

PETRI SAHLSTRÖM

Yrityksen arvonmäärityksen haasteet nykyaikaisilla rahoitusmarkkinoilla¹

Mikä on yrityksen arvo? Miten yrityksen arvo määräytyy? Näihin kysymyksiin vastausta etsivät rahoitusmarkkinoilla toimivat osapuolet päivittäin. Esimerkkeinä näistä osapuolista mainittakoon sijoittajat, yritysanalytytöt, rahoitusta hankkivat yritykset, investointipankkiirit, yrityksiään myyvät yrittäjät ja erilaiset viranomaiset, joiden täytyy selvittää esimerkiksi perinnönjakoa varten yrityksen arvo. Tämän joukon perusteella on varsin selvää, että yrityksen arvoa etsivä joukko on varsin heterogeeninen, niin osaamistasoltaan kuin myös käytössä olevilta resursseiltaan. Toisaalta kaikilla on sama kiinnostuksen kohde: yrityksen arvo.

Tässä esitelmässä keskityn tarkastelemaan niitä yhteiskunnassa tapahtuneita ja tapahtuvia muutoksia, jotka heijastuvat rahoitusmarkkinoille ja tuovat mukanaan uusia haasteita yrityksen arvonmäärittäjille. Lisäksi pyrin hahmottamaan tutkimusalueita, joiden avulla akateeminen tut-

kimus voi näihin haasteisiin omalta osaltaan vastata.

Koska rahoitusmarkkinoiden merkitys nykyaikaisessa yhteiskunnassa on varsin korostunut, on myös yritysten arvonmäärityksellä merkitystä koko yhteiskunnan kannalta. Yrityksen arvo koskettaa esimerkiksi jokaista suomalaista veronmaksajaa, sillä valtiomme on varsin merkittävä yritysten omistaja. Näin ollen hyvinvointimme on suoraan riippuvainen näiden yritysten menestyksestä ja arvosta. Esimerkinä voisi mainita tilanteen, jossa Soneran arvo oli muutama vuosi sitten niin suuri sijoittajien mielestä, että summa olisi riittänyt koko valtioneulan takaisinmaksuun. Tämä esimerkki on vain yksi osoitus arvon merkityksestä, sillä erilaisten välillisten vaikutusten merkitys on suurempi yhteiskunnan kannalta.

Merkityksensä seurauksena arvonmääritys on myös saanut tutkijoiden huomiota osakseen. Tutkijoiden kiinnostuksen kohteena on ollut ar-

¹ Virkaanastujaisesityelmä Vaasan yliopistossa 27.1.2004.

DISCUSSION

vonmäärityksen teorian kehittäminen ja toisaalta empiirinen tutkimus siitä miten yritysten arvo määräytyy osakemarkkinoilla. Jopa sijoittajien käyttäytymistä osakemarkkinoilla on tutkittu viime vuosina varsin paljon.

Osakemarkkinoiden käyttö empiirisen tutkimuksen tutkimuslaboratoriona perustuu ajatukseen, että osakkeen tämänhetkinen hinta markkinoilla on paras arvaus yrityksen arvosta. Tässä on hyvä huomioida se, että arvo ja hinta eivät ole välttämättä yhtä suuria. Hinnalla tarkoitetaan toteutunutta kauppahintaa, kun taas arvo voi olla korkeampi tai matalampi kuin hinta. Lisäksi yrityksen arvo voi olla eri markkinaosapuolille erisuuri. Esimerkkinä mainittakoon yrityskauppa, jossa teollinen ostaja näkee synergiaetuja ja sitä kautta arvon suuremmaksi kuin muut markkinaosapuolet.

