

ERKKI K. LAITINEN

Yrityssaneerauksen tehokkuus laman aikana pienyrityksissä*

TIIVISTELMÄ

Tämän tutkimuksen tavoitteena on arvioida pienyritysten lakiperusteisen yrityssaneerauksen (YSL) tehokkuuteen vaikuttavia tekijöitä laman aikana. Tutkimus toteutettiin lähettämällä vuonna 2009 kysely 258 yrityssaneerauksessa olevan yrityksen johtajalle, joista kyselyyn vastasi 98 (38 %). Saneerauksen tehokkuus jaettiin tutkimuksessa taloudelliseen tehokkuuteen (vaikutus taloudellisiin tunnuslukuihin) ja kokonaistehokkuuteen (saneerauksen onnistuminen kokonaisuudessaan). Tulokset osoittavat muun muassa, että saneeraus tapahtuu taloudellisesti tehokkaammin, jos siinä käytetään aktiivisia saneeraustoimenpiteitä ja vahvaa velkajärjestelyä. Yritykset ovat saneeraukseen kokonaisuudessaan sitä enemmän tyytyväisiä, mitä enemmän siinä käytetään velkajärjestelyä ja mitä vähemmän vaihto-omaisuuteen liittyviä toimenpiteitä, tuotteiden hinnan laskua ja uusien tuotteiden kehittämistä. Erityisesti laman aikana on saneerauksen onnistumiselle tärkeää, että yritykselle annetaan pelivaraa vahvan velkajärjestelyn avulla.

1. Johdanto

Suomen yrityssaneerauslainsäädännön syntymiseen vaikutti voimakkaasti 1990-luvun taitteen ennätysmäinen lama, jolloin konkurssien määrä kasvoi jyrkästi. Vielä vuonna 1989 yritysten ja yhteisöjen konkurssreja pantiin Tilastokeskuksen mukaan vireille ainoastaan 2037 kun lukumäärä huippuvuonna 1992 oli jo 6353 ja seuraava-

nakin vuonna 1993 vielä 5861. Yrityksen saneerauksesta annettu laki (Yrityssaneerauslaki, YSL) astui voimaan 8.2.1993. Ennen tätä lainsäädäntöä taloudellisiin vaikeuksiin joutuneilla yrityksillä oli ainoastaan mahdollisuus joko vapaaehtoiseen saneeraukseen yhteistyössä velkojien kanssa tai joutua konkurssiin. Yrityssaneeraukseen on hakenut vuosina 1993–2010 yhteensä

* Artikkelin liittyvät Suomen Akatemian hankkeisiin No 118926 ja No 126630.

ERKKI K. LAITINEN, professori

Vaasan yliopisto, Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö • e-mail: ekla@uwasa.fi

6122 yritystä (Tilastokeskus, Yrityssaneeraukset). Siihen on hakenut keskimäärin noin 340 yritystä vuosittain, mutta viime ajan laman vuoksi hakijoiden lukumäärä on noussut tasolle 530–540.

Yrityssaneerauslaki merkitsi uutta mahdollisuutta maksukyvyttömyysvaikeuksien hoitamiseksi. Sen avulla annettiin taloudellisessa vaikeuksissa olevalle, mutta elinkelpoiselle yritykselle, mahdollisuus yrityksen tervehdyttämiseen käräjäoikeiden vahvistaman saneerausohjelman mukaisesti. Saneerauksesta tuli tällä tavalla tervetullut vaihtoehto konkurssille. Saneeraukseen hyväksyminen edellyttää kuitenkin, että yritys on elinkelpoinen ja sen yritystoiminta on saneerauksen avulla tervehdytettävissä. Helppimmin tervehdytettäväksi on osoittautunut kannattava yritys, joka on ajautunut vaikeuksiin raskaan velkaisuuden vuoksi. Sen sijaan kannattamattoman liiketoiminnan tervehdyttäminen kannattavaksi on yhä haaste saneeraajille.

