005 osalta tyydyttäväksi, kun taso oli vuoteen 2003 saakka hyvä. Oman pääoman tuottosuhte on kehittynyt melko samalla tavalla kuin sijoitetun pääoman tuottosuhte, vaikkakin sen muutokset ovat olleet osittain jyrkempiä kuin sijoitetun pääoman tuottosuhteella. Vuodesta 2001 alkaen oman pääoman tuottosuhte on ollut jatkuvasti selvässä laskussa, ja se on pysytellyt vuotta 2000 lukuun ottamatta koko tarkasteluajan sijoitetun pääoman tuottosuhdetta matalampana. Oman pääoman tuottosuhteen taso ylittää kuitenkin koko tarkasteluajanjakson ajan selvästi markkinoiden riskitöntä korkotasoa korkeammalle. Tosin viimeisinä vuosina ero riskittömään korkokantaan on enää alle kolme prosenttiyksikköä. Riskittömänä vertailukorkona käytetään Suomen Pankin julkaisemia korkonoteerauksia; vuosien 1995–1998 osalta helibor-koron kolmen kuukauden noteerausta ja vuodesta 1999 alkaen euribor-koron kolmen kuukauden noteerausta. Oman pääoman tuottosuhdetta voidaan kuvata viimeisten vuosien osalta tyydyttäväksi. Fazerin kannattavuus on näin ollen laskenut hyvältä tasolta tyydyttävälle tasolle.

Fazerin kasvuprosessia kuvattaessa liikevaihdon suhteellinen muutos on ollut melko epävakaata tasoittuen kuitenkin hieman ajanjakson loppupuolella. Kun liikevaihdon kasvua tarkastellaan rahamääräisinä arvoina, voidaan kuitenkin havaita, että kehitys on ollut melko tasaisesti nousevaa lukuun ottamatta vuosien 1997 ja 2001 nopeaa kasvua sekä vuoden 2000 selvää notkahdusta. Fazer on kasvanut monena vuotena yritysostojen kautta, ja muun muassa vuosina 1997 ja 2001 yritysostojen vaikutus liikevaihdon kasvuun on ollut jopa suurempi kuin yrityksen orgaanisen kasvun vaikutus. Vuoden 2000 jyrkkää laskua selittää Fazer Makeisten yhdistyminen Cloetta AB:n kanssa Cloetta Fazer AB:ksi. Vuonna 2000 syntyneestä uudesta yrityksestä tuli Fazerin osakkuusyhtiö, eikä kyseisen liiketoiminnon liikevaihto enää sisältynyt Fazer konsernin liikevaihtoon. Tämän seurauksena tunnusluvun osoittajassa oleva liikevaihdon muutos edellisestä tilikaudesta muodostui negatiiviseksi, ja yrityksen kasvu oli negatiivista. Yrityksen ilmoittaman vertailukelpoisen liikevaihdon puitteissa vuoden 2000 kokonaiskasvu oli kuitenkin peräti 14,3 prosenttia suurelta osin orgaanisen kasvun ansiosta, mutta myös yritysostot tuottivat noin kolmanneksen vertailukelpoisesta kasvusta. Yrityksen kasvu on kahtena viimeisenä vuotena ollut jälleen nopeutumassa.

Fazerin tulorahoituksen riittävyttä eli dynaamista maksuvalmiutta mittaava rahoitusolosuhde on kehittynyt tarkasteluajanjakson alkuvuosina suhteellisen tasaisesti. Vuonna 2000 tunnusluku on noussut selvästi ja saavuttanut hyvän tason. Selvään nousuun on

vaikuttanut Fazer Makeistoimialan yhdistyminen Cloetta AB:n kanssa, jolloin vuoden 2000 liikevaihto on ollut huomattavasti aiempaa pienempi, kun samalla rahoitustuotot ovat olleet rahoituskuluja suuremmat eikä yritykselle ole syntynyt maksettavia välittömiä veroja. Tämän johdosta rahoitustulos on kasvanut huomattavasti edellisestä vuodesta, jolloin pienemmillä liiketoiminnan tuotoilla on saatu aikaan selvästi parempaa tulosta. Tämän jälkeen suuntaus on kuitenkin ollut joka vuosi laskeva, ja rahoitustulosuhde on palautunut viimeisinä tarkasteluvuosina tyydyttävälle tasolle. Tarkasteluajanjakson loppupuoliskolla rahoitustulos on kasvanut vain hieman ja loppuvuosina jopa pienentynyt, kun samanaikaisesti liiketoiminta on kasvanut. Tunnusluku on kuitenkin yhä selvästi positiivinen. Perinteistä eli staattista maksuvalmiutta kuvaava quick ratio tunnusluku on kehittynyt vuotta 1999 lukuun ottamatta suotuisasti vuoteen 2002 asti. Vuosien 2000–2002 hyvältä tasolta quick ratio on laskenut selvästi päätyen koko tarkasteluajanjakson heikoimmalle tasolle vuonna 2005. Tunnusluku lähestyy tyydyttävän ja heikon rajaa. Vuosina 1999 ja 2003–2005 quick ratio tunnusluvun laskussa näkyy lisääntynyt lyhytaikaisen vieraan pääoman määrä.

Vakavaraisuutta kuvaava omavaraisuusaste on erinomainen. Se on kehittynyt erittäin hyvin vuodesta 1995. Kolmena viimeisenä tarkasteluvuotena omavaraisuusaste on laskenut, mutta pysynyt kuitenkin yhä erinomaisella tasolla. Samanlainen kehityssuunta on ollut myös toisella vakavaraisuuden mittarilla eli takaisinmaksukyvyllä. Senkin kehitys on ollut hyvin myönteistä, mutta kolmena viimeisenä vuotena taso on ollut selkeästi laskeva. Koko tarkasteluajanjakson keskimääräinen vieraan pääoman takaisinmaksuaika on ollut vähän yli 3 vuotta, ja vuonna 2005 takaisinmaksuajaksi muodostui noin 3,5 vuotta. Näiden mittareiden perusteella Fazer on ollut erittäin vakavarainen yritys.

Noin vuodesta 2002 lähtien tunnusluvut ovat olleet lähes jatkuvassa laskussa. Ne ovat päätyneet tyydyttävälle tasolle ja osa on laskenut jopa lähelle heikon rajaa. Fazerin kannattavuus ja maksuvalmius ovat heikentyneet selvästi, vaikkakin Fazerin kannattavuus on pysynyt melko lähellä hyvää tasoa. Vuonna 2005 Fazer hankki Cloetta Fazerin ja Zvjozdnyi-leipomon osakkeita lainarahoituksella, mikä osaltaan heikensi quick ratiota ja vakavaraisuutta, joka oli kuitenkin edelleen hyvällä tasolla. Liitteessä 3. esitettyjen aikasarjakorrelaatioiden perusteella vakavaraisuuden tunnusluvut eli omavaraisuusaste ja takaisinmaksukyky korreloivat lähes täydellisesti keskenään ja korrelaatio on positiivista. Positiivista ja merkitsevää korrelaatiota löytyy myös kannattavuuden tunnuslukujen kesken, maksuvalmiuden tunnuslukujen kesken sekä oman pääoman tuottosuhteen ja maksuvalmiuden tunnuslukujen väliltä. Lisäksi merkitsevää positiivista korrelaatiota esiintyy rahoitustulosuhteen ja takaisinmaksukyvyyn välillä. Sen sijaan liikevaihdon

suhteellinen muutos ei käytettävissä olevan aineiston perusteella juurikaan korreloi muiden tunnuslukujen kanssa. Vaikka Fazerin tunnusluvut ovatkin olleet laskussa, ei kyse ole taloudellisesta kriisistä.

Fazerin tilinpäätöksistä voidaan erottaa kolme strategista vaihetta. Ensimmäisenä strategisena vaiheena voidaan pitää vuosia 1995–1999, jolloin Fazer kehittyi kohti nykyistä kolmen toimialan liiketoimintoa kattavaa yritystä. Tällä ajanjaksolla kasvu ja kannattavuus kehittyivät melko tasaisesti. Toinen strateginen vaihe ajoittuu vuosille 2000–2002. Yritys on kasvanut merkittävän Fazer Makeistoimialan osakkuusyhtiöksi muuttumisen jälkeen melko ripeästi ja sen kannattavuus on pysynyt hyvin kasvun vauhdissa. Kolmas ja viimeinen strateginen vaihe muodostuu vuosista 2003–2005, jolloin kasvun ja kannattavuuden suhteessa on havaittavissa selvää heikentymistä. Yritys on edelleen jatkanut kasvua, mutta sen kannattavuus on lähtenyt selvään laskuun.

Strategisen tilinpäätösanalyysin perustaksi laaditaan tulo-menopohjainen kassavirtalaskelma. Liitteessä 4. havainnollistetaan kaava, jonka perusteella kohdeyritykselle lasketaan tulo-menopohjainen kassavirtalaskelma. Laskentakaava on mukaelma Laitisen (2002: 93–94) esittämästä tulomenovirran laskentakaavasta. Liitteessä 4. kuvatus kaavan perusteella Fazerille on laskettu liitteessä 5. esitetty erittely tulo-menovirtalaskelmaksi. Esitetystä virtalaskelmasta käyvät muun muassa ilmi Fazerin lyhyt- ja pitkävaikutteiset menot, joita tarkastellaan seuraavaksi kasvuprosessin mallintamisen yhteydessä.

## **5.2. Oy Karl Fazer Ab:n kasvuprosessi**

Yrityksen kasvuprosessin estimoinnissa käytetään hyväksi yrityksen menojen kehitystä. Fazerille lasketut menosarjat käyvät ilmi taulukosta 4. Fazerin kokonaismenojen kasvu on ollut vuoden 2000 jälkeen joka toinen vuosi melko nopeaa, kun taas väliin jäävinä vuosina 2002 ja 2004 menot ovat kasvaneet vain vähän. Kokonaismenojen kasvu on siis ollut melko epätasaista viime vuosina. Huomattavan enemmistön, yli 93 prosenttia, menoista muodostavat lyhytvaikutteiset menot, joiden kasvu on ollut tasaista vuoden 2001 jälkeen sijoittuen 3,8–7,8 prosentin välille. Sen sijaan pitkävaikutteisten menojen kasvu on ollut varsin epätasaista, ja ne ovat kasvaneet erityisesti vuosina 2003 ja 2005 hyvin nopeasti. Koko tarkasteluajanjakson osalta pitkävaikutteiset menot ovat muodostaneet runsaat 6 prosenttia kokonaismenoista. Pitkävaikutteiset menot ovat kuitenkin peräti yli

kolminkertaistuneet viimeisenä tarkasteluvuotena, mikä nostaa niiden osuuden kokonaismenoista runsaaseen 12 prosenttiin vuonna 2005.

Taulukossa 4. on lisäksi esitetty Fazerin logaritmiset menot. Logaritmiset menot on laskettu edellisen kauden menojen,  $M_{t-1}$ , ja kyseisen kauden menojen kasvun ( $g$ ) avulla. Logaritmisten menojen laskelmissa on siis käytetty seuraavaa kaavaa:

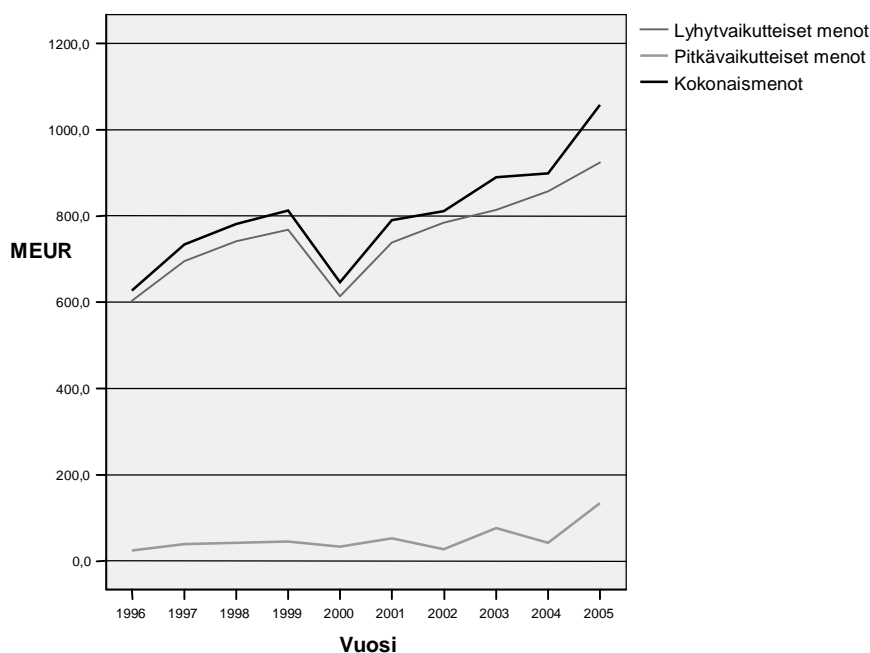
$$(8) \quad \ln M_t = \ln M_{t-1} + \ln(1 + g).$$

Logaritmiset menosarjat tuovat selkeämmin esille Fazerin pitkävaikutteisissa menoissa tapahtuneita muutoksia. Fazer on investoinut voimakkaasti viime vuosina, ja tämä on havaittavissa myös kyseisen menosarjan kehityksestä. Toisaalta Fazer on ollut jatkuvasti erittäin vakavarainen yhtiö, joten sillä on selkeästi ollut ja on edelleen varaa tehdä isompiakin yritysostoja vakavaraisuuden siitä suuresti kärsimättä. Vaikka mittavat investoinnit erityisesti Fazer Leipomoissa ja Fazer Amicassa ovatkin heikentäneet yhtiön tunnuslukuja, luovat nämä panostukset kuitenkin uutta tulevaisuuden potentiaalia yritykselle.

**Taulukko 4.** Oy Karl Fazer Ab:n menosarjat vuosille 1996–2005.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Yht.	Osuus (%)
Lyhytvaik. menot	602,6	694,6	740,3	767,8	613,1	738,1	783,9	813,5	857,2	924,2	7535,3	93,62
Kasvu-%		15,3	6,6	3,7	-20,1	20,4	6,2	3,8	5,4	7,8		
Ln (Meno)	6,40	6,54	6,61	6,64	6,42	6,60	6,66	6,70	6,75	6,83		
Kasvu		0,1421	0,0637	0,0365	-0,2250	0,1856	0,0602	0,0371	0,0523	0,0753		
Pitkävaik. menot	24,4	39,5	41,0	44,9	32,9	52,5	26,5	75,8	42,0	133,9	513,4	6,38
Kasvu-%		61,9	3,8	9,5	-26,7	59,6	-49,5	186,0	-44,6	218,8		
Ln (Meno)	3,19	3,68	3,71	3,80	3,49	3,96	3,28	4,33	3,74	4,90		
Kasvu		0,4817	0,0373	0,0909	-0,3110	0,4673	-0,6837	1,0510	-0,5904	1,1594		
Kokonaismenot	627,0	734,1	781,3	812,7	646,0	790,6	810,4	889,3	899,2	1058,1	8048,7	100,00
Kasvu-%		17,1	6,4	4,0	-20,5	22,4	2,5	9,7	1,1	17,7		
Ln (Meno)	6,44	6,60	6,66	6,70	6,47	6,67	6,70	6,79	6,80	6,96		
Kasvu		0,1577	0,0623	0,0394	-0,2296	0,2020	0,0247	0,0929	0,0111	0,1627		

Fazerin menojen kehitys on esitetty myös graafisesti kuviossa 2. Kuviosta voidaan helposti nähdä, että vain lyhytvaikutteisten menojen kasvu on ollut tarkasteluajanjakson loppupuolella varsin tasaista. Suuret muutokset pitkävaikutteisissa menoissa ovat heiluttaneet myös kokonaismenojen kasvukäyrää.



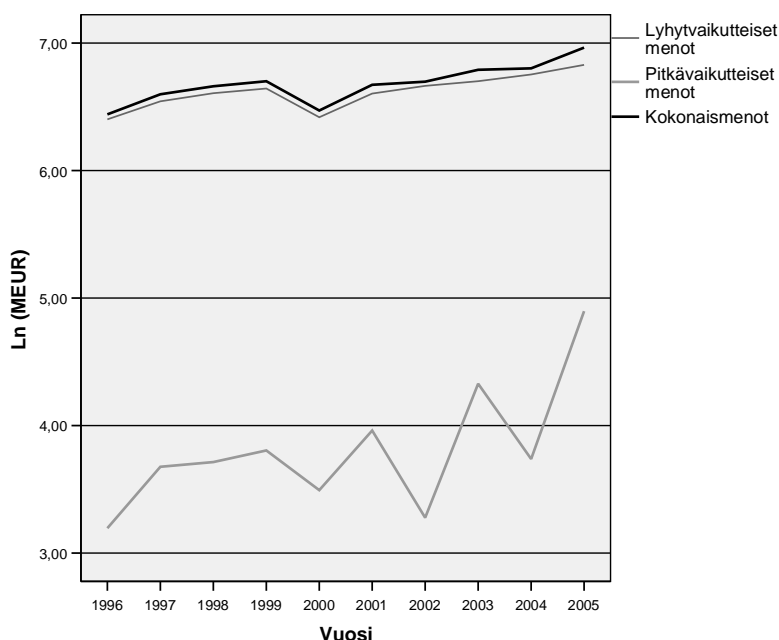
**Kuvio 2.** Oy Karl Fazer Ab:n menojen kehitys vuosina 1996–2005.

Kuviossa 3. on kuvattu Fazerin logaritmiset menosarjat. Tästä kuviosta käy vielä selkeämmin ilmi, että erityisesti Fazerin pitkävaikutteiset menot ovat kehittyneet erittäin epätasaisesti. Tämä heilahtelu on myös havaittavissa, vaikkakin huomattavasti lievempänä, kokonaismenojen kasvun kehityksessä. Lyhytvaikutteisten menojen, pitkävaikutteisten menojen ja kokonaismenojen kasvu on noudattanut tasaista kasvua vuosina 1997–1999, kunnes jokaisessa menosarjassa on nähtävissä vuonna 2000 selvä notkahdus. Tämän jälkeen jälleen vuosina 2001–2005 lyhytvaikutteiset menot ovat jatkaneet lähes tasaista kasvuaan.

Fazerin kasvuprosessin mallintaminen tullaan siten tekemään ajanjaksolle 2001–2005, vaikka pitkävaikutteisten menojen heilahtelu saa myös kokonaismenojen kasvun lievästi heilahtelemaan. Fazerin halu kasvattaa toimintaansa erityisesti Venäjällä ja myös Baltiassa pitää menojen kehityksen suurella todennäköisyydellä kasvussa myös lähitulevai-



suudessa. Investoinnit, mukaan lukien uusien yritysten hankinta, kuuluvat edelleen yhtiön strategiaan pyrkimyksessä kohti johtavaa asemaa valituilla markkinoilla.



**Kuvio 3.** Oyj Karl Fazer Ab:n logaritmistien menojen kehitys vuosina 1996–2005.

Taulukossa 5. on esitetty Fazerin menosarjojen tasoittaminen ja niiden keskimääräiset kasvunopeudet. Tasoitetut menot on laskettu kolmen vuoden keskiarvoina vuosille 2001–2003 ja 2003–2005. Keskimääräiset kasvuvauhdit on laskettu seuraavan kaavan mukaan:

$$(9) \quad g = [(M_2 / M_0)^{1/2} - 1] * 100.$$

Lyhytvaikutteisten menojen kasvunopeus on 5,41 prosenttia, kun taas investointien kasvuvauhti on 27,51 prosenttia. Kokonaismenojen kasvuvauhdiksi muodostuu 6,91, joka on 1,5 prosenttiyksikköä lyhytvaikutteisia menoja suurempi. Fazer on siis panostanut enemmän tuotannontekijöihin, joilla on pitkäaikaisia vaikutuksia yhtiön tulevaisuuden potentiaaliin.