Tästä huolimatta osakemarkkinoilla toteutuvaa hintaa voidaan perustellusti pitää hyvänä lähtökohdana arvolle tutkimuksissa, koska osakemarkkinoilla hinnan määräytyminen tapahtuu suuren joukon tekemien arviointien perusteella. Näin ollen hinta ei ole vain yhden sijoittajan arvaus vaan eräänlainen markkinaosapuolten keskimääräinen arvaus yrityksen arvosta. Lisäksi osakemarkkinat ovat äärimmäinen esimerkki täydellisen kilpailun markkinoista. Vertauksena voisi olla kesäinen mansikoiden torikauppa, jossa yhden myyjän on mahdotonta myydä mansikoitaan kaksinkertaisella hinnalla naapurimyyjiin verrattuna. Sama toimii myös osakemarkkinoilla, markkinahinnat sopeutuvat heti kysynnässä ja tarjonnassa tapahtuviin muutoksiin ja yksittäisen sijoittajan on lähes mahdotonta vaikuttaa osakkeen hintaan merkittävästi omilla kaupoillaan. Torikauppaan erona on tosin se, että osakemarkkinat ovat nykyään täysin globaalisti toimivat, eli osakkeita ostaessaan tai myydessään sijoittajan ei tarvitse rajoittua

vain yhteen markkinapaikkaan. Tämä lisää markkinoiden kilpailua ja siten edelleen tehostaa hinnanmuodostumisprosessia.

Teoreettisen tutkimuksen kulmakivenä on ollut jo pitkään ajatus siitä, että yrityksen arvo on sen tuottamien kassavirtojen nykyarvo. Toisinsanoin arvo on tulevaisuuden kassavirtojen summa kun kassavirrat muutetaan vastaamaan nykyistä rahan arvoa. Tämä teoreettinen lähtökohta on varsin yksinkertainen, sillä sen perusteella arvonmäärittämiseen tarvitaan tulevaisuuden kassavirtaennusteet ja tuottovaatimus, eli ns. diskonttaus korko, jolla nämä kassavirrat muutetaan vastaamaan nykyistä rahan arvoa. Tuottovaatimus taas määräytyy kassavirtoihin liittyvän riskin perusteella, sillä rahoitusteorian mukaan sijoittajat vaativat korkeampaa tuottoa riskin kasvaessa.

Valitettavasti yksinkertaisen teorian käytäntöön soveltaminen ei ole yksinkertaista. Vanhan sanonnan mukaan ennustaminen on vaikeaa, erityisesti tulevaisuuden ennustaminen. Valitettavasti edellinen teoria osoittaa, että yrityksen arvo määräytyy nimenomaan tulevaisuuden ennusteiden perusteella. Tämän seurauksena arvonmäärittäjän tehtävänä ei ole helppo, sillä hänen tehtävänä on ennustaa kassavirrat ja arvioida millainen riski niihin sisältyy.

Näiden ennusteiden tekemiseen ja siten arvonmäärityksen onnistumiseen vaikuttaa kaksi päätekijää: minkälaista informaatiota on saatavilla ja kuinka tämä informaatio tulkitaan. Perehtymällä näissä kahdessa seikassa tapahtuneisiin muutoksiin voimme tarkastella minkälaisia uusia haasteita nykyaikaiset rahoitusmarkkinat tarjoavat arvonmäärityksen tekijöille ja tutkijoille. Lisäksi voimme hahmottaa niitä tutkimusalueita, joissa tieteellistä tutkimusta olisi syytä tehdä nyt ja lähitulevaisuudessa.

Mikä on siis muuttunut informaation saa-

tavuudessa ja sen tulokannassa? Entä miten rahoitusmarkkinat ovat reagoineet näihin muutoksiin? Nämä muutokset liittyvät läheisesti koko yhteiskuntaa koskettaviin trendeihin. Näistä trendeistä tai muutoksista voidaan pitää tärkeimpinä aineettoman pääoman merkityksen korostumista yritystoiminnassa (tietoyhteiskunta), globalisaatiota sekä sähköisen tietoliikenteen ja viestinnän kehittymistä. Seuraavaksi käsittelemme näitä trendejä arvonmäärittäjän näkökulmasta.