Saneerausohjelma on yrityssaneerauksessa keskeisessä asemassa. Siinä tulee yksilöidä velallisen toiminnan tervehdyttämiseksi tarkoitettut toimenpiteet ja järjestelyt sekä velallisen ja velkojien asemaa koskevat toimenpiteet ja järjestelyt sekä näiden perustelut (42 §). Lisäksi ohjelmassa tulee määrätä muun muassa siitä, onko velallisen toimintaa tarkoitus jatkaa ja missä laajuudessa, sekä tähän mahdollisesti liittyvistä yritysmuodon, yhtiöjärjestyksen, sääntöjen tai yhtiösopimuksen taikka yrityksen organisaation muutoksista, velallisen varoja koskevista toimenpiteistä ja järjestelyistä, henkilöstöä koskevista järjestelyistä, saneerausvelkoja koskevista järjestelyistä, ohjelman rahoituksesta ja sen seurannasta. YSL puuttuu myös saneerausvelkoihin liittyvän velkajärjestelyn keinoihin (44 §). Saneerausmenettelyyn hakeutuvalta yritykseltä vaaditaan myös selvitystä saneerauskeinoista, joilla yritystoiminta voidaan ter-

vehdyttää.

Lakisääteisen saneerauksen onnistumista on tutkittu Suomessa varsin vähän. Tilastojen mukaan yrityssaneeraukseen hakevista yrityksistä hyväksytään menettelyyn 50–60 %. Saneeraukseen hyväksytyistä hakijoista noin 75 % laatii saneeraussuunnitelman, joka vahvistetaan oikeudessa. Vahvistetun saneerausohjelman käynnistäneistä yrityksistä ohjelman toteuttamisessa epäonnistuu 40–50 %. Koska riski saneerauksen epäonnistumiselle on suuri, on erittäin tärkeää tutkia syitä, jotka saneerauksessa johtavat epäonnistumiseen ja myös kehittää malleja, joiden avulla saneerauksen onnistumista voidaan arvioida etukäteen. Laitisen (2008 ja 2009) tutkimukset osoittavat, että yrittäjän sukupuolella, yhtiömuodolla, velkojen leikkauksella, taloudellisten vaikeuksien syillä, saneerauksessa käytetyillä keinoilla ja saneerausta edeltävillä maksuhäiriöillä on vaikutusta saneerauksen onnistumiseen. Tutkimuksessa kehitetty logistinen malli ennusti erittäin hyvin saneerauksen onnistumista muun muassa näiden tekijöiden perusteella. Se luokitteli oikein 83.3 % saneerausten keskeyttämisistä.

Laitisen saamat tulokset perustuvat saneerausyrityksiin, joissa saneeraustoimenpiteet on tehty ennen lamaa. Tämän tutkimuksen tarkoituksena on tutkia yrityssaneerauksen tehokkuuteen vaikuttavia tekijöitä laman aikana. Tutkimuksen tulokset perustuvat kyselyyn, joka on tehty saneerauksessa oleville yrityksille vuonna 2009. Tähän kyselyyn vastasi yhteensä 98 (38 %) yritysjohtajaa. Tulosten analysoinnissa saneerauksen tehokkuus jaetaan taloudelliseen tehokkuuteen (vaikutus taloudellisiin tunnuslukuihin) ja kokonaistehokkuuteen (saneerauksen onnistuminen kokonaisuudessaan). Molemmissa tapauksissa tehokkuuden mittaaminen tapahtuu yritysten johtajien tekemien arvioiden pe-

rusteella. Tutkimustuloksia analysoidaan pääasiassa ristiintaulukoinnin ja siihen perustuvien testien avulla. Sen lisäksi kehitetään logistinen malli saneerauksen kokonaistehokkuuden enustamiseksi.

Tämän artikkelin sisällön rakenne on seuraava. Tässä johdannossa esitettiin tutkimuksen tausta ja tavoite. Toisessa luvussa käsitellään aikaisemmin saneerauksesta tehtyjä tutkimuksia, jotka ryhmitellään vapaaehtoista ja lakiperusteista saneerausta koskeviin tutkimuksiin. Tutkimusten perusteella esitetään tutkimushypoteesi, jonka mukaan erityisesti aktiivilla saneerauskeinoilla on positiivinen vaikutus saneerauksen tehokkuuteen. Toisena hypoteesina oletetaan, että velkajärjestelyn vahvuus on positiivisesti yhteydessä tehokkuuteen. Kolmannessa luvussa käsitellään taloudelliseen tehokkuuteen liittyvät tutkimustulokset kun taas neljäs luku keskittyy kokonaistehokkuuteen. Tutkimuksen yhteenveto esitetään viimeisessä luvussa.