**Taulukko 5.** Oy Karl Fazer Ab:n tasoitetut menot ja kasvunopeus vuosina 2001–2005.

	200112	200212	200312	200412	200512
Lyhytvaikutteiset menot	738,10	783,90	813,50	857,20	924,20
Tasoitetut menot		<b>778,50</b>		<b>864,97</b>	
Kasvu-%	<b>5,41</b>				
Pitkävaikutteiset menot	52,50	26,50	75,80	42,00	133,90
Tasoitetut menot		<b>51,60</b>		<b>83,90</b>	
Kasvu-%	<b>27,51</b>				
Kokonaismenot	790,60	810,40	889,30	899,20	1058,10
Tasoitetut menot		<b>830,10</b>		<b>948,87</b>	
Kasvu-%	<b>6,91</b>				

Fazerin kasvuprosessia vuosina 2001–2005 on estimoitu myös regressioanalyysin avulla. Nämä tulokset on esitetty taulukossa 6. Regressioanalyysillä estimoidut tulokset ovat lähellä yksinkertaisella tasoituksella laskettuja arvoja, kun kasvuprosenteiksi saadaan lyhytvaikutteisille menoille 5,54, pitkävaikutteisille menoille 26,28 ja kokonaismenoille 7,11. Selitysasteet ovat hyviä lyhytvaikutteisilla ja kokonaismenoilla, mutta jatkuvassa muutostilassa olevia pitkävaikutteisia menoja malli ei selitä kovinkaan hyvin. Tuloksia voidaan kuitenkin käyttää, koska jatkossa tarkastellaan vain kokonaismenoja, joiden osalta malli voidaan hyväksyä.

**Taulukko 6.** Oy Karl Fazer Ab:n menojen kasvunopeus regressioanalyysillä estimoituna vuosina 2001–2005.

	Lyhytvaikutteiset menot	Pitkävaikutteiset menot	Kokonaismenot
<b>Estimaatit:</b>			
Selitysaste	0,9873	0,3636	0,8958
$\ln M_0$	6,6026	3,5735	6,6479
$\ln ( 1 + g )$	0,0539	0,2333	0,0687
<b>Lasketut arvot:</b>			
$M_0$	737,0414	35,6428	771,1840
$g$	0,0554	0,2628	0,0711

Taulukossa 7. on puolestaan esitetty Fazerin toteutuneiden kokonaismenojen kehitys vuosina 2001–2005, sekä kokonaismenojen mallinnukset regressioanalyysin ja tasoituksen avulla. Regressioanalyysillä mallinnetut kokonaismenot kuvaavat toteutuneita ko-

konaismenoja kokonaisuudessaan jonkin verran paremmin kuin tasoituksella mallinnetut kokonaismenot. Virheprosentit jäävät melko pieniksi molempien mallinnojen ja toteutuneiden menojen välillä, ja vakioisen kasvuvauhdin mallia voidaan näin ollen soveltaa Fazerille.

**Taulukko 7.** Oy Karl Fazer Ab:n toteutuneet ja mallinnetut kokonaismenot.

	200112	200212	200312	200412	200512	200612
Toteutuneet kokonaismenot	790,6	810,4	889,3	899,2	1058,1	
Mallinnus (regressioanalyysi, $g = 0,0711$ ) $\alpha$	771,2	826,0	884,7	947,7	1015,0	1087,2
Poikkeama (%)	2,5	-1,9	0,5	-5,1	4,2	
Mallinnus (tasoitus, $g = 0,0691$ ) #	790,6	845,2	903,6	966,1	1032,8	1104,2
Poikkeama (%)	0,0	-4,1	-1,6	-6,9	2,4	

$\alpha$  = aloitus estimoidusta arvosta, # = aloitus toteutuneesta arvosta

### 5.3. Oy Karl Fazer Ab:n tulontuottamisprosessi

Tulontuottamisprosessin estimoiminen vaatii tietoja yrityksen kokonaismenoista ja kokonaistuloista. Nämä tiedot yhdessä edellisen kauden tulojen kanssa on esitetty Fazerille taulukossa 8. vuosien 1997–2005 osalta. Fazerin viimeinen strateginen vaihe vuosina 2001–2005 on varjostettu taulukkoon. Tulontuottamisprosessin yhteydessä esiintyvät seuraavat parametrit:

- $T_t$ , kauden t kokonaistulot
- $T_{t-1}$ , edellisen kauden kokonaistulot
- $M_t$ , kauden t kokonaismenot
- $g$ , kasvunopeus
- $d$ , tulojakauman parametri
- $L$ , menojen keskimääräinen sitoutumisaika
- $r$ , sisäinen korkokanta
- $k$ , menojen ja tulojen välinen viive
- $R/M$ , kate
- $T$ , tulo-menosuhde
- $P_t$ , kauden t kulut
- $A_t$ , kauden t omaisuus (käyttöomaisuus ja vaihto-omaisuus)
- $A_{t-1}$ , edellisen kauden omaisuus (käyttöomaisuus ja vaihto-omaisuus).

**Taulukko 8.** Oy Karl Fazer Ab:n kokonaistulot ja kokonaismenot vuosina 1997–2005.

Kausi	$T_t$	$T_{t-1}$	$M_t$	Vuosi
1	757,5	670,4	734,1	1997
2	810,2	757,5	781,3	1998
3	842,4	810,2	812,7	1999
4	685,1	842,4	646,0	2000
5	792,8	685,1	790,6	2001
6	846,8	792,8	810,4	2002
7	885,6	846,8	889,3	2003
8	921,9	885,6	899,2	2004
9	991,5	921,9	1058,1	2005

Tulontuottamisprosessin mallintamisessa käytetään apuna regressioanalyysia, joka tuottaa tuloksena estimaatit tulojakauman parametrille  $d$  ja menojen keskimääräiselle sitoutumisajalle  $L$ . Estimaatit ja niiden perusteella lasketut arvot on esitetty taulukossa 9. kausille 1997–2005 ja 2001–2005. Regressioanalyysin tulosten selityksaste on molemissa tapauksissa lähes 100 prosenttia käytettäessä aineistona sekä koko kautta 1997–2005 että viimeistä strategista kautta 2001–2005. Yhtiön strateginen käyttäytyminen on muuttunut tarkasteluajanjakson aikana, ja siksi esitetyt tulokset poikkeavat toisistaan kahden eripituisen ajanjakson välillä. Tästä syystä Fazerin tulontuottamisprosessin tuloksia käsitelläänkin seuraavaksi vain viimeisen strategisen vaiheen osalta. Regressioanalyysin tuloksina saatujen estimaattien  $d$  ja  $L$  perusteella on laskettu muut tekijät seuraavaksi esitettävien kaavojen mukaisesti.

$$(10) \quad r = (1 - L - d)/(L - 1)$$

$$(11) \quad k = d/(1 - d)$$

$$(12) \quad R/M = (1 + r - d)/[(1 + r)(1 - d)]$$

$$(13) \quad T = (1 + r - d)(1 + g)/[(1 + g - d)(1 + r)]$$

$$(14) \quad (\text{Realisointipoisto}) \quad P_t/M_t = (1 + r - d)(1 + g)/[(1 + g)(1 + r) - d]$$

$$(15) \quad (\text{Realisointipoisto}) \quad A_t/M_t = d(1 + g)/[(1 + g)(1 + r) - d]$$

$$(16) \quad (\text{Suhteellinen poisto}) \quad P_t/M_t = (1 + g)(1 - d)/(1 + g - d)$$

$$(17) \text{ (Suhteellinen poisto) } A_t / M_t = d(1 + g)/(1 + g - d)$$

$$(18) \text{ (Annuiteettipoisto) } P_t / M_t = [(1 + g - d)(1 + r) - dg]/[(1 + g - d)(1 + r)]$$

$$(19) \text{ (Annuiteettipoisto) } A_t / M_t = d(1 + g)/[(1 + r)(1 + g - d)]$$

$$(20) T_t = dT_{t-1} + LM_t$$

**Taulukko 9.** Oy Karl Fazer Ab:lle lasketut regressioanalyysin tulokset.

	Kausi 1997-2005	Kausi 2001-2005
<b>Estimaatit:</b>		
Selitysaste	0,9991	0,9994
d	0,2401	0,6014
$L = (1 + r - d) / (1 + r)$	0,7796	0,4369
<b>Lasketut arvot:</b>		
r	0,0895	0,0681
k	0,3160	1,5090
R / M	1,0260	1,0962
T	1,0049	0,9964
<b>Realisointipoisto:</b>		
$P_t / M_t$	0,9816	0,9212
$A_t / M_t$	0,2775	1,1873
<b>Suhteellinen poisto:</b>		
$P_t / M_t$	0,9795	0,9090
$A_t / M_t$	0,3096	1,3716
<b>Annuiteettipoisto:</b>		
$P_t / M_t$	0,9811	0,9148
$A_t / M_t$	0,2841	1,2842
<b>Toteutunut vuonna 2005:</b>		
$P_t / M_t$		0,9043
$A_t / M_t$		0,4344

Tulosten perusteella Fazerin kokonaistuloista 60,1 prosenttia syntyvät viiveellä, ja kokonaismenot tuottavat samalla kaudella tuloja 43,7 prosenttia suhteessa itseensä. Fazerin kokonaismenojen sisäinen korko eli kannattavuus on tulosten mukaan 6,8 prosenttia. Tämä tulos jää alle aikaisemmin perinteisessä tilinpäätösanalyysissä esitettyjen pääoman tuottosuhteiden lukuun ottamatta kahden viimeisen vuoden oman pääoman tuot-

tosuhdetta, jolloin kyseinen tunnusluku on laskenut alle 5 prosentin. Tulojakauman parametrin arvo 0,6014 vastaa keskimääräistä 1,5 vuoden sitoutumisaikaa. Tulosten perusteella kate on 1,10, minkä perusteella katetta syntyy 10 senttiä jokaista investoitua euroa kohti keskimäärin 1,5 vuoden kuluttua. Kasvunopeuden, sisäisen koron ja tulojakauman parametrin perusteella laskettu tulo-menosuhde on 0,9964. Tämä tulos on lähellä vuonna 2005 toteutunutta arvoa 0,9371, joka käy ilmi taulukosta 11. Tulo-menosuhteen perusteella Fazerin tulot jäävät hieman yhtiön menoja pienemmiksi, joten yhtiö on kasvanut vähän nopeammin kuin se on tuottanut tuloja.

Taulukossa 9. on myös kuvattu eri poistoteorioiden mukaan lasketut arvot kulu-menosuhteelle ja omaisuuden suhteelle menoihin. Tulosten perusteella suhteellinen poisto kuvaa lähes täydellisesti vuonna 2005 toteutunutta kulu-menosuhdetta. Toisaalta realisointipoiston arvo omaisuuden suhteelle menoihin on lähimpänä vuonna 2005 toteutunutta arvoa. Taulukossa 10. on puolestaan kuvattu eri poistomenetelmillä Fazerille lasketut tunnusluvut edellä mainittujen viimeisen strategisen kauden estimaattien avulla sekä lisäksi Fazerin tilinpäätöksestä lasketut vuonna 2005 toteutuneet arvot. Laskelmissa käytetyt kauden omaisuus ja edellisen kauden omaisuus sisältävät taseen pysyvien vastaavien käyttöomaisuuden ja taseen vaihtuvien vastaavien vaihto-omaisuuden, mutta vaihtuvien vastaavien rahoitusomaisuus jää laskelmien ulkopuolelle. Ensimmäisenä esitetty omaisuuden kiertonopeutta kuvaava tunnusluku ylittää todellisuudessa selkeästi kaikki teoreettiset tunnusluvut, kun taas toisena esitetty voittoprosentti puolestaan alittaa kaikki teoreettiset tunnusluvut. Toteutunut sijoitetun pääoman tuottosuhte sijoittuu teoreettisten tunnuslukuarvojen väliin. Viimeistä tunnuslukua lukuun ottamatta lähimmäksi toteutuneita arvoja päästään realisointipoistolla.

Fazerin tunnusluvun voitto/tulot toteutunut arvo 0,0350 alittaa siis myös lähimmäksi pääsevän realisointipoistolla lasketun tunnusluvun arvon 0,0755. Menot on näin ollen kirjattu realisointipoistoakin nopeammin kuluiksi ainakin vuonna 2005. Vaikka nopea kulujen kirjaaminen pienentää omaisuuden tasearvoja, ovat Fazerin kulut olleet niin suuret verrattuna kokonaistuloihin, että pääoman tuottosuhte jää selvästi pienemmäksi (0,0938) kuin realisointipoistolla laskettuna (0,2716). Tämän perusteella Fazerin tilinpäätöksessä on esitetty vuonna 2005 pienempi omaisuuden tasearvo käyttöomaisuuden ja vaihto-omaisuuden osalta sekä suuremmat kulut kuin realisointipoiston perusteella mallin estimaatit osoittavat.

**Taulukko 10.** Oy Karl Fazer Ab:lle lasketut tunnusluvut eri poistoteorioihin perustuen.

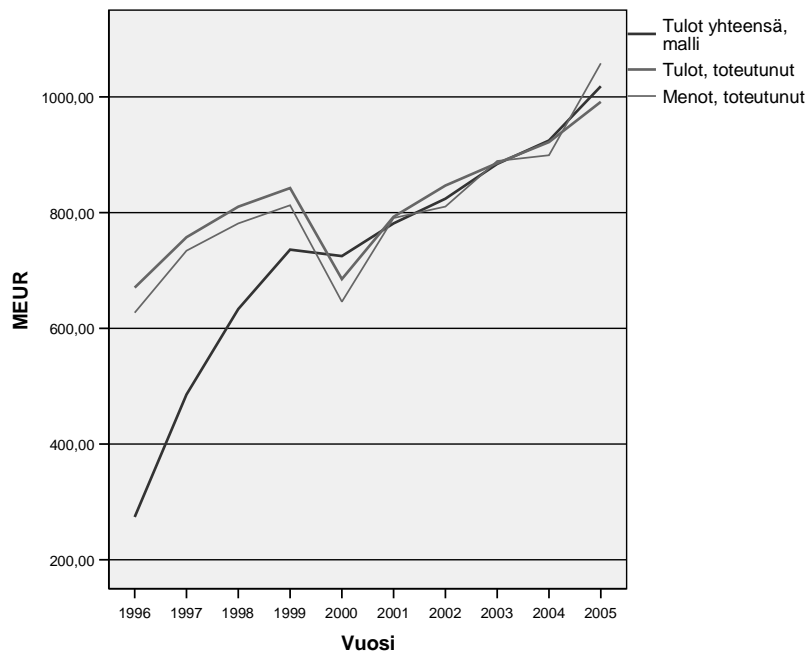
Kaava	Tunnusluku	Realisointi-poisto	Suhteellinen poisto	Annuiteetti-poisto	Toteutunut 2005
1. $T_t / A_t$	Tulot / Omaisuus	0,8392	0,7264	0,7759	2,1573
2. $(T_t - P_t) / T_t$	Voitto / Tulot	0,0755	0,0878	0,0819	0,0350
3. $(T_t - P_t) / A_{t-1}$	Voitto / Omaisuus(t-1)	0,2716	0,0595	0,0681	0,0938

Seuraavaksi taulukossa 11. kuvataan Fazerin tulontuottamisprosessi vuosina 1996–2005. Tulontuottamisprosessi on mallinnettu vuosille 2001–2005 estimoitujen arvojen,  $d=0,6014$  ja  $L=0,4369$ , perusteella. Menojen osalta laskelmissa on käytetty pelkästään Fazerin toteutuneita, ei mallinnettuja, kokonaismenoja. Lisäksi taulukossa esitetään Fazerin toteutuneet kokonaistulot, joihin estimoituja tuloja on verrattu. Estimoidut tulot syntyvät aluksi hitaasti, ja ero toteutuneisiin tuloihin on hyvin suuri. Viimeisen strategisen vaiheen alettua vuonna 2001 ero on kuitenkin nopeasti pienentynyt vaihdellen vaiheen aikana -2,69 ja 2,71 prosentin välillä. Vuosina 2003 ja 2004 estimoidut tulot poikkeavat vain alle prosentin toteutuneista tuloista. Fazerin mallinnettu tulontuottamisprosessi näyttää siis toimivan hyvin viimeisen strategisen vaiheen aikana.

**Taulukko 11.** Oy Karl Fazer Ab:n tulontuottamisprosessi vuosina 1996–2005.

Kausi	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Vuosi	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Tulot: $T_9$										462,29
Tulot: $T_8$									392,86	236,28
Tulot: $T_7$								388,54	233,68	140,55
Tulot: $T_6$							354,07	212,95	128,08	77,03
Tulot: $T_5$						345,41	207,75	124,95	75,15	45,20
Tulot: $T_4$					282,24	169,75	102,09	61,40	36,93	22,21
Tulot: $T_3$				355,07	213,55	128,44	77,25	46,46	27,94	16,81
Tulot: $T_2$			341,35	205,30	123,48	74,26	44,67	26,86	16,16	9,72
Tulot: $T_1$		320,73	192,90	116,02	69,78	41,97	25,24	15,18	9,13	5,49
Tulot: $T_0$	273,94	164,76	99,09	59,60	35,84	21,56	12,97	7,80	4,69	2,82
Tulot yhteensä, malli	273,94	485,49	633,34	735,99	724,89	781,39	824,03	884,14	924,62	1018,39
<b>Tulot: <math>T_t</math> toteutunut</b>	<b>670,40</b>	<b>757,50</b>	<b>810,20</b>	<b>842,40</b>	<b>685,10</b>	<b>792,80</b>	<b>846,80</b>	<b>885,60</b>	<b>921,90</b>	<b>991,50</b>
<b>Poikkeama, %</b>	-59,14	-35,91	-21,83	-12,63	5,81	-1,44	-2,69	-0,16	0,29	2,71
<b>Menot: <math>M_t</math> toteutunut</b>	<b>627,00</b>	<b>734,10</b>	<b>781,30</b>	<b>812,70</b>	<b>646,00</b>	<b>790,60</b>	<b>810,40</b>	<b>889,30</b>	<b>899,20</b>	<b>1058,10</b>
	$M_0$	$M_1$	$M_2$	$M_3$	$M_4$	$M_5$	$M_6$	$M_7$	$M_8$	$M_9$
$T_t / M_t$	1,0692	1,0319	1,0370	1,0365	1,0605	1,0028	1,0449	0,9958	1,0252	0,9371

Mallinnetut tulot on sijoitettu kuvioon 4. yhdessä toteutuneiden tulojen ( $T_t$ ) ja toteutuneiden menojen ( $M_t$ ) kanssa. Kuviostakin voidaan nähdä, miten mallinnetut tulot asettuvat viimeisinä vuosina samalle tasolle toteutuneiden tulojen kanssa.