Yritysten menestyminen perustuu yhä lisääntyvässä määrin aineettomaan pääomaan hyödyntämiseen verrattuna fyysiseen omaisuuteen. Aikaisemmin teollisuuden tuotantokyky perustui pääosin kiinteään omaisuuden tuotantokapasiteettiin, kuten tehtaisiin ja niissä sijaitseviin koneisiin ja laitteisiin kun taas nykyään tutkimuksen ja tuotekehityksen, tavaramerkkien, patenttien ja henkilöstön osaamisen merkitys korostuu. Esimerkinä voi toimia vaikka tietokoneohjelma, jonka tuotantokustannukset muodostuvat pelkästään tuotekehityksestä, sillä ohjelma voidaan toimittaa suoraan asiakkaille internetin välityksellä käytännössä ilman muita tuotantokustannuksia. Yrityksen arvo on siis tässä esimerkissä erittäin riippuvainen tuotekehityksen onnistumisesta ja toisaalta tuotteen tunnettavuudesta eikä niinkään fyysiseen tuotantoon liittyvistä seikoista. Aineettoman omaisuuden merkityksen kasvaminen on aiheuttanut ongelmia arvonmäärityksen kannalta, sillä perinteinen laskentatoimi ei juurikaan tuota tietoa aineettomasta pääomasta eikä sitä sisältävien omaisuususerien tämänhetkisestä arvosta. Tosin yritykset ovat reagoineet tähän toimittamalla tilinpäätöksen lisätiedoissa myös tietoa näistä omaisuususeristä ja esimerkiksi tutkimusprojekteistaan. Ongelmana on kuitenkin tämän tiedon kirjavuus. Yhtenä toimenpiteenä viranomaisten

taholta on siirtyminen IAS tilinpäätöskäytäntöön Euroopassa, jossa pyritään myös tuottamaan tietoa aineettomista omaisuususeristä.

Globalisaatio on tarkoittanut rahoitusmarkkinoille sitä, että yritysten ja sijoittajien toiminta-alueena on koko maailma. Tämän seurauksena arvonmäärittäjälle ei riitä ns. kotimarkkinatuntemus vaan hänen täytyy osata tulkita myös kansainvälisessä taloudessa ja yritystoiminnassa tapahtuvia muutoksia. Informaation tulkintaan vaikuttaa osaltaan myös se, että eri talousalueet ovat voimakkaasti integroituneet. Tämä tarkoittaa sitä, että taloussuhdanteet eivät ole maakohtaisia, vaan esimerkiksi Suomen kansantalouden kehitys on erittäin riippuvainen muiden kauppakumppaniemme talouskehityksestä. Näin ollen ennusteiden tekemisessä täytyy pystyä analysoimaan talousalueiden riippuvuussuhteita ja niiden vaikutus yrityskohtaisiin ennusteisiin. Lisäksi erot maiden tilinpäätöskäytännöissä aiheuttavat yrityskohtaisen informaation tulkinnassa vaikeuksia. Esimerkiksi kahden eri maissa toimivien yrityksen tilinpäätöksien vertaaminen ei ole mielekäs ilman tarkkaa tietoa maiden tilinpäätöskäytännöistä. Muun muassa yrityskaupoissa syntyvän goodwillin käsittely vaihtelee huomattavasti maittäin. Tällä on puolestaan suora vaikutus yrityksen tuloslaskelmaan ja taseeseen.

Ennusteiden tekemisen haasteellisuutta kansainvälisessä ympäristössä kuvastaa tutkimustulos, jonka mukaan ammatikseen yritysten tulosennusteita tekevät analyytikot erehtyvät sitä enemmän mitä suurempi osuus yrityksen toiminnasta tapahtuu muualla kuin yrityksen kotimaassa. Vastaavasti on havaittu, että ennustevirheet ovat suurempia maissa, joissa tilinpäätösinformaatio on laadultaan heikkoa verrattuna maihin, joissa tilinpäätökset laaditaan erityisesti osakesijoittajan näkökulmasta. Tilinpäätök-

DISCUSSION

sen verosidonnaisuus on yksi esimerkki tekijöistä, joiden on havaittu heikentävän tilinpäätöksen informaatioarvoa. Tämä onkin varsin loogista, sillä tällaisessa ympäristössä tilinpäätöstä tehtäessä joudutaan ottamaan huomioon myös verotukselliset näkökohdat eikä voida keskittyä tuomaan esille pelkästään yrityksen aikaansaama tilikauden tulos.