2. Aikaisemmat tutkimukset

2.1 Vapaaehtoinen saneeraus

Saneerauskeinoja vapaaehtoisessa saneerauksessa on tutkittu paljon sekä ulkomailla että myös Suomessa. Schendel ja Patton (1976) osoittivat, että vakavat taloudelliset vaikeudet kestävät keskimäärin 6.5 vuotta ja vastaavasti tervehdyttäminen 7.5 vuotta. Saneerauksen onnistumista on siten arvioitava pitemmällä tähtäyksellä. Schendel, Patton ja Riggs (1976) jakoivat saneerauskeinot kahdeksaan luokkaan. He eivät asettaneet keinoja tärkeysjärjestykseen, mutta totesivat, että saneerauksen onnistumiselle yksittäiset keinot eivät ole tärkeitä, vaan eri keinojen tehokas yhdistelmä, saneerausstrategia. O'Neillin (1986) mielestä saneeraustrategia pitää valita siten, että se on yhteensopiva yrityk-

sen ominaisuuksien ja olosuhteiden kanssa. Hoffmanin (1989) ajatuksena oli, että taloudellisten vaikeuksien sisäisiä syitä saneerataan operationaalisilla saneerauskeinoilla ja ulkoisia syitä strategisilla saneerauskeinoilla. Robbinsin ja Pearcen (1992) mielestä taloudellisten vaikeuksien aikana pitää käyttää passiivisia saneerauskeinoja (karsintaa, leikkauksia), mutta tervehdyttämisen aikana aktiivisia keinoja (uusiin tuotteisiin ja markkinoihin panostamista). Grinyer, Mayes ja McKiernan (1990) osoittivat, että saneerauksessa onnistuneet yritykset käyttivät aktiivisia keinoja ja epäonnistuneet lähinnä passiivisia keinoja.

Tätä keskeistä tulosta tukevat myös muut saneeraustutkimukset. Smith ja Graves (2005) esittävät yhteenvetoon vapaaehtoiseen saneeraukseen liittyvästä tutkimuksesta ja toteavat, että onnistuneet yrityssaneeraukset perustuvat tavallisesti nimenomaan tehokkuutta parantaviin aktiivisiin keinoihin. Muun muassa Hambrick ja Schecter (1983), Robbins ja Pearce (1992) sekä Chowdhury ja Lang (1996) havaitsivat, että tehokkuuden parantamiseen tähtäävät saneerauskeinot ovat yrityksen tervehdyttämisen onnistumiselle olennaisen tärkeitä. Robbins ja Pearce (1992) toteavat, että ne ovat tärkeitä riippumatta siitä, mikä syy taloudellisten vaikeuksien takana on. Tästä syystä myös tässä tutkimuksessa esitetään hypoteesi, että pitkällä tähtäyksellä saneerauksessa ovat onnistuneet yritykset, jotka ovat käyttäneet enemmän aktiivisia saneerauskeinoja. Suomessa saneerauskeinojen käyttöä ovat tutkineet muun muassa Prihti (1980), Långström (1995), Strang (1998) ja Laitinen (2000).

Laitinen (2000) tutki 750 keskisuuren ja suuren suomalaisen yrityksen käyttämiä vapaaehtoisia saneerauskeinoja edellisen laman aikana vuosina 1989–1993 ja niiden vaikutuksia

keskipitkällä ja pitkällä tähtäyksellä. Keskipitkällä tähtäyksellä aktiivinen markkinoinnin tehostamisstrategia on selvästi tehokkain ja vastaavasti passiivinen velkojen uudelleenjärjestelystrategia tehottomin strategia. Keskipitkällä ja pitkällä tähtäyksellä aktiiviset saneerausstrategiat ovat etenkin kannattavuuden suhteen huomattavasti tehokkaammat kuin passiiviset strategiat. Tutkimuksen tulokset vahvistavat sitä käsitystä, että yritysten kannattaa jatkuvasti ja aktiivisesti tehostaa toimintaansa ja kysynnän heikentyessä esimerkiksi laman seurauksena panostaa erityisesti markkinoinnin kehittämiseen. Passiivinen saneeraus ei anna yritykselle riittäviä mahdollisuuksia tärkeimmän toiminta-edellytystekijän, kannattavuuden, jatkuvaan parantamiseen.