**Kuvio 4.** Oy Karl Fazer Ab:n tulojen ja menojen kehitys.

#### 5.4. Oy Karl Fazer Ab:n rahoitusprosessi

Yrityksen rahoitusprosessin mallintaminen vaatii aiempia prosesseja enemmän parametreja. Aikaisemmissa vaiheissa lasketut parametrit  $r$ ,  $g$  ja  $d$  ovat olennaisia myös rahoitusprosessissa, mutta prosessia varten estimoidaan lisäksi kuusi uutta rahoitusparametria. Rahoitusprosessin mallinnuksessa käytetään seuraavia parametreja:

- $r$ , sisäinen korkokanta
- $g$ , kasvunopeus
- $d$ , tulojakauman parametri
- $H$ , rahoitusomaisuuden suhde menoihin
- $h$ , rahoitusomaisuuden tuotto
- $f$ , verokanta
- $i$ , korkokanta
- $o$ , osingonjakosuhte



- v, vieraan pääoman rahoitussuhde
- $M_0$ , kokonaismenot kaudella 0

Taulukossa 12. on esitetty Fazerin uusille rahoitusparametreille lasketut suhdeluvut vuosina 1996–2005 ja painotetut keskiarvot laskettuna viiden vuoden jaksoille. Lasketut suhdeluvut perustuvat Fazerin toteutuneisiin tuloslaskelman ja taseen eriin. Rahoitusvajetta laskettaessa huomioon on otettu rahoitustuottojen ja -kulujen ohella myös satunnaiset tuotot ja kulut. Lisäksi viimeisenä taulukossa 12. on esitetty myöhemmin laskelmissa tarvittava kulujen ja menojen suhde P. Parametrin P kulut on saatu vähentämällä liikevaihdosta liiketulos.

**Taulukko 12.** Oy Karl Fazer Ab:n rahoitusparametrien kehitys vuosina 1996–2005.

		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1) H	Rahoitusomaisuus <sub>t</sub> / Kokonaismenot <sub>t</sub>	0,1886	0,1807	0,1750	0,1659	0,2584	0,2164	0,2568	0,2149	0,2240	0,1790
	Painotettu keskiarvo (5 vuotta)					0,1914	0,1972	0,2129	0,2208	0,2326	<b>0,2161</b>
2) h	Rahoitustuotot <sub>t</sub> / Rahoitusomaisuus <sub>t-1</sub>	0,0423	0,0000	0,0162	0,0322	0,0396	0,0348	0,0380	0,0245	0,0576	0,0119
	Painotettu keskiarvo (5 vuotta)					0,0268	0,0238	0,0296	0,0311	0,0359	<b>0,0320</b>
3) f	Tuloverot <sub>t</sub> / Verotettava tulos <sub>t</sub>	0,3179	0,2842	0,3355	0,3367	0,0161	0,0916	0,0193	0,2768	0,2984	<b>0,3286</b>
	Painotettu keskiarvo (5 vuotta)					0,2180	0,1741	0,1127	0,1169	0,1106	0,1726
4) i	Korkokulut <sub>t</sub> / Vieras pääoma <sub>t-1</sub>	0,0268	0,0002	0,0266	0,0190	0,0145	0,0218	0,0201	0,0186	0,0610	<b>0,0277</b>
	Painotettu keskiarvo (5 vuotta)					0,0179	0,0162	0,0204	0,0186	0,0269	0,0302
5) o	Osingot <sub>t</sub> / Tilikauden tulos <sub>t</sub>	0,4286	0,2156	0,7703	0,3129	0,2389	0,3860	0,3038	0,8086	1,0187	0,6474
	Painotettu keskiarvo (5 vuotta)					0,3316	0,3333	0,3427	0,3727	0,4569	<b>0,5487</b>
6) v	Vieraan pääoman lisäys <sub>t</sub> / Rahoitusvaje <sub>t</sub>	0,9401	0,2308	3,0501	0,6108	1,1388	0,9660	0,7310	1,6585	1,0472	<b>0,9605</b>
	Painotettu keskiarvo (5 vuotta)					0,9073	0,8787	0,8569	0,7572	0,7359	1,1823
7) P	Kulut <sub>t</sub> / Kokonaismenot <sub>t</sub>	1,0032	0,9754	0,9838	0,9785	1,0027	0,9486	0,9985	0,9380	0,9860	0,9043
	Painotettu keskiarvo (5 vuotta)					0,9877	0,9769	0,9817	0,9715	0,9733	<b>0,9526</b>

Taulukossa 12. ensimmäisenä kuvattu parametri H kuvaa rahoitusomaisuuden suhdetta kokonaismenoihin. Suhdeluvun aikasarja on laskenut alkuvuosina tasaisesti lähes 19

prosentin tasolta reilun 16 prosentin tasolle. Vuonna 2000 taso on noussut voimakkaasti lähes 26 prosenttiin, ja sen jälkeen taso on vakiintunut noin 21–22 prosentin vaiheille. Koska vuoden 2005 arvo, 17,9 prosenttia, vaikuttaa varsin poikkeukselliselta edeltäviin vuosiin nähden, valitaan esimerkkiarvoksi viiden viimeisen vuoden painotettu keskiarvo, joka saa arvon 21,61 prosenttia. Tämä arvo kuvaa huomattavasti paremmin parametrin kehitystä myös jatkossa. Valittu esimerkkiarvo on tummennettu taulukossa 12.

Toinen parametri  $h$  mittaa rahoitustuottojen suhdetta edellisen kauden rahoitusomaisuuteen. Se vaihtelee suurimman osan ajasta 2–4 prosentin välillä, mutta kahtena viimeisenä vuotena arvo ensin nousee selvästi ja seuraavana vuonna laskee vielä selvemmin. Koska suhdeluvun kehitys ei anna selkeää kuvaa muutossuunnasta, valitaan parametrin esimerkkiarvoksi viiden viimeisen vuoden painotettu keskiarvo 3,20 prosenttia. Edellisen parametrin tapaan tämäkin valittu arvo kuvastaa hyvin aikaisempaa kehitystasoa. Kolmannella rahoitusparametrilla  $f$  eli tuloverojen suhteella verotettavaan tulokseen on havaittavissa kaksi selkeää kehitysvaihetta, joiden väliin jää hyvin erilainen kausi. Ensin suhdeluvun arvo pysyttelee noin 28–33 prosentissa, kunnes väliin tulevat vuodet 2000–2001, jolloin suhdeluvun taso ensin laskee -1 prosenttiin ja sen jälkeen nousee 9 prosenttiin. Vuoden 2002 laskun jälkeen arvo nousee takaisin aikaisemmalle tasolle, ja alkaa nousta tasaisesti päättyen arvoon 32,86 prosenttia vuonna 2005. Tämä arvo valitaan esimerkkiarvoksi, koska kehitys on ollut viimeisinä vuosina varsin tasaista.

Neljäs, korkokulujen suhdetta edellisen kauden vieraaseen pääomaan kuvaava suhdeluku  $i$  on kehittynyt pääosin erittäin tasaisesti ja on ollut suurimman osan tarkasteluajanjaksosta noin 2 prosentin tasolla. Vuonna 2004 arvo on kuitenkin noussut noin 6 prosenttiin, kun taas vuonna 2005 arvo on laskenut takaisin lähemmäksi aikaisempaa tasoaan arvon ollessa 2,77 prosenttia. Tämä taso kuvaa vuotta 2004 lukuun ottamatta hyvin lähes koko ajanjaksoa, joten toteutunut arvo valitaan esimerkkiarvoksi. Viidentenä esitetty parametri  $o$  kuvaa osinkojen suhdetta tilikauden tulokseen. Suhdeluku on kehittynyt varsin epätasaisesti vaihdellen 22–102 prosentin välillä. Vakiintumattoman kehitysuunnan vuoksi suhdeluvun esimerkkiarvoksi valitaan viiden viimeisen vuoden painotettu keskiarvo 54,87 prosenttia.

Kuudes rahoitusparametri on  $v$  eli vieraan pääoman lisäyksen suhde rahoitusvajeeseen. Parametri kertoo, miten suuri osuus syntyneestä rahoitusvajeesta rahoitetaan vieraan pääoman lisäyksellä. Parametrin arvo on vaihdellut selvästi 100 prosentin molemmin puolin. Aivan viime vuosina suuntaus on kuitenkin ollut laskeva, ja siksi esimerkkiarvoksi valitaan viimeisen vuoden arvo 96,05 prosenttia. Rahoitusparametrien lisäksi esi-

tetty parametri P eli kulu-menosuhde on ollut koko ajan pienessä aaltoliikkeessä vaihdellen 90–100 prosentin välillä. Menot on näin ollen kirjattu kuluiksi todella nopeasti, vaikka tahti onkin jonkin verran vaihdellut eri vuosina. Koska selkeä kehityssuunta kuitenkin puuttuu, valitaan esimerkkiarvoksi viiden viimeisen vuoden painotettu keskiarvo 95,26 prosenttia.

Taulukkoon 13. on koottu yhteen edellä valitut esimerkkiarvot rahoituksen parametreille sekä jo aikaisemmin estimoiduille sisäiselle korkokannalle, kasvunopeudelle ja tulojakauman parametrille. Kokonaismenoksi kaudella 0 on standardoitu arvo 100. Tällöin yhtiön kokonaismenoihin suhteutettujen muuttujien arvot saadaan suoraan prosentteina.

**Taulukko 13.** Oy Karl Fazer Ab:n rahoitusprosessin esimerkkiarvot parametreille.

Mallin parametri	Parametrin arvo	Parametrin kuvaus
r	0,0681	sisäinen korkokanta
g	0,0711	kasvunopeus
d	0,6014	tulojakauman parametri
H	0,2161	rahoitusomaisuuden suhde menoihin
h	0,0320	rahoitusomaisuuden tuotto
f	0,3286	verokanta
i	0,0277	korkokanta
o	0,5487	osingonjakosuhde
v	0,9605	vieraan pääoman rahoitussuhde
$M_0$	100,00	kokonaismenot kaudella 0

Edellä esitettyjen parametrien avulla lasketaan arvot Fazerin rahoitusprosessin muuttujille tasapainotilanteessa. Mallin muuttujat ja kaavat on esitetty liitteessä 6. Fazerille lasketut muuttujien arvot löytyvät taulukosta 14. Fazerin tulo-menosuhde jää hiukan alle 1, mikä tarkoittaa, että Fazerin tulot ovat vajaan prosentin pienemmät kuin vuosittaiset menot. Rahoitusvajeeksi muodostuu tasapainotilanteessa 5,2 prosenttia kokonaismenoista. Rahoitusomaisuuden suhde kokonaismenoihin on 21,6 prosenttia. Vieraan pääoman arvo kaudella 0 on noin 76 prosenttia ja oman pääoman arvo kaudella 0 ilman kertyneitä voittovaroja on vain noin 3 prosenttia suhteessa menoihin. Kertyneitä voittovaroja kaudella 0 on puolestaan noin 14 prosenttia suhteessa kokonaismenoihin. Viimeisinä on esitetty kulu-menosuhde ja omaisuuden suhde menoihin. Kulu-menosuhteen arvo, noin 95 prosenttia, on sama kuin edellä taulukossa 12. valittu arvo. Omaisuuden suhde menoihin on noin 71 prosenttia.

**Taulukko 14.** Oy Karl Fazer Ab:n rahoitusprosessin muuttujat tasapainotilanteessa.

Mallin muuttuja	Muuttujan arvo	Muuttujan kuvaus
T	0,9964	tulo-menosuhde
T <sub>0</sub>	99,6394	tulot kaudella 0
V <sub>0</sub>	75,9275	vieras pääoma kaudella 0
S <sub>0</sub>	3,1187	oma pääoma kaudella 0 ilman kertyneitä voittovaroja
E <sub>0</sub>	13,9655	kertyneet voittovarot kaudella 0
H <sub>0</sub>	21,6094	rahoitusomaisuus kaudella 0
D <sub>0</sub>	-5,2470	rahoitusjäämä kaudella 0
P <sub>t</sub> / M <sub>t</sub>	0,9526	kulut/menot
A <sub>t</sub> / M <sub>t</sub>	0,7140	vaihto-omaisuus ja käyttöomaisuus/menot

Estimoitujen muuttujien perusteella Fazerille lasketut tilinpäätöslaskelmat eli verotus-, rahoitus- ja tuloslaskelma sekä tase on esitetty taulukossa 15. viidelle vuodelle. Liittees-tä 7. löytyvät mallit ja kaavat kyseisille tilinpäätöslaskelmille. Muuttujiin liittyvän tasa-painotilanteen perusteella kasvunopeus säilyy kaikilla muuttujilla samana, ja siten myös muuttujien väliset suhteet pysyvät vakioina. Laskelmissa on edelleen käytetty koko-naismenojen alkuarvona,  $M_0$ , 100. Menojen nopea kuluksi kirjaaminen näkyy muun muassa verotuslaskelmassa, jonka mukaan tuloverojen suhde kokonaismenoihin on vain 1 prosentti. Rahoituslaskelmasta voidaan puolestaan havaita, että toiseksi suurimman erän kokonaismenojen jälkeen muodostavat korkokulut, jotka ovat noin 2 prosenttia kokonaismenoista. Fazerin vieraan pääoman määrä on lisääntynyt viime vuosina voi-makkaasti, mikä selittää lievää korkokulujen kasvua. Suurin osa Fazerin vieraasta pää-omasta on kuitenkin lyhytaikaista, joten korkokulut eivät siksi ole korkealla tasolla. Verot, osingot ja rahoitusomaisuuden muutos rasittavat yrityksen rahoitusta kukin alle 1,5 prosentilla kokonaismenoista. Toisaalta yrityksen tulot eivät aivan yllä kokonaismenojen tasolle, mikä hieman heikentää yrityksen rahoituksellista asemaa.

Taulukossa 15. esitetyn tuloslaskelman mukaan Fazer ei tee kovin hyvää tulosta, koska sen tilikauden tulos on vain noin 2 prosenttia kokonaismenoista. Yrityksen kannattavuus ei siten ole kovin vahva. Lasketusta taseesta käy ilmi, että Fazerin vaihto-omaisuuden ja käyttöomaisuuden summa yhteensä on yli kolminkertainen yrityksen rahoitusomaisuuteen verrattuna. Vaihto-omaisuus ja käyttöomaisuus muodostavat noin 77 prosenttia taseen loppusummasta. Mallissa taseen vastattavien vieras pääoma on noin 76 prosenttia kokonaismenoista ja noin 82 prosenttia taseen loppusummasta. Kertyneet voittovarot ovat noin 14 prosenttia kokonaismenoista ja 15 prosenttia taseen loppusummasta sekä yli nelinkertaiset muun oman pääoman erään verrattuna.

**Taulukko 15.** Oy Karl Fazer Ab:n tilinpäätöslaskelmat tasapainotilanteessa.

<b>VEROTUSLASKELMA</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>Termi / Me- not</b>
Tulot, $T_t$		106,72	114,31	122,44	131,14	140,47	<b>0,9964</b>
- Kulut, $P_t$		-102,03	-109,29	-117,06	-125,38	-134,29	<b>-0,9526</b>
- Korkokulut, $K_t$		-2,11	-2,26	-2,42	-2,59	-2,77	<b>-0,0197</b>
+ Korkotuotot, $N_t$		0,69	0,74	0,79	0,85	0,91	<b>0,0065</b>
= Verotettava tulos, $U_t$		3,28	3,51	3,76	4,03	4,31	<b>0,0306</b>
<b>Verot, <math>F_t</math></b>		<b>1,08</b>	<b>1,15</b>	<b>1,24</b>	<b>1,32</b>	<b>1,42</b>	<b>0,0101</b>

<b>RAHOITUSLASKELMA</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>Termi / Me- not</b>
Tulot, $T_t$		106,72	114,31	122,44	131,14	140,47	<b>0,9964</b>
- Menot, $M_t$		-107,11	-114,73	-122,88	-131,62	-140,98	<b>-1,0000</b>
- Korkokulut, $K_t$		-2,11	-2,26	-2,42	-2,59	-2,77	<b>-0,0197</b>
- Verot, $F_t$		-1,08	-1,15	-1,24	-1,32	-1,42	<b>-0,0101</b>
+ Korkotuotot, $N_t$		0,69	0,74	0,79	0,85	0,91	<b>0,0065</b>
- Osingot, $O_t$		-1,21	-1,29	-1,39	-1,48	-1,59	<b>-0,0113</b>
- Rahoitusomaisuuden lisäys, $H_t + H_{t-1}$		-1,54	-1,65	-1,76	-1,89	-2,02	<b>-0,0143</b>
<b>= Rahoitusjäämä, <math>D_t</math></b>		<b>-5,62</b>	<b>-6,02</b>	<b>-6,45</b>	<b>-6,91</b>	<b>-7,40</b>	<b>-0,0525</b>

<b>TULOSLASKELMA</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>Termi / Me- not</b>
Tulot, $T_t$		106,72	114,31	122,44	131,14	140,47	<b>0,9964</b>
- Kulut, $P_t$		-102,03	-109,29	-117,06	-125,38	-134,29	<b>-0,9526</b>
- Korkokulut, $K_t$		-2,11	-2,26	-2,42	-2,59	-2,77	<b>-0,0197</b>
- Verot, $F_t$		-1,08	-1,15	-1,24	-1,32	-1,42	<b>-0,0101</b>
+ Korkotuotot, $N_t$		0,69	0,74	0,79	0,85	0,91	<b>0,0065</b>
<b>= Tilikauden tulos, <math>W_t</math></b>		<b>2,20</b>	<b>2,36</b>	<b>2,52</b>	<b>2,70</b>	<b>2,90</b>	<b>0,0205</b>

<b>TASE</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>Termi / Me- not</b>
<b>Vastaavaa</b>							
Rahoitusomaisuus, $H_t$	21,61	23,15	24,79	26,55	28,44	30,46	<b>0,2161</b>
Vaihto-omaisuus ja käyttöomaisuus, $A_t$	71,40	76,48	81,92	87,74	93,98	100,66	<b>0,7140</b>
<b>Taseen loppusumma, <math>C_t</math></b>	<b>93,01</b>	<b>99,62</b>	<b>106,71</b>	<b>114,29</b>	<b>122,42</b>	<b>131,12</b>	<b>0,9301</b>
<b>Vastattavaa</b>							
Oma pääoma, $S_t$	3,12	3,34	3,58	3,83	4,10	4,40	<b>0,0312</b>
Kertyneet voittovarot, $E_t$	13,97	14,96	16,02	17,16	18,38	19,69	<b>0,1397</b>
Vieras pääoma, $V_t$	75,93	81,33	87,11	93,30	99,93	107,04	<b>0,7593</b>
<b>Taseen loppusumma, <math>C_t</math></b>	<b>93,01</b>	<b>99,62</b>	<b>106,71</b>	<b>114,29</b>	<b>122,42</b>	<b>131,12</b>	<b>0,9301</b>

Fazerin taserakenteen kehitystä toteutuneiden tase-erien perusteella vuosina 1996–2005 on kuvattu taulukossa 16. Taulukossa on myös esitetty tasapainotila esimerkkiarvojen perusteella laskettuna. Tasapainotilan luvut on saatu jakamalla edellä taulukossa 15. esitetyt termien menosuhteet taseen loppusumman menosuhteella, jolloin taseen mo-

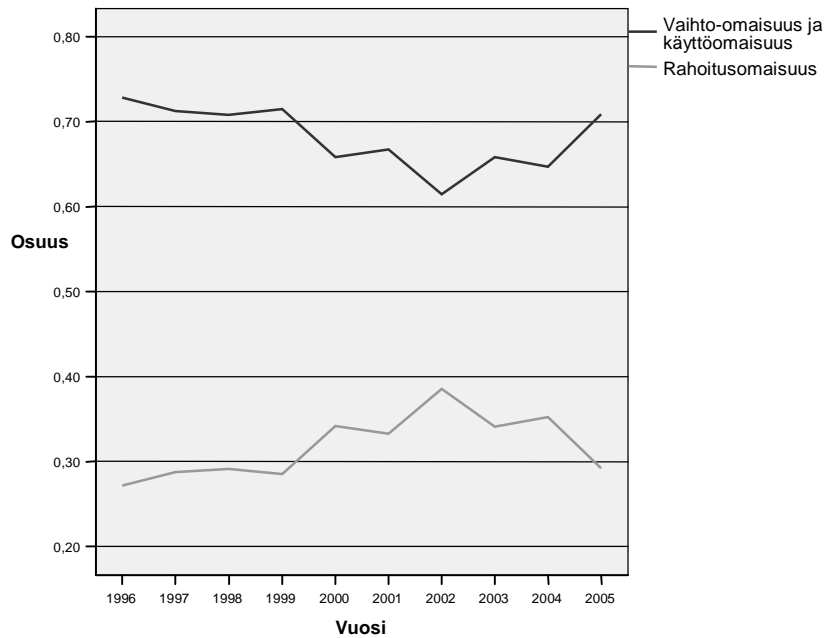
lemmat puolet summautuvat arvoon 1. Rahoitusomaisuuden sekä vaihto-omaisuuden ja käyttöomaisuuden osuudet ovat kehittyneet vaihtelevasti viime vuosina. Ne ovat nousseet ja laskeneet peräkkäisinä vuosina. Kehityksessä nähtävissä olevat muutokset ovat tapahtuneet noin 5 prosenttiyksikön sisällä kolmena viime vuonna, kun rahoitusomaisuuden osuus on vaihdellut noin 30–35 prosentin välillä sekä vaihto-omaisuuden ja käyttöomaisuuden osuus noin 65–70 prosentin välillä. Viimeisen vuoden osuudet ovat palautuneet samalle tasolle kuin vuonna 1998, jonka jälkeen osuuksissa alkoi näkyä heilahtelua peräkkäisinä vuosina. Epätasainen kehitys voidaan havaita myös Fazerin omaisuusrakennetta kuvaavasta kuviosta 5. Lisäksi kuviosta on nähtävissä, että vuoden 2002 jälkeen omaisuuserien osuudet ovat alkaneet liikkua eri suuntiin. Omaisuuserien osuudet liikkuvat kohti tasapainotilan kuvaamia arvoja, mutta ero on vielä selvä. Tasapainotilan mukaan vaihto-omaisuuden ja käyttöomaisuuden osuus olisi vielä selvästi suurempi kuin se on todellisuudessa ollut vuonna 2005.