Edelliset rahoitusmarkkinoita koskettavat muutostrendit aiheuttavat omat haasteensa arvonmäärityksen tekemiselle. Toisaalta internet ja muu sähköinen viestintä on mullistanut informaation levittämisen. Julkisen informaation saaminen vaikkapa toiselta puolelta maapalloa realiajassa ei ole enää ongelma edes amatööri-sijoittajalle. Ongelmaksi muodostuukin informaation luotettavuus. Eräät yksittäistapaukset ovat viime aikoina horjuttaneet sijoittajien uskoa yritysten julkaisemaan tilinpäätösinformaation. Voidaankin perustellusti kysyä, että jos edes yrityksen itsensä tuottama informaatio ei ole oikeaa, niin mihin sitten voi luottaa? Näiden tapauksien seurauksena on helppo ennustaa, että tilintarkastuksen merkitys kasvaa tulevaisuudessa ja tilintarkastustoimintaan tulee viranomaisten taholta muutoksia, joilla pyritään varmistamaan informaation luotettavuus. Toisaalta useat tutkimustulokset osoittavat, että sijoittajat ovat jo pitkään olleet valmiita maksamaan laadukkaasta ja luotettavasta tilintarkastustyöstä.

Yhteenvetona uusista haasteista voisi todeta, että tiedon määrä on lisääntynyt mutta sen tulkinta on vaikeutunut. Lisäksi tarpeita erilaiselle perinteistä poikkeavalle informaatiolle on syntynyt.

Miten tukijat voivat omalta osaltaan vastata näiden muutoksien tuomiin haasteisiin? Eräs ilmeinen tutkimuskohde on aineettoman omaisuuden arvonmääritys. Tutkimustyön tulli-

si löytää ne tekijät, jotka vaikuttavat aineettoman pääoman arvoon. Näin voimme selvittää ne mittarit, joiden avulla aineettoman pääoman merkitystä voidaan mitata. Tämä puolestaan auttaa kehittämään tilinpäätösinformaatiota siten, että arvonmääritystä tekevät saisivat oikeaa informaatiota päätöksentekonsa tueksi. Toistaiseksi tällä alueella on tehty varsin vähän tutkimustyötä. Tähän osasyynä saattaa olla se, että aineettoman pääoman tutkimuksessa on välttämätöntä tehdä poikkitieteellistä tutkimustyötä esimerkiksi tutkittaessa vaikkapa tuotekehitys- ja tutkimushankkeiden tai tuotemerkkien merkitystä arvonmuodostumisessa.

Toinen tutkimusalue liittyy kansantalouksien integraatioon ja yritystoiminnan kansainvälisten ulottuvuuksien tutkimiseen. Tällä alueella tutkimustyötä on tehty kansantalouksien integraatioon liittyen erityisesti kansantaloustieteen ja rahoituksen tutkijoiden parissa. Toisaalta tutkimustieto, jossa nämä tutkimustulokset olisi yhdistetty yritystason ennusteiden tekemiseen puuttuu. Tämä tutkimustieto mahdollistaisi myös tilinpäätösinformaation kehittämisen, sillä nykyään yritykset tarjoavat kansainvälisestä toiminnastaan varsin kirjavaa tietoa. Lisäksi raportoitava tieto voi olla erilaista saman yrityksen eri tilinpäätöskäytännön välillä. Tämä tiedon heterogeenisuus ja tilinpäätössäännösten puutteellisuus koskien kansainvälistä toimintaa on selvä osoitus siitä, että ei oikeastaan tiedetä mitä informaatiota pitäisi tuottaa.