**Taulukko 16.** Oy Karl Fazer Ab:n taserakenteen kehitys ja esimerkkitasapainotila.

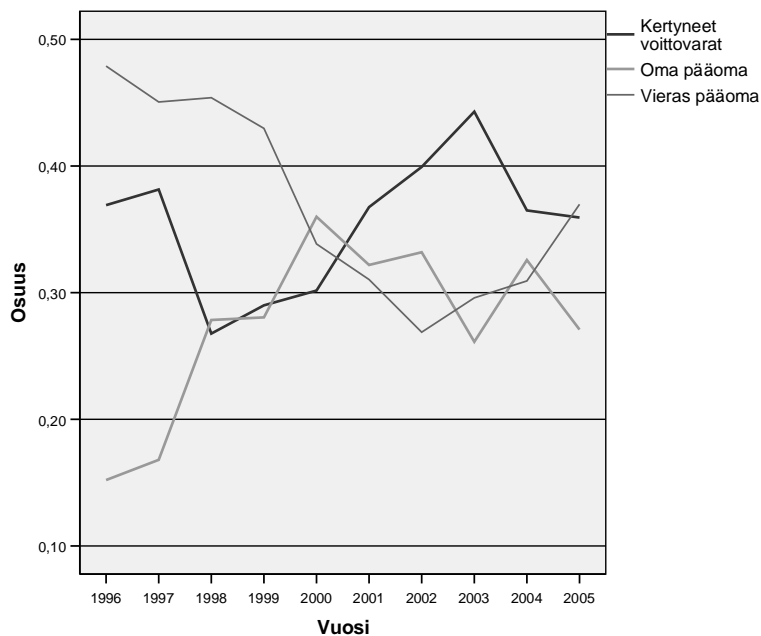
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tasa-painotila
<b>Taseen vastaavaa</b>											
Vaihto-omaisuus ja käyttöomaisuus	0,7280	0,7123	0,7080	0,7151	0,6583	0,6671	0,6148	0,6584	0,6475	0,7082	0,7677
Rahoitusomaisuus	0,2720	0,2878	0,2917	0,2851	0,3415	0,3327	0,3852	0,3414	0,3525	0,2918	0,2323
<b>Taseen vastattavaa</b>											
Kertyneet voittovarot	0,3691	0,3815	0,2677	0,2900	0,3016	0,3676	0,3993	0,4429	0,3650	0,3593	0,1501
Oma pääoma	0,1520	0,1680	0,2784	0,2805	0,3600	0,3219	0,3319	0,2612	0,3257	0,2709	0,0335
Vieras pääoma	0,4789	0,4506	0,4539	0,4297	0,3385	0,3104	0,2688	0,2959	0,3093	0,3698	0,8163

Taulukossa 16. taseen vastattavien erien osuuksissa on havaittavissa voimakkaitakin muutoksia. Fazerin viime vuosien suuret investoinnit ja niihin oman pääoman lisäksi käytetty uusi lainarahoitus ovat nähtävissä yrityksen pääomarakenteessa. Kertyneiden voittovarojen osuus on ollut nousussa vuodesta 2000 lähtien, kunnes se on kääntynyt laskuun vuoden 2003 jälkeen ja palautunut noin 36 prosentin tasolle. Muun oman pääoman osuus on pysytellyt suurimman osan ajasta noin 27–33 prosentin tasolla. Viimeisen strategisen jakson aikana osuus on ollut lähellä 33 prosenttia, mutta taso on laskenut takaisin noin 27 prosentin vaiheille. Vieraan pääoman osuus on ollut vuoteen 2002 saakka laskussa, kunnes vuoden 2002 jälkeen osuus on kääntynyt nousuun ja saavuttanut noin 37 prosentin tason. Näiden pääomaerien kehitys on havainnollistettu myös kuviossa 6. Kuviosta on selvästi nähtävissä, miten epätasaista Fazerin pääomarakenteen

kehitys on ollut koko ajanjaksolla. Taseen vastattavien osalta esimerkkiarvoilla lasketut tasapainotilat jäävät hyvin kauas todellisista osuuksista. Tasapainotilan mukaiset osuudet eivät taseen vastattavien osalta vaikuta lainkaan toteutumassa olevilta arvoilta.



**Kuvio 5.** Oy Karl Fazer Ab:n omaisuusrakenteen kehitys.



**Kuvio 6.** Oy Karl Fazer Ab:n pääomarakenteen kehitys.

### 5.5. Oy Karl Fazer Ab:n tulevaisuuden ennustaminen ja arvon määrittäminen

Yrityksen kasvu-, tulontuottamis- ja rahoitusprosessien mallintamisen jälkeen arvioidaan näissä prosesseissa saavutettujen tulosten avulla yrityksen tulevaa kehitystä ja lopuksi yrityksen arvoa. Tämä on kohdeyrityksen analysoinnin osalta strategisen tilinpäätösanalyysin keskeisin vaihe, joka samalla päättää yritysanalyysin. Yrityksen arvon määrittäminen vaatii pitkän aikavälin ennustamista, minkä vuoksi yrityksen kehitystä arvioidaan strategisen jakson lisäksi karkeasti myös loppujakson osalta. Fazerille rahoitusprosessin yhteydessä estimoitu taseen tasapainotila jäi sekä vastaavien että erityisesti vastattavien kohdalla hyvin kauas toteutuneista arvoista. Seuraavaksi tarkistetaankin ja korjataan Fazerille estimoituja parametrien arvoja, jotta mallin antamat tulokset yrityksen tulevasta kehityksestä muodostaisivat mahdollisimman luontevan jatkon Fazerin viimeiselle strategiselle jaksolle vuosina 2001–2005.

Vuodesta 2005 alkaen osakeyhtiöiden verokanta laskettiin 29 prosentista 26 prosenttiin. Tämän vuoksi verokannan ( $f$ ) arvoksi asetetaan 0,2600, kun vuoden 2005 arvo oli 0,3286. Fazerin tuloverojen suhde on viimeisen strategisen jakson alussa ollut poikkeuksellisesti huomattavasti pienempikin kuin nyt asetettu uusi arvo. Vieraan pääoman rahoitussuhteen ( $v$ ) oletetaan laskevan vielä selvästi, ja parametrin arvoksi asetetaan 0,6000. Kahtena viime vuonna vieraan pääoman rahoitussuhde on ollut erittäin selvässä laskussa päätyen arvoon 0,9605 vuonna 2005. Vuoden 2006 tilinpäätöstietojen mukaan vieraan pääoman määrä oli hieman pienentynyt, kun samalla taseen loppusumma oli kasvanut ja rahoitusvaje oli pienentynyt selvästi.

Rahoitusomaisuuden suhde menoihin ( $H$ ) on laskenut vuonna 2005 arvoon 0,1790, joka on selvästi alempi kuin edellisinä strategisen jakson vuosina. Ennustekautta kuvaakin paremmin viimeistä vuotta edeltävä strategisen kauden kehitys. Parametrin  $H$  arvoksi asetetaan 0,2300. Edellä mainittujen lisäksi myös korkokannalle ( $i$ ) asetetaan uusi arvo, joka on 0,0200. Fazerin vieras pääoma on suurelta osin lyhytaikaista, ja vuoden 2004 nousu on jo alkanut selvästi tasoittua takaisin kohti 2 prosentin tasoa.

Fazerin keskeisenä tavoitteena on parantaa kasvua ja kannattavuutta, minkä vuoksi tarkistetaan vielä myös näihin tekijöihin liittyviä parametreja. Sisäinen korkokanta (0,0681) on tällä hetkellä alempi kuin yritykselle estimoitu kasvunopeus (0,0711), ja tästä syystä muun muassa tulo-menosuhde on alle 1. Fazerin tulo-menosuhde on ylittänyt arvon 1 lähes koko tarkasteluajanjakson ajan. Viimeisen strategisen vaiheen lopussa tulo-menosuhde laski alle 1, mutta tehostettujen toimintojen ja uusien investointien al-



kaessa tuottaa tulosta on aihetta olettaa, että taso nousee takaisin yli 1 varsin pian. Fazerilla on hyvät mahdollisuudet kasvaa viime vuosia nopeammin muun muassa Venäjän menestyvän toiminnan ansiosta. Tästä syystä kasvunopeudeksi (g) oletetaan 0,0850. Jotta muun muassa tulo-menosuhde kuvaisi paremmin tulevaa kehitystä, nostetaan myös sisäistä korkokantaa. Uudeksi sisäisen korkokannan (r) arvoksi asetetaan 0,1050, jolloin tulo-menosuhde nousee arvoon 1,0225.

Taulukossa 17. on kuvattu vuosien 2001–2005 toteutunut taserakenteen kehitys sekä uusilla parametriarvoilla laskettu tasapainotila. Taseen vastaavaa puoli on nyt huomattavasti lähempänä tasapainotilaa kuin aikaisemmin esitetystä mallissa, mutta ei ole aivan vielä saavuttanut tasapainotilaa. Vaihto-omaisuuden ja käyttöomaisuuden tasapainotilan arvo on 0,7246 ja rahoitusomaisuuden arvo on 0,2754. Reilusti yli puolet Fazerin taseen vastaavista muodostuu käyttöomaisuudesta, joka on yrityskauppojen ja muiden investointien myötä lisääntynyt merkittävästi viime vuosina. Taseen vastattavissa kertyneiden voittovarojen tasapainotilan arvo 0,3614 on lähes saavutettu. Muu oma pääoma ja vieras pääoma ovat vielä muuttumassa kohti tasapainotilaa, jonka arvo on omalle pääomalle 0,2554 ja vieraalle pääomalle 0,3831. Uusi tasapainotila antaa aikaisempaan verrattuna huomattavasti realistisemmän ennusteen Fazerin tulevasta kehityksestä myös vuosien 2001–2005 strategisen vaiheen jälkeiselle ajalle.

**Taulukko 17.** Oy Karl Fazer Ab:n taserakenteen kehitys ja ennustettu tasapainotila.

	2001	2002	2003	2004	2005	Tasapainotila
<b>Taseen vastaavaa</b>						
Vaihto-omaisuus ja käyttöomaisuus	0,6671	0,6148	0,6584	0,6475	0,7082	0,7246
Rahoitusomaisuus	0,3327	0,3852	0,3414	0,3525	0,2918	0,2754
<b>Taseen vastattavaa</b>						
Kertyneet voittovarot	0,3676	0,3993	0,4429	0,3650	0,3593	0,3614
Oma pääoma	0,3219	0,3319	0,2612	0,3257	0,2709	0,2554
Vieras pääoma	0,3104	0,2688	0,2959	0,3093	0,3698	0,3831

Edellä mainitut uudet parametriarvot on koottu yhteenvetona taulukkoon 18. Taulukossa on annettu parametreille arvot erikseen strategiselle vaiheelle ja loppuvaiheelle. Loppuvaiheelle on annettu muuten samat parametriarvot kuin strategiselle vaiheelle, mutta sisäisen koron (r) oletetaan laskevan arvoon 0,0800 ja kasvunopeuden (g) arvoon

0,0550. Koska elintarvikealalla käydään jatkuvasti kovaa kilpailua ja alan kasvumahdollisuudet löytyvät lähinnä Suomen rajojen ulkopuolelta, voidaan kasvun ja kannattavuuden olettaa hieman laskevan pitkällä aikavälillä. Alan luonteesta johtuen kasvuodotukset tulevaisuudessa ovat melko maltilliset ja tasaiset, mikä vaikuttaa tutkielmassa valittaviin parametriarvoihin. Fazerin kasvunäkymät liittyvät suurelta osin Venäjän markkinoihin. Yrityksen leipomotoimialalla on jo johtava markkina-asema Pietarin alueella. Koska yrityksellä on jo monen vuoden kokemus Venäjän markkinoista, on sen helpompi jatkaa laajentumista maassa. Lisäksi paikallinen tuotantotoiminta on etulyöntiasemassa pelkkään vientiin verrattuna. Kokemukset Venäjän markkinoista tukevat koko konsernia Fazerin leipomotoimialan ohella. Taulukossa 18. on lisäksi esitetty strategisen vaiheen kestoksi 5 vuotta (N) ja loppuvaiheen kestoksi 20 vuotta (N\*). Valittu strategisen vaiheen pituus perustuu Fazerin toimialojen kehitystavoitteisiin, jotka pyritään saavuttamaan vuoteen 2010 mennessä. Fazerin menoiksi kaudella 0 on esitetty vuoden 2005 kokonaismenot 1058,1.

**Taulukko 18.** Oy Karl Fazer Ab:n vakiosuhteisen tilan ennustearvot.

Parametrin kuvaus	Parametrin vaihearvo	Parametrin loppuarvo	Parametri
Sisäinen korkokanta	0,1050	0,0800	r
Kasvunopeus	0,0850	0,0550	g
Tulojakauman parametri	0,6014	0,6014	d
Verokanta	0,2600	0,2600	f
Korkokanta	0,0200	0,0200	i
Osingonjakosuhte	0,5487	0,5487	o
Rahoitusomaisuuden tuotto	0,0320	0,0320	h
Vieraan pääoman rahoitussuhde	0,6000	0,6000	v
Rahoitusomaisuuden suhde menoihin	0,2300	0,2300	H
Menot kaudella 0	1058,1	1058,1	M <sub>0</sub>
Omistajan tuottovaatimus	0,0631	0,0631	y
Strategisen vaiheen kesto (vuosia)	5		N
Loppuvaiheen kesto (vuosia)		20	N*

Taulukossa 18. on myös aikaisemmin käytettyjen parametrien ohella esitetty parametri y eli omistajan tuottovaatimus. Omistajan tuottovaatimus lasketaan Capital Asset Pricing -mallilla eli CAPM:lla, joka on kuvattu kaavassa 21.

$$(21) \quad y = y_f + \beta[E(y_m) - y_f]$$

Kaavassa 21  $y_f$  viittaa riskittömän sijoituskohteen tuottoon,  $E(y_m)$  markkinaportfolion odotettuun tuottoon ja  $\beta$  eli niin kutsuttu beeta-kerroin mittaa yrityksen systemaattista riskiä. Systemaattinen riski liittyy yritysjoukon kokonaisvaihteluun, jota ei voida hajauttaa. Sen sijaan yrityskohtaisen epäsystemaattisen riskin sijoittaja pystyy poistamaan hajauttamalla omistuksensa useisiin erilaisiin yrityksiin. Termiä  $E(y_m) - y_f$  kutsutaan markkinoiden riskipreemioksi, joka on sama kaikille osakkeille. Beeta-kerroin puolestaan ratkaisee, kuinka suuri yrityksen maksama riskilisa tulee olemaan.

Koska Fazer ei ole julkisesti noteerattu pörssiyritys, sen osakkeen hintakehityksestä ei ole saatavissa aikasarjaa. Fazerin beeta-kertoimen arvioinnissa käytetään sen sijaan apuna tilinpäätöstietoja. Fazerin tilinpäätöstietoja verrataan ETLAn tietokannan 500 suurimman yrityksen keskimääräisiin tilinpäätöstietoihin vuosilta 1995–2005. Taulukossa 19. on esitetty Fazerin ja suurten yritysten keskimääräinen liikeriski, omavaraisuusaste, nettovelkaantuminen ja operatiivinen velkaantuminen. Tunnusluvut on laskettu seuraavaksi esitettävien kaavojen mukaisesti (Kallunki & Niemelä 2004: 159–173).

$$(22) \text{ Liikeriski} = \text{liikevoiton variaatiokerroin} = \frac{\text{keskihajonta (liikevoitto)}}{\text{keskiarvo (liikevoitto)}}$$

$$(23) \text{ Omavaraisuusaste} = \frac{\text{Oikaistu oma pääoma}}{\text{Oikaistu taseen loppusumma} - \text{saadut ennakot}}$$

$$(24) \text{ Nettovelkaantuminen} = \frac{\text{Nettovelat}}{\text{Oikaistu oma pääoma}}$$

$$(25) \text{ Operatiivinen velkaantuminen} = \frac{\text{Bruttoinvestoinnit}}{\text{Liikevaihto}}$$

Taulukosta 19. käy ilmi, että Fazerille lasketut tunnusluvut ovat parempia kuin markkinoilla keskimäärin. Fazerin liikeriski on markkinoita pienempi, ja näin ollen yrityksen tuotteiden ja palveluiden kysyntä on vaihdellut keskimäärin markkinoita vähemmän. Toisaalta liikeriski elintarvikealalla on ollut aikaisempien tutkimusten mukaan markkinoiden pienimpiä, joten Fazerin tulos tukee sitä. (Kallunki ym. 2004: 159–160.) Omavaraisuusaste on ollut markkinoilla yleisesti hyvä, mutta Fazerilla se on erinomainen. Lisäksi Fazer on selvästi vähemmän velkaantunut yritys kuin yritykset keskimäärin. Fazerin operatiivinen velkaantuminen eli kustannusrakenne on sen sijaan melko lähellä markkinoita keskimäärin, mutta tunnusluku on Fazerilla hieman markkinoita parempi. Edellä mainittujen tunnuslukujen avulla Fazerin beeta-kertoimen arvoksi saadaan

0,5361. Riskitöntä korkoa arvioidaan kolmen kuukauden euribor-koron kehityksen perusteella. Vielä vuonna 2005 kolmen kuukauden euribor-koron keskimääräinen noteraus oli 2,186 prosenttia, mutta korot ovat lähteneet sen jälkeen selvään nousuun. Vuoden 2006 keskimääräinen kolmen kuukauden euribor-korko oli noin 3,1 prosenttia, mutta joulukuussa 2006 korko oli noussut jo 3,687 prosenttiin ja on yhä vuoden 2007 alusta lähtien ollut nousussa. Jatkuvasta noususta johtuen riskittömäksi sijoituksen tuotoksi asetetaan 3,9 prosenttia. Aikaisempien tutkimustulosten perusteella markkinoiden riskipreemioksi oletetaan 4,5 prosenttia (Kallunki ym. 2004: 140, 153). Kun nämä arvot sijoitetaan kaavaan  $21$ , omistajien tuottovaatimukseksi (y) saadaan  $3,90 + 0,5361 * 4,50 = 6,31$  prosenttia. Tämä tulos on esitetty myös edellä taulukossa 18.

**Taulukko 19.** Oy Karl Fazer Ab:n riskilisät ja beeta-kerroin.

	Fazer	500 suurinta yritystä	Riskilisiä
Liikeriski	0,0979	0,2384	0,4104
Omavaraisuusaste	61,3182	44,3392	0,7231
Nettovelkaantuminen	5,4545	57,7687	0,0944
Operatiivinen velkaantuminen	0,0764	0,0834	0,9166
Beeta-kerroin			<b>0,5361</b>

Edellä esitettyjen parametriarvojen perusteella on laskettu muuttujille arvot strategiselle vaiheelle ja loppuvaiheelle. Liitteessä 8. on esitetty nämä tulokset muuttujille, joiden avulla on puolestaan laskettu Fazerille taulukossa 20. esitetyt strategisen vaiheen ja loppuvaiheen tasapainotilaa kuvaavat tunnusluvut. Tunnusluvut on laskettu kolmelle eri poistoteorialle ja Fazerin omalle poistotavalle. Laskelmissa käytetty Fazerin poisto P (0,9526) vastaa yrityksen viiden viimeisen vuoden painotettua keskiarvoa. Realisointipoiston kulu-menosuhde 0,9144 on lähimpänä Fazerin painotettua poistoa. Yrityksen oman poistotavan mukaan menot kirjataan kuluiksi keskimäärin selvästi nopeammin kuin nopeutetuimmassa poistossa eri realisointipoistossa. Realisointipoisto on myös taulukossa 20. esitettyjen tunnuslukujen osalta lähimpänä Fazerin poistotavalla laskettuja suhdelukuja. Realisointipoisto onkin hyvä perusta ennusteille. Toisaalta kolmannen, neljännen ja kuudennen tunnusluvun eli sijoitetun ja oman pääoman tuottosuhteen sekä omavaraisuusasteen osalta kaikki neljä poistotapaa antavat samankaltaiset tulokset niin strategisen kuin loppujaksonkin aikana. Sen sijaan liiketuloksen ja tilikauden tuloksen suhteessa tuottoihin sekä erityisesti nettovelkaisuuden tunnusluvussa on havaittavissa todella selviä eroja, jotka kuitenkin vähän pienenevät loppujakson aikana. Tunnusluku-

jen arvot ovat kaikilla poistotavoilla strategisessa vaiheessa sijoitetun pääoman tuotosuhteella noin 9 prosenttia, oman pääoman tuottosuhteella noin 11 prosenttia ja omavaraisuusasteella noin 60 prosenttia, kun ne loppuvaiheessa ovat vastaavassa järjestyksessä noin 7 prosenttia, 8 prosenttia ja 64 prosenttia. Tämän perusteella Fazerin kannattavuus on tulevaisuudessa lievässä laskussa ja omavaraisuusaste puolestaan paranee.

**Taulukko 20.** Oy Karl Fazer Ab:n vakiosuhteiset tunnusluvut.

Tunnusluku	Kaava	Strateginen jakso:			Loppujakso:				
		Reali-sointi-poisto	Suhteel-linen poisto	Annui-teetti-poisto	Fazerin poisto	Reali-sointi-poisto	Suhteel-linen poisto	Annui-teetti-poisto	Fazerin poisto
1. Liiketulos / Tuotot	$(T-P) / T$	0,1057	0,1254	0,1156	0,0684	0,0894	0,1005	0,0953	0,0758
2. Tilikauden tulos / Tuotot	$W / T$	0,0761	0,0893	0,0827	0,0512	0,0644	0,0713	0,0680	0,0558
3. Liiketulos / Sijoitettu pääoma <sub>t-1</sub>	$(T-P) / (A_{t-1} + H_{t-1})$	0,0887	0,0881	0,0884	0,0908	0,0690	0,0671	0,0679	0,0723
4. Tilikauden tulos / Oma pääoma <sub>t-1</sub>	$W / (E_{t-1} + S_{t-1})$	0,1059	0,1046	0,1052	0,1104	0,0771	0,0750	0,0759	0,0805
5. (Vieras pääoma - Rahoitusomaisuus) / Koko pääoma	$(V_t - H_t) / (A_t + H_t)$	0,2225	0,2546	0,2401	0,1077	0,1923	0,2245	0,2104	0,1357
6. Oma pääoma / Koko pääoma	$(E_t + S_t) / (A_t + H_t)$	0,6035	0,5998	0,6015	0,6169	0,6445	0,6343	0,6388	0,6624

Yrityksen arvoa määritetään tässä yhteydessä sen oman pääoman arvon perusteella. Arvonmäärityksessä käytetään apuna kolmea eri poistomenetelmää ja lisäksi lasketaan oman pääoman arvo kohdeyrityksen oman poistotavan mukaisesti, jolloin käsitellyksi tulee myös toteutunut poisto painotettuna keskiarvona. Yrityksen oman pääoman arvoa arvioidaan ensimmäisenä oman pääoman kirja-arvon perusteella, toisena lisäarvon ja kolmantena tuottoarvon perusteella. Seuraavaksi esitetään oman pääoman arvonmäärityksissä käytetyt kaavat. Tähdellä merkityt parametrit viittaavat loppuvaiheen parametrien arvoihin. (Laitinen 2002: 190–195.)

$$(26) \text{ Oman pääoman kirja-arvo kaudella } 0 = S_0 + E_0$$

$$(27) \text{ Strategisen vaiheen lisäarvon nykyarvo} = [W_0 - y(S_0 + E_0)/(1 + g)](1 + g)[1 - ((1 + g)/(1 + y))^N]/(y - g)$$

(28) *Loppuvaiheen lisäarvon nykyarvo =*

$$[W_0^* - y(S_0^* + E_0^*) / (1 + g^*)] (1 + g)^N [(1 + g^*) [1 - ((1 + g^*) / (1 + y))^{N^*}] / (y - g^*)] (1 + y)^{-N}$$

(29) *Strategisen vaiheen tuottoarvon nykyarvo =*

$$[W_0 + (1 - v)D_0] (1 + g) [1 - ((1 + g) / (1 + y))^N] / (y - g)$$

(30) *Loppuvaiheen tuottoarvon nykyarvo =*

$$[W_0^* + (1 - v)D_0^*] (1 + g)^N [(1 + g^*) [1 - ((1 + g^*) / (1 + y))^{N^*}] / (y - g^*)] (1 + y)^{-N}$$

Taulukossa 21. on esitetty tulokset oman pääoman arvonmäärityksestä eri poistomenetelmillä. Taulukossa ensin esitettyä oman pääoman kirja-arvoa laskettaessa ei tarvita vielä oman pääoman tuottovaatimusta, vaan ainoastaan lasketaan yrityksen omistajille kuuluva osa yrityksen tasearvosta. Oma pääoma on jaettu taulukossa kertyneisiin voitovaroihin ja muuhun omaan pääomaan. Eri poistomenetelmät antavat hyvin erilaisia tuloksia, kun Fazerin oma poisto (545,01) antaa vielä pienemmän arvon kuin kiihdytetyin poisto eli realisointipoisto (844,30). Selvästi suurin oman pääoman kirja-arvo saadaan hitaimmalla poistotavalla eli suhteellisella poistolla (1 002,37). Kirja-arvolla saavutetun tuloksen merkitystä heikentää suuri riippuvuus poistotavasta ja arvostusmenetelmän suuntautuneisuus menneisyyteen.

Toisena taulukossa 21. on esitetty kirja-arvon ja tuottoarvon yhdistelmä, jota kutsutaan lisäarvoksi. Lisäarvomenetelmässä tarkasteluhetken omaan pääomaan lisätään kausittain kertyvät, oman pääoman arvoa lisäävät lisäarvot diskontattuna tarkasteluhetkeen. Oman pääoman arvo on näin ollen kirja-arvon ja lisäarvojen nykyarvojen summa. Tällä menetelmällä laskettuna erot poistotapojen välillä oman pääoman arvossa ovat vielä kirja-arvon menetelmääkin suuremmat. Jälleen Fazerin poisto (939,74) tuottaa omalle pääomalle realisointipoistoakin (1 280,81) pienemmän oman pääoman arvon, kun taas suhteellinen poisto (1 458,45) tuottaa suurimman arvon.

Viimeisenä taulukossa 21. ovat oman pääoman arvot tuottoarvomenetelmällä. Tässä menetelmässä oman pääoman lisäajoitukset tulevana kausina diskontataan omistajien tuottovaatimuksella laskentahetkeen ja vähennetään tilikauden tulosten nykyarvosta. Fazerin oma poisto (1 157,17) antaa omalle pääomalle yhä selvästi pienimmän arvon realisointipoistoonkin (1 343,01) verrattuna. Suhteellinen poisto (1 470,29) tuottaa jälleen suurimman arvon. Tuottoarvomenetelmällä oman pääoman arvo muodostuu suu-

rimmaksi. Erot eri poistotapojen välillä ovat tällä menetelmällä laskettuna pienimmät kahteen edelliseen menetelmään verrattuna, mutta erot ovat edelleen suuret.

## Taulukko 21. Oy Karl Fazer Ab:n oman pääoman arvonmääritys & tasapainotilanne.

### 1. Yrityksen oman pääoman kirja-arvo

	Realisointipoisto			Suhteellinen poisto		
	Yhteensä	Kertyneet voittovarot	Muu oma pääoma	Yhteensä	Kertyneet voittovarot	Muu oma pääoma
Oman pääoman kirja-arvo	844,30	474,49	369,80	1002,37	556,44	445,93
Suhteelliset osuudet	100,00	56,20	43,80	100,00	55,51	44,49

	Annuiteettipoisto			Fazerin poisto		
	Yhteensä	Kertyneet voittovarot	Muu oma pääoma	Yhteensä	Kertyneet voittovarot	Muu oma pääoma
Oman pääoman kirja-arvo	923,59	515,60	407,99	545,01	319,34	225,67
Suhteelliset osuudet	100,00	55,83	44,17	100,00	58,59	41,41

### 2. Yrityksen oman pääoman kirja- ja tuottoarvo (lisäarvo)

	Realisointipoisto				Suhteellinen poisto			
	Yhteensä	Kirja-arvo	Jakson lisäarvo	Loppu-lisäarvo	Yhteensä	Kirja-arvo	Jakson lisäarvo	Loppu-lisäarvo
Oman pääoman kirja-arvo ja lisäarvo	1280,81	844,30	176,81	259,71	1458,45	1002,37	203,56	252,52
Suhteelliset osuudet	100,00	65,92	13,80	20,28	100,00	68,73	13,96	17,31

	Annuiteettipoisto				Fazerin poisto			
	Yhteensä	Kirja-arvo	Jakson lisäarvo	Loppu-lisäarvo	Yhteensä	Kirja-arvo	Jakson lisäarvo	Loppu-lisäarvo
Oman pääoman kirja-arvo ja lisäarvo	1369,74	923,59	190,23	255,91	939,74	545,01	126,18	268,55
Suhteelliset osuudet	100,00	67,43	13,89	18,68	100,00	58,00	13,43	28,58

### 3. Yrityksen oman pääoman tuottoarvo

	Realisointipoisto			Suhteellinen poisto		
	Yhteensä	Jakson arvo	Loppuarvo	Yhteensä	Jakson arvo	Loppuarvo
Oman pääoman tuottoarvo	1343,01	283,96	1059,05	1470,29	327,89	1142,40
Suhteelliset osuudet	100,00	21,14	78,86	100,00	22,30	77,70

	Annuiteettipoisto			Fazerin poisto		
	Yhteensä	Jakson arvo	Loppuarvo	Yhteensä	Jakson arvo	Loppuarvo
Oman pääoman tuottoarvo	1409,05	306,00	1103,05	1157,17	200,78	956,39
Suhteelliset osuudet	100,00	21,72	78,28	100,00	17,35	82,65

Suuri osa lisäarvomenetelmällä lasketusta oman pääoman arvosta jokaisella poistotavalla perustuu kirja-arvoon, joka aiheuttaa myös suurimman osan eri poistomenetelmien tuloserosta. Poistomenetelmästä riippuen noin 58–68 prosenttia arvosta muodostuu kirja-arvon perusteella. Lisäarvomenetelmällä eroa Fazerin poiston ja realisointipoiston välille syntyy 341,07 miljoonaa euroa, kun samalla realisointipoiston ero suhteelliseen poistoon on 177,64 miljoonaa euroa. Tuottoarvomenetelmässä jopa noin 78–82 prosenttia muodostuu loppuarvosta. Tuottoarvomenetelmällä erot ovat vastaavassa järjestyksessä 185,84 ja 127,28 miljoonaa euroa. Fazerilla on vielä paljon mahdollisuuksia laajentua Venäjän markkinoilla ja kasvattaa selvästi yrityksen arvoa aikaisemmasta. Cloetta Fazeria koskeva omistuskriisi on myös merkittävä tekijä Fazerille erityisesti, jos yritys saa pitää vuonna 2005 hankkimansa lisäosakkeet ja pysyä siten Cloetta Fazerin suurimpana omistajana. Koska Fazerin tulevaisuuteen liittyy selvästikin paljon potentiaalia, Fazerin oman pääoman arvoa kuvaa parhaiten tuottoarvomenetelmä, jossa arvoa mitataan tulevaisuuden odotusten perusteella eikä lainkaan mennyttä kehitystä kuvaavan kirja-arvon perusteella. Tuottoarvomenetelmällä oman pääoman arvoksi saadaan realisointipoiston mukaan 1 343,01 miljoonaa euroa. Ajan merkityksestä arvonmäärityksessä kertoo se, että mikäli strateginen kausi kestäisikin vain vuoden, olisi oman pääoman arvo 1 208,60 miljoonaa euroa. Testauksen perusteella strategisen vaiheen jatkuessa yksi vuosi lisää oman pääoman arvoa vielä pitkään yli 30 miljoonalla eurolla, kun samalla tuottoarvon lisäys pienenee vähitellen noin 2 prosentilla vuosittain. Fazerin oman pääoman arvoa ei voida verrata sen markkina-arvoon, koska jo aikaisemmin todettiin yrityksen olevan osakeyhtiö, jonka osakkeen hinnasta ei ole saatavissa aikasarjaa.

## 5.6. Tulosten vertailu

Tutkielman tarkoituksena oli laajentaa strategisen tilinpäätösanalyysin soveltamisalaa toimialalle, joka poikkeaisi selvästi aikaisemmasta empiirisestä tutkimuskohteesta. Strategisen tilinpäätösanalyysin aikaisemmat tulokset perustuvat Laitisen (2002) kohdeyritykseen Nokiaan, jonka menestys on ollut ainutlaatuista viime vuosikymmenestä alkaen. Yritys on pystynyt kasvamaan nopeasti säilyttäen samalla kannattavuutensa hyvällä tasolla. Elintarvikeala poikkeaa suuresti tietoliikenne ja elektroniikka -alasta. Ensinnäkin elintarvikealan tuotteet ovat välttämättömyyshyödykkeitä ja toisaalta alan markkinat ovat niin sanotusti kypsät, joten nopean kasvun saavuttaminen vaatii yrityksiltä myös laajentumista uusille alueille. Kasvu edellyttää myös jatkuvia tutkimus- ja kehitystoimia.



Osakeyhtiöistä, jotka eivät ole julkisesti noteerattu arvopaperipörssissä, on saatavilla vain hyvin rajallinen määrä tietoa, koska niillä ei ole samanlaista tiedotusvelvollisuutta kuin pörssiyhtiöillä. Tutkielman kohdeyrityksen Fazerin osalta väliaikatietoja yrityksen tuloksen kehittymisestä ei tilikauden aikana ollut saatavilla. Käytettävissä ollut yritystieto perustuu vuosikertomuksiin, yrityksen kotisivujen uutisointiin sekä talousalan lehtien uutisointeihin. Tilinpäätösanalyysin kannalta Fazerin vuosikertomukset eivät ole riittävän kattava tietolähde, koska suurin ongelma on, ettei melko suppeina esitetyistä konsernin tuloslaskelmasta ja taseesta ole esitetty vuosikertomuksissa lainkaan liitetietoja. Rahavirtalaskelmat ja muutamat annetut tunnusluvut tuovat hieman lisätietoa. Yrityksen omiin osakkeisiin liittyen ilmoitetaan maksettavien osinkojen määrä, mutta osakkeenomistajista ei ole mainintaa. Osakkeen hintakehityksestä ei myöskään noteeraamattoman yrityksen kohdalla ole saatavilla aikasarjaa. Fazer-konsernin toimialoista on vuosikertomuksissa erikseen ilmoitettu taloudellisina lukuina vain liikevaihto, liikevaihdon kasvu ja henkilöstömäärä, kun taas toimialan tuloksesta kerrotaan ainoastaan, onko se parantunut tai heikentynyt edellisvuodesta. Koko konsernin tilikauden tuloksesta ei voi siten päätellä, mikä osuus on syntynyt tietyn toimialan liiketoiminnasta.

Muun muassa näiden rajoitteiden puitteissa edellä suoritettiin kohdeyrityksen avulla strategisen tilinpäätösanalyysin testaus päättyen yrityksen arvonmääritykseen. Yleiskuva strategisesta tilinpäätösanalyysistä oli toimiva myös täysin toisenlaiselle toimialalle sovellettuna. Malli antoi hyvän perustan muun muassa erilaisten kasvu- ja kannattavuusvaiheiden testaamiselle. Saatavilla olevan tiedon avulla luotiin estimoimalla näkemys kohdeyrityksen tulevasta kehityksestä. Toimialan valinnalla näytti olevan suuri merkitys tuloksiin, koska alan kehitys näkyy myös kohdeyrityksen taloudellisissa luvuissa. Elintarvikeala ei ole yleisesti nopeasti kasvava ala, mikä tuo suuria haasteita kohdeyritykselle kasvattaa omaa liiketoimintaansa. Toisaalta elintarvikealaa pidetään yleisesti melko riskittömänä alana, mistä kertoo muun muassa erilaisten elintarvikealalle laskettujen beeta-kertoimien arvot.