Kolmas tutkimusalue liittyy kansainvälisen tilinpäätöskäytännön harmonisointiin ja yritysten tuottaman tilinpäätösinformaation oikeellisuuden valvontaan. Erityisesti tilinpäätösinformaation harmonisointiin liittyvää tutkimusta on tehty jo varsin pitkään. Tutkimustyö on keskittynyt lähinnä eri maiden tilinpäätöskäytäntöjen erojen tutkimiseen ja siihen onko harmonisoin-

tia tapahtunut. Sijoittajan kannalta kuitenkin olennaisin asia on, että ne tilinpäätöserät, joilla on suurin merkitys olisivat yhdenmukaisia kansainvälisesti. Toisinsanoin tulisi tutkia mikä tilinpäätösinformaatio on tärkeintä ja keskittyä parantamaan sen informaatioarvoa kansainvälinen näkökulma huomioiden. Esimerkkinä tällaisesta tutkimuksesta ovat tutkimushankkeet, joissa on selvitetty yritysten tutkimus- ja tuotekehityspanosten merkitystä yrityksen arvonalta. Näissä tutkimuksissa on havaittu, että panostukset heijastuvat yritysten arvoissa eri tavalla eri maissa. Tähän on syynä kyseisen erän varsin hajanainen informaatio sisältö joissakin maissa. Näin ollen tilinpäätöksen tulkitsija ei tiedä mitä on sisällytetty tutkimus- ja tuotekehityskuluihin. Lisäksi on myös maita, joissa tutkimus- ja tuotekehityspanostuksia ei lainkaan tarvitse raportoida tilinpäätöksessä.

Yritysten valvontaa koskevaa tutkimusta, eli lähinnä tilintarkastusta koskevaa tutkimusta on myös syytä jatkaa. Erityisenä tutkimuskohdeena tulisi olla tilintarkastuksen merkitys osakkeenomistajan kannalta. Tutkimuksissa tulisi hankkia tietoa käytännön tilintarkastustoiminnon ohjeistuksen kehittämistä varten. Samalla tulisi huolehtia, että kehitettävä ohjeistus olisi mahdollisimman kattava kansainvälisesti.

Eräs ehkä edellisiä merkitykseltään pienempi, mutta julkisuusarvoltaan suurempi alue on erilaisten kannustinjärjestelmien toimivuus ja toisaalta niiden raportointi tilinpäätöksissä.

Tässä tutkimusalueessa olisi syytä keskittyä etsimään pitkällä tähtäimellä kaikkein parhaiten toimivat palkitsemisjärjestelmät osakkeen arvonalta. Tutkimusta koskien johdon optiojärjestelmiä onkin jo tehty. Kannustinjärjestelmien raportointia tulisi myös kehittää. IAS standardien käyttöönotto on jo varsin hyvä askel oikeaan suuntaan, mutta se ei vielä tarjoa vastausta siihen, että onko kyseinen järjestelmä optimaalinen yrityksen arvonalta. Eräs osoitus tutkimustiedon puutteesta tällä alueella on yritysten sekalainen käytäntö palkitsemisjärjestelmissä ja se, että yritykset muuttavat käytäntöään varsin tiheästi vaikka tarkoituksen olisikin kannustaa yrityksen kehittämiseen pitkällä tähtäimellä. Esimerkiksi Nokia ilmoitti juuri muuttavansa johdon kannustinjärjestelmäänsä siten, että johdon optioiden merkitys pienenee ja suorien osakekannustimien osuus kasvaa. Nokian esimerkkiä seuraten todennäköisesti useat muut yritykset tulevat muuttamaan kannustinjärjestelmiään.

Yhteenvetona voisi sanoa, että yhteiskunnan kehitystrendit heijastuvat varsin nopeasti myös rahoitusmarkkinoilla. Tämä tarjoaa varsin haasteellisen ja muuttuvan toimintakentän alan tutkijoille. Toisaalta tutkimuksen vaativuustaso tulee varmasti nousemaan edelleen, sillä tutkimuksen kärjessä pysyminen vaatii tarkkaa yhteiskunnassa tapahtuvien muutosten analysointia ja ennakointia oman tutkimusalueen perusteellisen hallinnan lisäksi. ■