Menojen kehityksen perusteella Nokialle ja Fazerille etsittiin viimeinen meneillään oleva strateginen kausi, jolle prosessien mallinnukset tehtiin. Molempien yritysten menorakenteessa oli havaittavissa strategisen vaiheen lopulla investointivaltaistumista, vaikkakin yli 90 prosenttia yritysten kokonaismenoista muodostui edelleen lyhytvaikutteisista menoista. Tasoituksen ja regressioanalyysin avulla lasketut kasvuprosentit vastasivat molemmilla yrityksillä lähes täysin toisiaan, ja virheprosentit toteutuneisiin arvoihin verrattuna jäivät pieniksi. Kokonaismenojen kasvuprosessin mallintaminen onnistui siis hyvin kohdeyrityksille. Tulontuottamisprosessissa mallinnettujen sisäisen korkokannan

ja tulojakauman parametrin avulla koko tarkasteluajanjaksolle laaditut tulontuottamisprosessit Fazerille ja Nokialle osoittivat, että malli alkoi selittää myös tuloja viimeisinä vuosina varsin hyvin. Kun mallinnuksiin otettiin mukaan myös kohdeyrityksen oma poistotapa, kävi sekä Fazerin että Nokian osalta ilmi, että yritykset kirjasivat menonsa kuluiksi vielä nopeammin kuin kiihdytetyimmän poistoteorian eli realisointipoiston tulokset edellyttivät.

Rahoitusprosessin yhteydessä mallinnettiin vakiosuhteiset tasapainotilanteen mukaiset tilinpäätöslaskelmat eli verotus-, rahoitus- ja tuloslaskelma sekä tase. Nokialla menojen kuluksi kirjaaminen oli hidastunut viimeisinä vuosina, mikä nosti verojen osuutta kokonaismenoista. Fazerilla kuluksi kirjaamisen nopeus vaihteli koko ajan, ja verot olivat vain prosentin verran kokonaismenoista. Fazerin rahoituslaskelmassa kokonaismenojen lisäksi rahoitettavat erät muodostivat kukin vain alle 2 prosenttia kokonaismenoista, kun taas Nokian rahoituslaskelman mukaan rahoitusomaisuuden muutos oli lähes 14 prosenttia kokonaismenoista muodostaen toiseksi suurimman rahoitettavan erän. Mallinnettujen tuloslaskelmien tilikauden tulokset osoittivat Fazerille melko heikkoa ja Nokialle hyvää kannattavuutta. Mallinnetun taseen perusteella laskettu tasapainotila taseen erille antaa Nokian taseen muille erille paitsi kertyneille voittovaroille ja muulle omalle pääomalle jo melko hyvän kuvan. Fazerin estimoitu tase kuvaa erittäin huonosti taseen vastattavien erää, ja vastaavaa puolikin eroaa selvästi toteutuneesta kehityksestä. Rahoitusprosessi oli perusprosesseista selvästi herkin muutoksille ja hankalimmin estimoitavissa aikaisemman kehityksen perusteella. Rahoitusprosessiin liittyy yhteensä yhdeksän eri parametria, joten se on jo siitäkin syystä herkempi muutoksille kuin edeltävät kasvu- ja tulontuottamisprosessi. Huonosti todellisuutta kuvaavaa tasapainotilaa parannettiin kuvaamaan paremmin tulevaa kehitystä ennustamalla seuraavassa vaiheessa osa parametrien arvoista uudelleen.

Kasvun ( $g$ ) ja kannattavuuden ( $r$ ) parametrit olivat koko ajan estimoinneissa olennaisessa osassa. Koska parametrien arvot olivat Fazerilla melko alhaiset, niiden pienikin muuttaminen vaikutti suuresti parametrien perusteella laskettuihin muuttujien arvoihin, mikä tuli erittäin selvästi esille edellä kuvatun rahoitusprosessin estimoinnin yhteydessä. Ellei parametrien arvoja olisi tarkistettu ennen yrityksen arvonmäärittystä, niiden perusteella lasketut muuttujat eivät olisi lainkaan antaneet luonnollista jatkumoa strategiselle vaiheelle ja tulevalle kehitykselle. Vieraan pääoman osuus olisi noussut aivan liian voimakkaasti. Fazer on erittäin vakavarainen yritys, joten vieraan pääoman osuus ei voi nopeasti kasvaa hallitsevaksi osaksi yrityksen taseen vastattavia. Fazerin tulevaisuuden kehitystä arvioitaessa jouduttiin tekemään enemmän ennusteita kuin Nokialle.

Nokian kaikki pitkän aikavälin perusprosessit olivat jo vakiintuneempia kuin Fazerin kohdalla.

Yrityksen arvonmääritys poikkeaa osakeyhtiön ja pörssiyhtiön välillä. Arvon määrittämiseksi tarvitaan myös omistajien tuottovaatimus. Omistajien tuottovaatimus laskettiin Nokialle ja Fazerille CAPM-kaavalla, jota varten estimoitiin yrityksen riskiä kuvaava beeta-kerroin. Pörssiyhtiölle omistajien tuottovaatimuksen beeta-kerroin voidaan estimoida esimerkiksi osakkeen hintakehityksen ja arvopaperipörssin portfolioindeksin avulla, kuten Nokian tapauksessa toimittiin. Fazerille omistajien tuottovaatimuksen beeta-kerrointa arvioitiin vertaamalla tilinpäätöstiedoista laskettuja liikeriskiä, omavaraisuusastetta, nettovelkaantumista ja operatiivista velkaantumista ETLAn tilinpäätöstietokannan 500 suurimman yrityksen vastaaviin keskimääräisiin tunnuslukuihin. Olennainen ero osakeyhtiön ja pörssiyhtiön välillä on myös se, että Nokialle laskettujen kirjaarvon sekä lisä- ja tuottoarvon perusteella arvioitiin mallin mukainen osakkeen arvo, jota verrattiin osakkeen markkinahintaan. Tällä tavalla voitiin selvittää, millaiset odotukset markkinoilla oli strategisen jakson jatkumisesta ja mikä arvonmääritysmenetelmä tuotti realistisimman tuloksen. Nokian kohdalla tuottoarvomenetelmä kuvasi parhaiten osakkeen arvoa. Tulokset osoittivat osakkeen arvon riippuvan vahvasti markkinoiden odotuksista, joiden mukaan Nokian poikkeuksellinen menestyskausi päättyisi jo vuoden sisällä. Vastaavanlaista vertailua ei voitu toteuttaa Fazerille, koska sille ei ole saatavissa markkina-arvoa. Sen sijaan arvonmääritys perustui olemassa olevaan tietoon yrityksestä ja sen tulevaisuudesta. Fazerinkin arvoa kuvasi parhaiten tuottoarvomenetelmä, koska yrityksellä on tulevaisuuden potentiaalia erityisesti Venäjän markkinoilla, mutta myös Pohjoismaissa ja Baltiassa. Sekä Nokian että Fazerin tulokset osoittivat, että strategisen jakson pituudella on suurtakin merkitystä yrityksen arvoon. Tulosten mukaan esimerkkitapausten strategisen kauden loppuvaihetta parempi kasvu ja kannattavuus saavat aikaan sen, että strategisen vaiheen jatkuminen parantaa yrityksen oman pääoman arvoa, mutta arvon kasvu hidastuu lievästi joka vuosi.

## 5.7. Yhteenveto

Strategisen tilinpäätösanalyysin perustaksi hankitaan kohdeyrityksestä tilinpäätöstiedot pitkältä aikasarjalta. Tutkielmassa on käytetty ETLAn tilinpäätöstietokannasta hankittuja Oy Karl Fazer Ab:n tilinpäätöstietoja vuosilta 1995–2005. Näiden valmiiksi oikaistujen tilinpäätöstietojen perusteella lasketaan ensin perinteisen tilinpäätösanalyysin menetelmin yritykselle tunnuslukuja, jotka liittyvät yrityksen kannattavuuteen, kasvuun ja

rahoitukseen. Fazerin kannattavuus, kasvu ja maksuvalmius ovat tyydyttävällä tasolla, mutta yrityksen vakavaraisuus on varsin hyvä. Tunnuslukujen avulla luodaan kuva kohdeyrityksen aikaisemmasta taloudellisesta kehityksestä ja luodaan perusta strategiselle tilinpäätösanalyysille. Jotta yrityksen arviointi perustuisi sen todelliseen potentiaaliin menestyä tulevaisuudessa, jatketaan analyysia suorittamalla monivaiheinen strateginen tilinpäätösanalyysi. Ennen pitkän aikavälin perusprosessien eli kasvu-, tulontuottamis- ja rahoitusprosessin mallintamista yritykselle lasketaan vielä tulo-menovirtalaskelma, josta nähdään muun muassa yrityksen menojen kehitys.

Kasvuprosessin mallinnuksessa selvitetään ensin menosarjojen kehityksen perusteella viimeinen strateginen vaihe, joka määritellään Fazerille ajanjaksolle 2001–2005. Strategisella vaiheella tarkoitetaan ajanjaksoa, jonka aikana yrityksen kehitys on ollut systemaattista, vaikkakaan ei välttämättä vakaata, ja on siten mallinnettavissa. Yksi tutkielmassa käytettävistä oletuksista on, että yrityksen kasvunopeus on vakio. Yrityksen kasvua estimoidaan tasoituksen ja regressioanalyysin avulla. Tulokset ovat hyvin samankaltaiset molemmilla menetelmillä laskettuna, ja yrityksen kasvuksi saadaan 7,11 prosenttia vuodessa. Vakioisen kasvuvauhdin malli toimii Fazerilla hyvin.

Tulontuottamisprosessissa estimoidaan regressioanalyysin avulla tulojakauman parametri eli jakauma, jonka mukaan menot tuottavat tuloja sekä menojen keskimääräinen sitoutumisaika. Regressioanalyysissä selitetään kauden tuloja edellisen kauden tulojen ja kyseisen kauden menojen perusteella. Tulojakaumaan liittyy oletus, että vuotuiset kokonaismenot tuottavat aina suhteellisesti samanlaisen tulovirran, joka pienenee tasaisella vauhdilla. Fazerin tulojakauman arvoksi saadaan 0,6014, joka vastaa keskimäärin 1,5 vuoden menojen sitoutumisaikaa ennen kuin ne tuottavat tuloja. Sisäisen koron arvoksi tulee 6,81 prosenttia. Mallinnettu tulontuottamisprosessi alkaa kuvata tulojen kertymistä hyvin strategisen vaiheen lopulla. Fazerin omaa poistotapaa verrataan tunnuslukujen muodossa kolmella eri poistoteorialla laskettuihin tunnuslukuihin. Keskimäärin realisointipoiston mukaiset tulokset pääsevät lähemmäksi Fazerin poistoa kuin suhteellisella poistolla tai annuiteettipoistolla lasketut tulokset. Fazer on siis kirjannut menonsa kuluiksi kiihdytettyä eli realisointipoistoakin nopeammin.

Kolmas strategisen tilinpäätösanalyysin vaihe on yrityksen rahoitusprosessin mallintaminen. Rahoitusprosessissa mallinnetaan kuusi rahoitusparametria, jotka kuvaavat tulo-verokantaa, vieraan pääoman korkokantaa, rahoitusomaisuuden tuottoa ja sen suhdetta menoihin, osingonjakosuhdetta ja vieraan pääoman rahoitussuhdetta. Näiden rahoitusparametrien ja edellisissä vaiheissa estimoitujen sisäisen korkokannan, kasvunopeuden

ja tulojakauman parametrin avulla lasketaan arvot muuttujille, joiden perusteella Fazerille lasketaan tasapainotilaan perustuvat verotus-, rahoitus- ja tuloslaskelma sekä tase. Laskelmista on nähtävissä muun muassa Fazerin menojen nopea kuluksi kirjaaminen alhaisten tuloverojen muodossa ja pienet korkokulut lisääntyneestä, mutta pääosin lyhytaikaisesta, vieraasta pääomasta huolimatta. Tasapainotilan mukaiset taseen vastattavien arvot eivät vastaa taseen toteutunutta kehitystä, mutta vastaavien puolella toteutunut kehitys liikkuu kohti tasapainotilaa, johon on kuitenkin vielä selvä ero.

Strategisen tilinpäätösanalyysin viimeinen vaihe on arvioida yrityksen tulevaa kehitystä ja määrittää yrityksen arvo. Tässä käytetään apuna edellä rahoitusprosessissa mallinnettua taseen tasapainotilaa. Koska mallinnettu tase jäi hyvin kauas mahdollisesta todellisesta tulevasta kehityksestä, osaa parametrien arvoista korjataan, jotta malli jatkaisi Fazerin kehitystä luontevasti myös strategisen vaiheen 2001–2005 jälkeen. Korjattu tasapainotila kuvaa jo varsin hyvin taseen kehitystä, ja tasearvot lähestyvät selvästi tasapainotilaa. Ennen arvonmäärittämistä yrityksen ennustamisjakso jaetaan strategiseen vaiheeseen ja loppuvaiheeseen. Lisäksi yrityksen arvon määrittämiseksi tarvitaan aikaisemmin estimoitujen parametrien ohella omistajien tuottovaatimus. Tätä tuottovaatimusta arvioidaan Capital Asset Pricing -mallin (CAPM) avulla. CAPM:n kaava sisältää beeta-kertoimen, jota arvioidaan Fazerin osalta vertaamalla yrityksen tilinpäätöstiedoista laskettuja tunnuslukuja ETLAn tilinpäätöstietokannan 500 suurimman yrityksen keskimääriisiin tunnuslukuihin. Omistajien tuottovaatimukseksi saadaan 6,31 prosenttia.

Edellä laskettujen ja osaksi korjattujen parametrien perusteella lasketaan arvot muuttujille, joiden avulla yrityksen oman pääoman arvoa määritetään kirja-arvon sekä lisä- ja tuottoarvon menetelmillä. Lisäarvomenetelmässä omaan pääomaan lisätään kausittain kertyvät lisäarvot diskontattuna tarkasteluhetkeen. Tuottoarvomenetelmässä tilikauden tulosten nykyarvosta vähennetään oman pääoman lisäsijoitukset diskontattuna tarkasteluhetkeen. Fazerin oman pääoman arvoa kuvaa parhaiten tuottoarvomenetelmä, koska Fazerin tulevaisuuteen sisältyy paljon potentiaalia. Realisointipoiston mukainen tuottoarvo omalle pääomalle on 1 343,01 miljoonaa euroa, kun strategisen jakson oletetaan jatkuvan 5 vuotta. Strategisen vaiheen pituudella onkin suuri merkitys yrityksen oman pääoman arvoon. Koska Fazerin tapauksessa yrityksen kasvun ja kannattavuuden oletetaan loppuvaiheen aikana laskevan strategisesta vaiheesta, strategisen vaiheen jatkumisella on oman pääoman arvoa korottava vaikutus, vaikka arvon kasvu hidastuukin strategisen vaiheen jatkuessa.

Aikaisemmin Laitinen (2002) käytti strategisen tilinpäätösanalyysin esimerkkiyrityksenä Nokian. Nokian ja Fazerin tuloksia verratessa kävi ilmi, että mallinnetut prosessit kuvasivat Nokian tapauksessa paremmin yrityksen kehitystä. Nokian kehitys olikin suurelta osin selvässä muutossuunnassa, kun taas Fazerin kohdalla monen tunnusluvun arvo vielä heilahteli ilman tiettyä muutossuuntaa. Tämä aiheutti sen, että Fazerin osalta useampia parametreja jouduttiin ennustamaan yrityksen luonnollisen kehityksen jatkamiseksi tulevaisuuden estimoinneissa. Mallinnettu kasvuprosessi kuvasi hyvin molempien yritysten kehitystä. Kun mallinnukseen tuli mukaan enemmän parametreja, ennustaminen nousi tärkeämmäksi osaksi analyysin tekoa. Suurin ero strategisen tilinpäätösanalyysin toteuttamisessa pörssiyrityksen ja osakeyrityksen välillä liittyi kuitenkin analyysin viimeiseen vaiheeseen eli yrityksen arvonmäärittämiseen. Ensinnäkin beeta-kerroin arvioitiin pörssiyrityksen tapauksessa osakkeen hintanoteerausten ja portfolioindeksin avulla, kun taas osakeyrityksen beeta-kerrointa tuli selvittää tilinpäätöstiedoista laskettujen tunnuslukujen avulla. Lisäksi pörssiyrityksellä on osakkeen hinnan markkina-arvon ansiosta mahdollista vertailla estimoitua osakkeen arvoa markkinoiden odotuksiin, mitä ei voida osakeyrityksen tapauksessa tehdä.

Tutkielmassa saavutetut tulokset osoittivat, että strategista tilinpäätösanalyysia voidaan soveltaa myös yritykseen, joka ei ole julkisesti noteerattu arvopaperipörssissä ja joka toimii yleisesti hitaasti kasvavalla toimialalla. Tulosten perusteella muuttujien arvot olivat herkkiä erityisesti kasvun ja kannattavuuden parametrien muutoksille. Ennusteiden avulla malli toimi myös yrityksen rahoitusprosessin mallintamisessa ja arvonmäärittämisessä. Malli antaa mahdollisuuden testata yrityksen arvonmäärittämisessä ja siihen liittyvien prosessien mallintamisessa erilaisia oletuksia yrityksen kasvunopeudesta, kannattavuudesta, strategisen vaiheen pituudesta tai muista parametreista.

## 6. JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkielman tarkoituksena oli testata strategista tilinpäätösanalyysia ja laajentaa menetelmän empiiristä soveltamisalaa. Tutkielman tutkimusote on nomoteettinen, koska se keskittyy olemassa olevan teorian testaamiseen. Kyse on empiirisestä, kvantitatiivisesta tutkimuksesta, jossa kuvaillaan, selitetään ja ennustetaan yrityksen kehitystä. Strategisen tilinpäätösanalyysin tavoite on hankkia kokonaiskuva kohdeyrityksen aikaisemmasta kehityksestä ja kehityksen jatkumisesta tulevaisuudessa sekä ennustaa sen perusteella yrityksen tulevaisuuden potentiaali ja määrittää lopuksi yrityksen arvo. Strateginen tilinpäätösanalyysi perustuu pitkiin aikasarjoihin, joiden perusteella estimoidaan yrityksen pitkän aikavälin perusprosessit, joita ovat kasvu-, tulontuottamis- ja rahoitusprosessi. Nämä prosessit kehittyvät pitkällä aikavälillä yrityksen valitseman strategian mukaan, mistä tulee myös menetelmän nimitys strateginen tilinpäätösanalyysi.

Aikaisemmat aikasarjatutkimukset ovat tärkeimpiä tutkielman kannalta. Pitkiä aikasarjoja hyödyntäviä tutkimuksia ovat tehneet muun muassa Wild ym. (2004), Ruuhela (1972, 1975, 1997), Suvas (1988) ja Laitinen (2002). Ruuhela (1972, 1975, 1997) ja Suvas (1988) tutkivat kasvun ja kannattavuuden vaikutusta yrityksen rahoitukseen. Wild ym. (2004) ja Laitinen (2002) tutkivat yrityksen arvon määrittämistä hankkimalla ensin yrityksestä kokonaiskuvan sen taloudelliseen tilaan ja tulevaisuuden mahdollisuuksiin liittyen. Tutkielma perustuu Laitisen (2002) tutkimukseen, jossa strategisen tilinpäätösanalyysin kohdeyrityksenä on ollut Nokia Oyj. Tutkielman tavoitteena oli soveltamisalan laajentamiseksi soveltaa menetelmää täysin toisentalalle ja lisäksi osakeyhtiöön, joka ei ole julkisesti noteerattu arvopaperipörssissä. Tutkielman kohdeyritykseksi valittiin Oy Karl Fazer Ab, jonka tilinpäätöstiedoista poimittiin vuodet 1995–2005.

Yrityksen menneen kehityksen taustalla vaikuttaa myös suhdannekehitys. Kohdeyrityksen tarkasteluajanjaksolla vuosien 1995–2005 aikana Suomen julkinen talous tasapainottui selvästi. Budjetti kääntyi ylijäämäiseksi ja bruttovelkaa lyhennettiin selvästi. Työllisyys parani ja bruttokansantuote kasvoi melko maltillisesti. Matala korkotaso hillitsi alhaisena pysynyttä inflaatiota. Suomen EU-jäsenyys vuoden 1995 alussa oli merkittävä tapahtuma elintarvikealalle, kun aikaisemmin suljetulla markkina-alueella toimineet yritykset joutuivat nopeasti kovenevan kansainvälisen ja kotimaisenkin kilpailun alaiseksi. Elintarvikkeiden hinnat laskivat, mutta kustannukset olivat nousussa. Alalla tehostettiin tuotantoa, yrityksiä fuusioitui ja meni konkurssiin kasvavan kilpailun myötä. Suuret muutokset heikensivät alan yritysten kannattavuutta. Elintarvikealaan vaikutti

voimakkaasti Venäjän talouskriisi, joka romahdutti viennin maahan. Venäjä, Ruotsi ja Viro olivat alan tärkeimmät vientimaat. Fazerin kehityksessä oli havaittavissa elintarvikealan suhdannekehitys. Erityisesti Venäjällä näytti olevan erittäin suuri merkitys yritykselle. Fazer konsernin suurimpia muutoksia olivat Fazer Makeistoimialan yhdistyminen Cloettan kanssa vuonna 2000 ja voimakas leipomotoimialan investointi Venäjälle.

Ennen varsinaista strategista tilinpäätösanalyysia sen perustaksi laskettiin perinteisen tilinpäätösanalyysin menetelmillä tunnuslukuja liittyen kannattavuuteen, kasvuun ja rahoitukseen. Fazerin tunnusluvut olivat tyydyttävällä tasolla. Strategisen tilinpäätösanalyysin ensimmäinen vaihe oli kokonaismenojen kasvuprosessi, jonka mallintamisen avuksi laadittiin tulo-menovirtalaskelma. Kasvuprosessin yhteydessä selvitettiin ennen kasvunopeuden estimointia yrityksen viimeinen strateginen vaihe, jolla viitattiin yrityksen systemaattiseen kehitysvaiheeseen. Regressioanalyysillä estimoitu vakioisen kasvuvauhdin malli toimi Fazerilla hyvin. Toisessa vaiheessa mallinnettiin tulontuottamisprosessi, jossa estimoitui menojen tulojen tuottamisen jakauma ja menojen keskimääräinen sitoutumisaika regressioanalyysin avulla. Estimoitu tulojakauma perustui oletukseen, että vuotuiset kokonaismenot tuottavat aina suhteellisesti samanlaisen tulovirran, joka pienenee tasaisella vauhdilla. Mallinnettu tulontuottamisprosessi kuvasi Fazerin tulojen kertymistä strategisen vaiheen lopulla hyvin.

Yrityksen rahoitusprosessin mallintaminen oli kolmas vaihe, jossa otettiin mukaan kuusi uutta rahoitusparametria kuvaamaan tuloverokantaa, vieraan pääoman korkokantaa, rahoitusomaisuuden tuottoa ja sen suhdetta menoihin, osingonjakosuhdetta ja vieraan pääoman rahoitussuhdetta. Estimoituihin parametreihin perustuvien muuttujien avulla laskettiin tasapainotilan mukaiset tilinpäätöslaskelmat. Tasapainotilan mukainen tase ei vastannut Fazerin kehitystä estimoiduilla parametrien arvoilla. Tämän vuoksi strategisen tilinpäätösanalyysin viimeisessä vaiheessa ennen analyysin päättävää yrityksen arvonnäytystä osa parametrien arvoista korjattiin. Korjaus oli välttämätön, jotta tasapainotila kuvasi luontevasti Fazerin tulevaa kehitystä jatkumona viimeiselle strategiselle kaudelle. Yrityksen arvon määrittäminen vaati yrityksen riskisyyttä mittaavan beeta-kertoimen selvitystä. Osakeyhtiön tapauksessa ei ole saatavissa osakkeen markkinahinnan aikasarjaa, joten beeta-kerroin arvioitiin yrityksen tilinpäätöstiedoista laskettujen tunnuslukujen avulla vertaamalla niitä ETLAn tilinpäätöstietokannan 500 suurimman yrityksen vastaavien tunnuslukujen keskimääräisiin arvoihin.

Näiden vaiheiden jälkeen strateginen tilinpäätösanalyysi päättyi yrityksen arvon määrittämiseen. Yrityksen omalle pääomalle lasketut arvot perustuivat kirja-arvoon, lisäar-



voon ja tuottoarvoon. Pienimmän arvon tuotti kirja-arvo, joka perustuu täysin menneelle kehitykselle. Lisäarvomenetelmä huomioi kausittain kertyvät lisäarvot diskonttaamalla ne tarkasteluhetkeen ja lisäämällä ne omaan pääomaan. Lisäarvomenetelmäkin perustuu osittain menneisyyteen, koska siinä on mukana myös kirja-arvon osuus, joka kohdeyrityksen tapauksessa muodosti suurimman osan lisäarvomenetelmällä lasketusta arvosta. Tuottoarvomenetelmässä oman pääoman lisäsijoitukset diskonttataan tarkasteluhetkeen ja vähennetään tilikauden tulosten nykyarvosta. Tuottoarvomenetelmä kuvasi parhaiten Fazerin oman pääoman arvoa, koska yritykselle on paljon tulevaisuuden potentiaalia varsinkin Venäjällä, mutta myös Pohjoismaissa ja Baltiassa.

Tutkielman tavoitteena oli verrata tuloksia Laitisen (2002) aikaisemmin saavuttamiin tuloksiin. Strategisessa tilinpäätösanalyysissä mallinnetut prosessit kuvasivat paremmin yritystä, jonka kehitys oli selvässä muutossuunnassa, eivätkä sen muuttujien arvot enää monessakaan tapauksessa hakeneet kasvusuuntaansa. Mikäli yrityksen muuttujat eivät noudattaneet selvää kehityssuuntaa, niiden arvot jouduttiin ennustamaan käyttämällä apuna kaikkea olemassa olevaa tietoa. Mitä enemmän mallissa oli parametreja, sitä enemmän parametrien arvoja jouduttiin ennustamaan. Lisäksi erityisesti kasvun ja kannattavuuden parametrien muutokset aiheuttivat nopeasti muutoksia muuttujien arvoissa.

Pörssiyritykselle laskettiin beeta-kerroin osakkeen markkinahinnan kehityksen ja portfolioindeksin perusteella, kun taas osakeyhtiölle sitä arvioitiin tilinpäätöstietojen ja suuren vertailuaineiston avulla. Pörssiyrityksen arvonmäärittämisestä teki erityisen mielenkiintoisen se, että mallinnettuja oman pääoman arvoja saatettiin verrata osakkeen markkinahintaan. Vertailu antoi viitteitä, minkälaiset odotukset markkinoilla oli pörssiyrityksen strategisen vaiheen jatkumisesta. Osakeyhtiön tapauksessa oman pääoman arvonmäärittäminen perustuu yksinomaan olemassa olevan tiedon perusteella arvioituun kehitykseen. Tulokset kuitenkin osoittivat, että strateginen tilinpäätösanalyysi tarjoaa käyttökelpoisen mallin yrityksen pitkän aikavälin perusprosessien mallintamiseen ja yrityksen arvon määrittämiseen erilaisilla parametrien arvoilla testattuna myös tutkielman kohdeyrityksenä toimineelle osakeyhtiölle.

## LÄHDELUETTELO

- Ahonen, Guy (1998). *Henkilöstötilinpäätös – Yrityksen ikkuna menestykselliseen tulevaisuuteen*. Helsinki: Yrityksen tietokirjat.
- Amir, Eli & Baruch Lev (1996). Value-relevance of Nonfinancial information: The Wireless Communications industry. *Journal of Accounting & Economics* 22, 3–30.
- Bacidore, Jeffrey M., John A. Boquist, Todd T. Milbourn & Anjan V. Thakor (1997). The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal* May/June, 11–20.
- Brown, Paul R. (1998). A Model for Effective Financial Analysis. *The Journal of Financial Statement Analysis*, Summer, 60–63.
- Bryman, Alan (2004). *Social Research Methods*. 2. painos. Oxford etc.: Oxford University Press.
- Creswell, John W. (2003). *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*. 2. painos. Thousand Oaks etc.: Sage Publications.
- Deng, Zhen, Baruch Lev & Francis Narin (1999). Science and Technology as Predictors of Stock Performance. *Financial Analysts Journal* 55:3, 20–32.
- Elintarviketeollisuusliitto ry* [online]. [siteerattu 21.2.2005]. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.etl.fi/>>.
- ETLA. Suhdanne, 4/1995, 3/1996, 4/1996, 3/1997, 4/1997, 3/1998, 4/1998, 1/1999, 2/1999, 3/1999, 4/1999, 3/2000, 4/2000, 3/2001, 4/2001, 3/2002, 4/2002, 3/2003, 4/2003, 3/2004, 4/2004, 3/2005, 4/2005, 2/2006. Helsinki: Taloustieto Oy.
- Friigo, Mark L. (2003). Guidelines for Strategic Financial Analysis. *Strategic Finance* 85:5 [online] [siteerattu 6.4.2004]. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://web.ebscohost.com/ehost/detail?vid=6&hid=7&sid=8e769350-18b3-44c2-a8b0-337afc7eefd0%40sessionmgr102>>.

- Hartmann, Matthias H. (1999). Theory and practice of technological corporate assessment. *International Journal of Technology Management* 17:4, 504–521.
- Heikkilä, Tarja (2002). *Tilastollinen tutkimus*. Helsinki: Edita.
- Hirsjärvi, Sirkka, Pirkko Remes & Paula Sajavaara (2001). *Tutki ja kirjoita*. Helsinki: Kustannusosakeyhtiö Tammi.
- Kallunki, Juha-Pekka & Erkki Kytönen (2002). *Uusi tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Kallunki, Juha-Pekka & Jaakko Niemelä (2004). *Uusi yrityksen arvonmäärittäminen*. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Kaplan, Robert S. & David P. Norton (1992). The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance. *Harvard Business Review* January–February, 71–79.
- Kaplan, Robert S. & David P. Norton (1993): Putting the Balanced Scorecard to Work. *Harvard Business Review* September–October, 134–147.
- Kaplan, Robert S. & David P. Norton (1996 a). Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System. *Harvard Business Review* January–February, 75–85.
- Kaplan, Robert S. & David P. Norton (1996 b). *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. Boston: Harvard Business School Press.
- Kaplan, Robert S. & David P. Norton (2001). *The Strategy-Focused Organization: How Balanced Scorecard Companies Thrive in the New Business Environment*. Boston: Harvard Business School Press.
- Laitinen, Erkki K. (2002). *Strateginen tilinpäätösanalyysi – Perinteisestä analyysistä yrityksen arvon määrittämiseen*. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Leppiniemi, Jarmo & Raili Leppiniemi (1997). *Tilinpäätöksen tulkinta*. Helsinki: WSOY.

- Lev, Baruch (2001). *Intangibles: Management, Measurement and Reporting*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.
- Lev, Baruch & Paul Zarowin (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research*, Autumn 37:2, 353–385.
- Mouritsen, J., H. T. Larsen & P. N. D. Bukh (2001). Intellectual Capital and the 'Capable Firm': Narrating, Visualising and Numbering for Managing Knowledge. *Accounting, Organizations and Society* 26: 7/8, 735–762.
- Neilimo, Kari & Juha Näsi (1980). *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede – tutkimus positivismin soveltamisesta*. Tampere: Tampereen yliopisto.
- Nissim, Doron & Stephen H. Penman (2001). Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice. *Review of Accounting Studies* 6, 109–154.
- O'Hanlon, John & Ken Peasnell (1998). Wall Street's Contribution to Management Accounting: the Stern Stewart EVA Financial Management System. *Management Accounting Research* 9, 421–444.
- Oy Karl Fazer Ab. Vuosikertomus, 1995–2006 a. Helsinki: Oy Karl Fazer Ab.
- Oy Karl Fazer Ab (2006 b). *Oy Karl Fazer Ab:n historia* [online] [siteerattu 2.11.2006]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: [http://www.fazergroup.com/templates/Fazer\\_Information.aspx?id=1230&epslanguage=FI](http://www.fazergroup.com/templates/Fazer_Information.aspx?id=1230&epslanguage=FI)>.
- Oy Karl Fazer Ab (2007). *Oy Karl Fazer Ab:n uutiset* [online] [siteerattu 2.4.2007]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: [http://www.fazergroup.com/templates/Fazer\\_NewsList.aspx?id=50&epslanguage=FI](http://www.fazergroup.com/templates/Fazer_NewsList.aspx?id=50&epslanguage=FI)>.
- Penman, Stephen H. (2001). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York etc.: McGraw-Hill/Irwin.
- Rauhanen, Timo & Ari Peltoniemi (2006). *Elintarvikkeiden ja ruokapalveluiden arvonnäkökulma EU:ssa ja Suomessa* [online]. Helsinki: Valtion taloudellinen tutkimuskeskus [siteerattu 4.4.2007]. Saatavana World Wide Webistä: <URL: [http://en.vatt.fi/file/vatt\\_publication\\_pdf/t122.pdf](http://en.vatt.fi/file/vatt_publication_pdf/t122.pdf)>.

- Ruuhela, Reijo (1972). *Yrityksen kasvu ja kannattavuus*. Acta Academiae Oeconomicae Helsingiensis A:8.
- Ruuhela, Reijo (1975). *Yrityksen kasvu ja rahoitus*. Helsinki: Oy Gaudeamus Ab.
- Ruuhela, Reijo (1997). *Kasvu, Kannattavuus ja Rahoitus yrityskulttuurin peruspiirteinä: Luennot*. 178 s. Julkaisematon. Vaasan yliopisto.
- Salmi, Timo & Marko Järvenpää (2000). Laskentatoimen case-tutkimus ja nomoteettinen tutkimusajattelu sulassa sovussa. *Liiketaloudellinen aikakauskirja* 49:2, 263–275.
- Stark, Andrew W. & Hardy M. Thomas (1998). On the Empirical Relationship between Market Value and Residual Income in the U.K. *Management Accounting Research* 9, 445–460.
- Stickney, Clyde P. & Paul R. Brown (1999). *Financial Reporting and Statement Analysis: A Strategic Perspective*. Fort Worth: The Dryden Press.
- Suvas, Arto (1988). *Yrityksen pitkän aikavälin kannattavuus, kasvu ja rahoituksen riittävyys*. Vaasa: Vaasan korkeakoulu.
- Sveiby, Karl E. (1997). *The New Organizational Wealth: Managing & Measuring Knowledge-Based Assets*. San Francisco: Berrett-Koehler Publishers, Inc.
- Uusitalo, Hannu (1991). *Tiede, tutkimus ja tutkielma – Johdatus tutkielman maailmaan*. Porvoo: WSOY.
- Wild, John J., K. R. Subramanyam & Robert F. Halsey (2004). *Financial Statement Analysis*. 8. painos. New York etc.: McGraw-Hill Inc.

## LIITE 1.

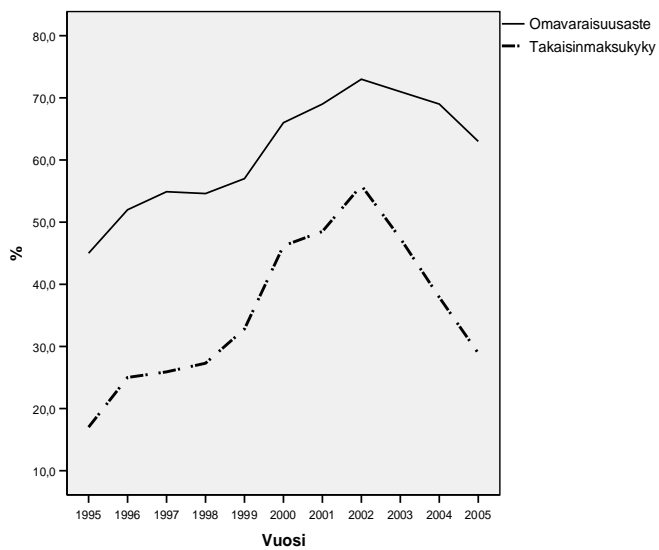
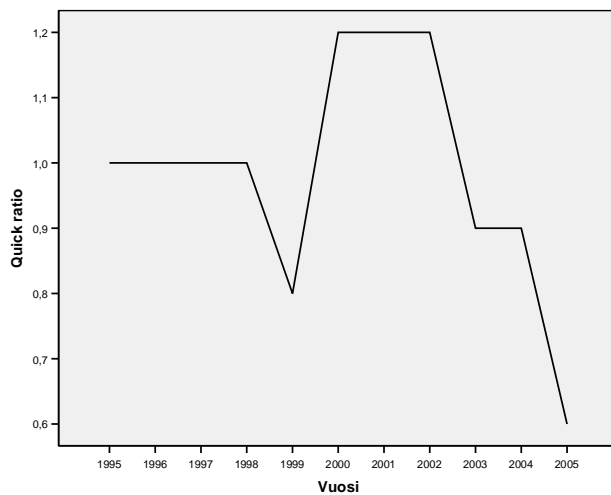
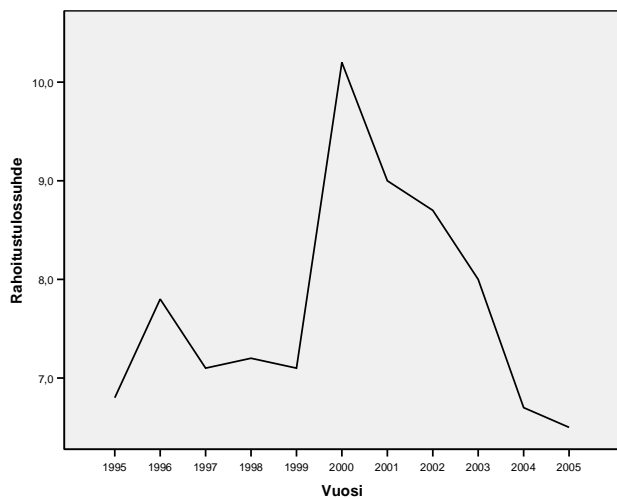
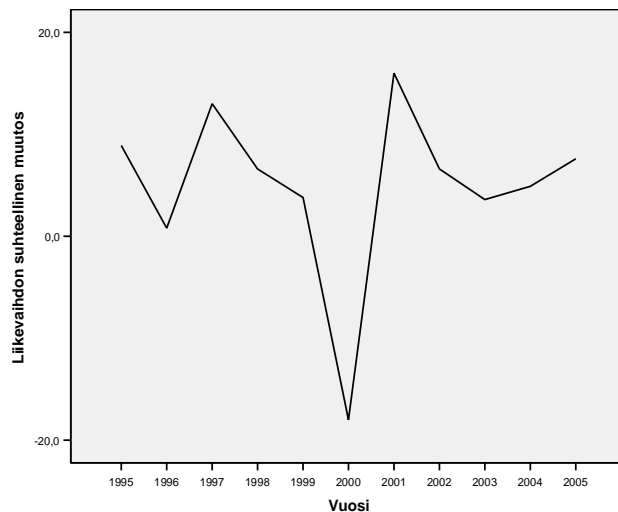
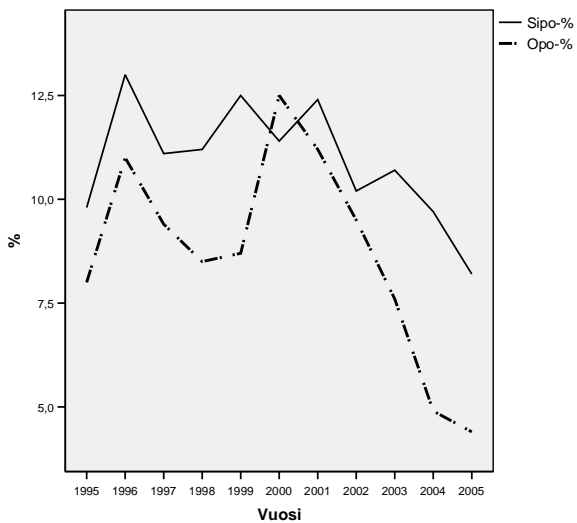
## Oy Karl Fazer Ab:n oikaistut tilinpäätöstiedot vuosilta 1995–2005 (ETLAn tilinpäätöstietokanta).

TULOS-LASKELMA	199512	199612	199712	199812	199912	200012	200112	200212	200312	200412	200512
<b>Liikevaihto</b>	659,3	664,7	751,3	800,8	831,0	681,3	790,3	842,7	873,3	916,3	986,3
+ Liiketoiminnan muut tuotot	5,9	5,7	6,2	9,4	11,4	3,8	2,5	4,1	12,3	5,6	5,2
+ Osakkuusyhtiöiden liiketoiminta	0,0	-0,7	0,0	-0,2	0,0	10,9	16,8	8,1	6,4	5,6	6,4
- Ainekulut	271,1	264,7	303,8	312,2	324,5	250,9	291,2	305,7	314,7	333,9	355,8
- Ulkopuoliset palvelut	0,0	0,0	0,0	0,0	3,9	0,0	5,3	16,7	7,4	5,7	6,2
- Henkilökulut	207,9	209,2	234,7	249,7	258,4	236,4	278,2	286,6	306,6	322,2	348,2
- Vuokrat	7,2	7,7	9,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Muut kulut	115,4	124,3	142,6	179,6	183,0	140,9	161,0	173,6	182,0	194,8	211,4
+ Valmisteveraston lisäys	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-1,1	-0,2	-0,1	-0,2	1,1	0,3
<b>Käyttökate</b>	63,6	63,8	66,6	68,5	72,6	66,7	73,7	72,1	81,1	72,0	76,6
- Oikaistut poistot	28,6	28,1	31,3	36,3	36,8	33,1	33,4	38,6	42,0	42,3	47,1
<b>Liiketulos</b>	35,0	35,7	35,3	32,2	35,8	33,6	40,3	33,5	39,1	29,7	29,5
+ Rahoitustuotot	0,0	6,6	0,0	2,2	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Osinkotuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	2,0	1,6	1,4	3,6	1,9
+ Korkotuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,5	3,8	4,9	3,7	7,4	1,9
+ Muut rahoitustuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Rahoituskulut	5,9	7,1	0,0	5,5	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Valuuttakursierot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,4
- Korkokulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,9	3,6	3,2	2,7	10,1	4,9
- Muut rahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Välittömät verot	13,1	10,4	12,7	8,8	13,1	-1,0	4,6	1,2	11,6	11,4	9,3
+ Laskelman tassa	0,0	-0,7	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	16,0	24,1	22,5	21,7	23,0	37,0	37,9	35,6	29,9	19,2	17,7
+ Satunnaiset muut tuotot	17,8	0,0	12,7	3,9	6,3	41,5	16,8	42,6	4,2	12,9	8,7
- Satunnaiset muut kulut	0,3	0,2	0,0	4,8	1,4	15,2	5,6	14,0	2,5	3,7	2,3
<b>Kokonaistulos</b>	33,5	23,9	35,3	20,8	27,9	63,3	49,1	64,2	31,6	28,4	24,1
- Poistoero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Varausten kasvu	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Muut oikaisuerät	-4,0	1,5	3,3	-0,3	-0,7	0,0	-0,4	0,4	-1,1	-1,4	0,9
- Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	3,8	2,8	3,0	3,9	2,9	2,4	3,0	4,2
<b>Kirjanpidon tulos</b>	33,8	22,4	32,0	17,4	25,7	60,3	45,6	60,9	30,3	26,8	19,0
+Välittömät verot	13,1	10,4	12,7	8,8	13,1	-1,0	4,6	1,2	11,6	11,4	9,3
<b>Verotettava tulos</b>	46,9	32,8	44,7	26,1	38,8	59,4	50,2	62,1	41,9	38,2	28,3
Verokanta-%	28,0	31,8	28,4	33,5	33,7	-1,6	9,2	1,9	27,7	29,8	32,9

<b>TASE</b>	<b>199512</b>	<b>199612</b>	<b>199712</b>	<b>199812</b>	<b>199912</b>	<b>200012</b>	<b>200112</b>	<b>200212</b>	<b>200312</b>	<b>200412</b>	<b>200512</b>
Käyttöomaisuus	283,6	279,9	288,1	292,8	300,9	300,7	319,8	307,7	341,5	341,2	428,0
Kertynyt poistoero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihto-omaisuus	40,0	36,7	40,3	39,1	37,2	21,0	23,2	24,4	27,0	28,7	31,6
Rahoitusomaisuus	155,2	118,2	132,7	136,8	134,8	166,9	171,1	208,1	191,1	201,4	189,4
Muu vastaava	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>VASTAAVAA YHTEENSÄ</b>	<b>479,3</b>	<b>434,8</b>	<b>461,1</b>	<b>468,8</b>	<b>472,8</b>	<b>488,7</b>	<b>514,2</b>	<b>540,2</b>	<b>559,7</b>	<b>571,3</b>	<b>649,0</b>
Oma pääoma	139,1	204,0	228,8	230,4	269,6	323,3	354,6	395,0	394,1	394,6	409,0
Kertynyt poistoero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	55,5	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	112,9	89,1	77,9	72,1	20,9	10,7	8,5	4,2	1,9	1,7	2,2
Lyhytaikaiset velat	150,9	119,1	129,9	140,7	161,5	141,1	138,5	127,4	147,6	160,4	221,7
Muu vastattava	21,0	22,5	24,5	25,6	20,5	13,7	12,6	13,6	16,1	14,6	16,1
<b>VASTATTAVAA YHTEENSÄ</b>	<b>479,3</b>	<b>434,8</b>	<b>461,1</b>	<b>468,8</b>	<b>472,8</b>	<b>488,7</b>	<b>514,2</b>	<b>540,2</b>	<b>559,7</b>	<b>571,3</b>	<b>649,0</b>

**LIITE 2.**

**Oy Karl Fazer Ab:n aikasarjojen kuvaajat**





## LIITE 3.

## Oy Karl Fazer Ab:n aikasarjajkorrelaatiot

		Sijoitetun pääoman tuotto, %	Oman pää- oman tuotto, %	Liikevaihdon muutos	Rahoitustu- lossuhde	Quick ratio	Omava- raisuus- aste	Ta- kaisin- maksu- kyky
Sijoitetun pääoman tuotto, %	Pearson Correlation	1	,771(**)	-,127	,420	,449	-,169	,073
	Sig. (2- tailed)		,005	,711	,199	,166	,619	,832
	N	11	11	11	11	11	11	11
Oman pääoman tuotto, %	Pearson Correlation	,771(**)	1	-,346	,794(**)	,796(**)	-,061	,260
	Sig. (2- tailed)	,005		,298	,004	,003	,858	,440
	N	11	11	11	11	11	11	11
Liikevaihdon muu- tos	Pearson Correlation	-,127	-,346	1	-,536	-,172	-,120	-,204
	Sig. (2- tailed)	,711	,298		,090	,613	,724	,547
	N	11	11	11	11	11	11	11
Rahoitustulosuhde	Pearson Correlation	,420	,794(**)	-,536	1	,776(**)	,478	,708(*)
	Sig. (2- tailed)	,199	,004	,090		,005	,137	,015
	N	11	11	11	11	11	11	11
Quick ratio	Pearson Correlation	,449	,796(**)	-,172	,776(**)	1	,195	,471
	Sig. (2- tailed)	,166	,003	,613	,005		,565	,144
	N	11	11	11	11	11	11	11
Omavaraisuusaste	Pearson Correlation	-,169	-,061	-,120	,478	,195	1	,928(**)
	Sig. (2- tailed)	,619	,858	,724	,137	,565		,000
	N	11	11	11	11	11	11	11
Takaisinmaksukyky	Pearson Correlation	,073	,260	-,204	,708(*)	,471	,928(**)	1
	Sig. (2- tailed)	,832	,440	,547	,015	,144	,000	
	N	11	11	11	11	11	11	11

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**LIITE 4.****Tulo-menovirran laskentakaava (vrt. Laitinen 2002: 93–94).**

<b>Liiketoiminnan tuotot</b>	Liikevaihto + Liiketoiminnan muut tuotot
- Lyhytvaikutteiset menot	Ainekulut + Ulkopuoliset palvelut + Henkilökulut + Vuokrat + Muut kulut - Valmisteveraston lisäys + Vaihto-omaisuuden muutos
= Menojäämä 1	
- Pitkävaikutteiset menot (investoinnit)	Oikaistut poistot + Käyttöomaisuuden muutos + Kertyneen poistoeron muutos
= Menojäämä 2	
+ Rahoitustuotot	Rahoitustuotot + Osinkotuotot + Korkotuotot + Muut rahoitustuotot + Valuuttakurssierot + Laskelman tasaus + Osakkuusyhtiöiden liiketoiminta
- Rahoituskulut	Korkokulut + Muut rahoituskulut
- Verot	Välittömät verot
- Osingot	Maksetut osingot
<b>= Nettokassavirta</b>	
+ Satunnaiset tuotot - Satunnaiset kulut	Satunnaiset muut tuotot - Satunnaiset muut kulut
- Rahoitusomaisuuden lisäys	Rahoitusomaisuuden muutos
+ Lyhytaikaisen vieraan pääoman lisäys	Lyhytaikaisten velkojen muutos
+ Pitkäaikaisen vieraan pääoman lisäys	Pitkäaikaisten velkojen muutos
+ Oman pääoman lisäys	Oman pääoman muutos - Kirjanpidon tulos - Osingot
+ Muiden taseen erien muutos	Kertyneiden poistoerojen muutos + Varausten muutos + Muu vastattava (taseesta) - Varausten kasvu (tulolaskelmasta) - Poistoerot - Muut oikaisuerät - Vähemmistön osuus tuloksesta
<b>= Rahan käyttö - Rahan lähteet = 0</b>	



**LIITE 6.****Rahoitusprosessin mallin muuttujat ja niiden kaavat (vrt. Laitinen 2002: 161).**

<b>Mallin muuttuja</b>	<b>Muuttujan kuvaus</b>	<b>Muuttujien kaavat</b>
T	tulo-menosuhde	$(1+r-d)(1+g)/[(1+g-d)(1+r)]$
T <sub>0</sub>	tulot kaudella 0	$M_0(1+r-d)(1+g)/[(1+g-d)(1+r)]$
V <sub>0</sub>	vieras pääoma kaudella 0	$-v D_0(1+g)/g$
S <sub>0</sub>	oma pääoma kaudella 0 ilman kertyneitä voittovaroja	$-(1-v) D_0(1+g)/g$
E <sub>0</sub>	kertyneet voittovarot kaudella 0	$[D_0 - P_0 + M_0 + M_0 H g / (1+g)](1+g)/g$
H <sub>0</sub>	rahoitusomaisuus kaudella 0	$H M_0$
D <sub>0</sub>	rahoitusjäämä kaudella 0	$[g / (g - i v (1-f)(1-o))] [T_0(1-f)(1-o) + P_0(f+o(1-f)) - M_0(1+g-hH(1-f)(1-o) + Hg) / (1+g)]$
P <sub>t</sub> / M <sub>t</sub>	kulut/menot	$(\text{liikevaihto}_t - \text{liiketulos}_t) / M_t$
A <sub>t</sub> / M <sub>t</sub>	omaisuus/menot	$(1 - P_t / M_t)(1+g)/g$

## LIITE 7.

Rahoitusprosessin mallinnuksessa johdettavat laskelmat ja niiden kaavat (Laitinen 2002: 156–157).

VEROLASKELMA	Termien kaavat
Tulot, $T_t$	$T_t$
- Kulut, $P_t$	$- P_t$
- Korkokulut, $K_t$	$- i V_{t-1}$
+ Korkotuotot, $N_t$	$+ h H_{t-1}$
= Verotettava tulos, $U_t$	$= T_t - P_t - i V_{t-1} + h H_{t-1}$
Verot, $F_t = f$ Verotettava tulos, $U_t$	$f ( T_t - P_t - i V_{t-1} + h H_{t-1} )$

RAHOITUSLASKELMA	Termien kaavat
Tulot, $T_t$	$T_t$
- Menot, $M_t$	$- M_t$
- Korkokulut, $K_t$	$- i V_{t-1}$
- Verot, $F_t$	$- f ( T_t - P_t - i V_{t-1} + h H_{t-1} )$
+ Korkotuotot, $N_t$	$+ h H_{t-1}$
- Osingot, $O_t$	$- o ( 1 - f ) ( T_t - P_t - i V_{t-1} + h H_{t-1} )$
- Rahoitusomaisuuden lisäys, $H_t - H_{t-1}$	$- H_t + H_{t-1}$
= Rahoitusjäämä, $D_t$	$= ( 1 - o ) ( 1 - f ) ( T_t - P_t - i V_{t-1} + h H_{t-1} ) + P_t - M_t - H_t + H_{t-1}$

TULOSLASKELMA	Termien kaavat
Tulot, $T_t$	$T_t$
- Kulut, $P_t$	$- P_t$
- Korkokulut, $K_t$	$- i V_{t-1}$
- Verot, $F_t$	$- f ( T_t - P_t - i V_{t-1} + h H_{t-1} )$
+ Korkotuotot, $N_t$	$+ h H_{t-1}$
= Tilikauden tulos, $W_t$	$= ( 1 - f ) ( T_t - P_t - i V_{t-1} + h H_{t-1} )$

TASE	Termien kaavat
<b>Vastaavaa</b>	
Rahoitusomaisuus, $H_t$	$H M_t$
Vaihto-omaisuus ja käyttöomaisuus, $A_t$	$A_t$
Taseen loppusumma, $C_t$	$H M_t + A_t$
<b>Vastattavaa</b>	
Oma pääoma, $S_t$	$( 1 - v ) ( - D_t ) ( 1 + g ) / g$
Kertyneet voittovarot, $E_t$	$W_t ( 1 - o ) ( 1 + g ) / g$
Vieras pääoma, $V_t$	$v ( - D_t ) ( 1 + g ) / g$
Taseen loppusumma, $C_t$	$( W_t ( 1 - o ) - D_t ) ( 1 + g ) / g$

## LIITE 8.

## Oy Karl Fazer Ab:lle lasketut mallin tekijöiden arvot strategiselle vaiheelle ja loppuvaiheelle.

Lasketut arvot	Tekijän vaihearvo	Tekijän loppuarvo	Tekijä
Tulo-menosuhde	1,0225	1,0307	T
Tulot kaudella 0	1081,92	1090,58	T <sub>0</sub>
Vieras pääoma kaudella 0 (Fazerin poisto)	338,50	406,87	V <sub>0</sub>
Vieras pääoma kaudella 0 (realisointipoisto)	554,71	530,17	V <sub>0</sub>
Vieras pääoma kaudella 0 (suhteellinen poisto)	668,90	630,27	V <sub>0</sub>
Vieras pääoma kaudella 0 (annuiteettipoisto)	611,99	583,01	V <sub>0</sub>
Oma pääoma kaudella 0 (Fazerin poisto)	225,67	271,25	S <sub>0</sub>
Oma pääoma kaudella 0 (realisointipoisto)	369,80	353,45	S <sub>0</sub>
Oma pääoma kaudella 0 (suhteellinen poisto)	445,93	420,18	S <sub>0</sub>
Oma pääoma kaudella 0 (annuiteettipoisto)	407,99	388,67	S <sub>0</sub>
Kertyneet voittovarot kaudella 0 (Fazerin poisto)	319,34	527,22	E <sub>0</sub>
Kertyneet voittovarot kaudella 0 (realisointipoisto)	474,49	607,77	E <sub>0</sub>
Kertyneet voittovarot kaudella 0 (suhteellinen poisto)	556,44	673,16	E <sub>0</sub>
Kertyneet voittovarot kaudella 0 (annuiteettipoisto)	515,60	642,29	E <sub>0</sub>
Rahoitusomaisuus kaudella 0	243,36	243,36	H <sub>0</sub>
Rahoitusjäämä kaudella 0 (Fazerin poisto)	-44,20	-35,35	D <sub>0</sub>
Rahoitusjäämä kaudella 0 (realisointipoisto)	-72,43	-46,07	D <sub>0</sub>
Rahoitusjäämä kaudella 0 (suhteellinen poisto)	-87,34	-54,76	D <sub>0</sub>
Rahoitusjäämä kaudella 0 (annuiteettipoisto)	-79,91	-50,66	D <sub>0</sub>
Kulut / Menot (Fazerin poisto)	0,9526	0,9526	P
Kulut / Menot (realisointipoisto)	0,9144	0,9385	P
Kulut / Menot (suhteellinen poisto)	0,8943	0,9271	P
Kulut / Menot (annuiteettipoisto)	0,9043	0,9325	P
Omaisuus / Menot (Fazerin poisto)	0,6050	0,9091	A
Omaisuus / Menot (realisointipoisto)	1,0922	1,1795	A
Omaisuus / Menot (suhteellinen poisto)	1,3495	1,3990	A
Omaisuus / Menot (annuiteettipoisto)	1,2213	1,2953	A
Tilikauden tulos kaudella 0 (Fazerin poisto)	55,44	60,91	W <sub>0</sub>
Tilikauden tulos kaudella 0 (realisointipoisto)	82,37	70,21	W <sub>0</sub>
Tilikauden tulos kaudella 0 (suhteellinen poisto)	96,60	77,77	W <sub>0</sub>
Tilikauden tulos kaudella 0 (annuiteettipoisto)	89,51	74,20	W <sub>0</sub>
Tilikauden tulos kaudella 0 - tuottovaatimus (Fazerin poisto)	23,73	13,13	
Tilikauden tulos kaudella 0 - tuottovaatimus (realisointipoisto)	33,25	12,70	
Tilikauden tulos kaudella 0 - tuottovaatimus (suhteellinen poisto)	38,28	12,35	
Tilikauden tulos kaudella 0 - tuottovaatimus (annuiteettipoisto)	35,78	12,51	
Osingot / Oma pääoma tilikauden alussa (Fazerin poisto)	0,0606	0,0442	
Osingot / Oma pääoma tilikauden alussa (realisointipoisto)	0,0581	0,0423	
Osingot / Oma pääoma tilikauden alussa (suhteellinen poisto)	0,0574	0,0412	
Osingot / Oma pääoma tilikauden alussa (annuiteettipoisto)	0,0577	0,0417	