Tutkimustulosten perusteella saneerauskeinot voidaan sijoittaa passiivisuus-aktiivisuusasteikolle, jonka toisessa päässä ovat passiiviset saneerauskeinot ja toisessa päässä aktiiviset keinot. Tällä perusteella voidaan esittää hypoteesi, jonka mukaan saneeraus toteutuu sitä tehokkaammin, mitä enemmän siinä käytetään aktiivisia saneerauskeinoja ja mitä vähemmän passiivisia keinoja. Hypoteesin arvioinnissa on otettava huomioon se, että edellä mainitut tulokset koskevat vapaaehtoista saneerausta. Lakiperusteisessa saneerauksessa olosuhdetekijät ja kohdeyritykset ovat erilaisia. Esimerkiksi velkajärjestelyyn lakiperusteisessa saneerauksessa on huomattavasti paremmat mahdollisuudet. Sen vuoksi seuraavassa alaluvussa käsitellään erikseen lakiperusteiseen saneeraukseen liittyviä tutkimuksia.

2.2 Lakiperusteinen saneeraus

Saneeraukseen pääsy

Lakiperusteisen saneerauksen onnistumisessa on kaksi vaihetta: 1) yritys pääsee saneerauk-

seen ja välttää konkurssiin liittyvän likvidaation (saneeraukseen valinta) ja 2) saneeraus onnistuu ja yrityksestä tulee elinkelpoinen (saneerausohjelman onnistuminen). Jos saneerauskäytäntö on tehokas, vain jatkamiskelpoiset yritykset valitaan saneeraukseen ja tehdään saneerausohjelmalla elinkelpoisiksi, jolloin ne voivat jatkaa liiketoimintaansa. Saneerausohjelman onnistumiseen (vaihe 2) voidaan vaikuttaa jo valitsemalla saneeraukseen (vaihe 1) sellaiset yritykset, joilla on parhaimmat mahdollisuudet toiminnan jatkamiseen. Sen vuoksi tekijät, jotka selittävät yrityksen valintaa saneeraukseen, selittävät usein myös sen saneerausohjelman onnistumista (Routledge & Gadenne, 2000). Useissa tutkimuksissa saneerauksen onnistumisella tarkoitetaan vain sitä, että yrityksen saneerausohjelma hyväksytään oikeudessa. Tutkimuksissa käytetyt selittäjät ovat usein tilinpäätöstietoja ja muita julkisia tietoja, sillä luottamuksellisia tietoja esimerkiksi saneerausohjelmasta on vaikea saada tutkimuksen käyttöön (Poston, Harmon & Gramlich, 1994).

Monet erityisesti saneeraukseen valintaa koskevista tutkimuksista perustuvat koalitioteoriaan (coalition behaviour theory), jonka pohjalta johdetaan hypoteeseja tärkeimmistä selittäjistä (Bulow & Shoven, 1978). Teorian mukaan saneerauspäätöksessä ovat mukana useat eri sidosryhmät, joilla on erilaiset motiivit ja erilainen valta vaikuttaa siihen, pääseekö yritys saneeraukseen ja millainen ohjelma sille hyväksytään. Nämä sidosryhmät voivat muodostaa erilaisia koalitioita saadakseen enemmän valtaa ja ajaakseen yhdessä omia etujaan. Tyypillisiä sidosryhmiä ovat omistajat, vakuusvelkojat ja vakuudettomat velkojat sekä erilaiset etuoikeutetut velkojat. Koalitioteoriaa voidaan soveltaa erilaisiin lainsäädännöllisiin olosuhteisiin, sillä eri sidosryhmien motiivit ja valta pe-

rustuvat pitkälle konkurssi- ja saneerauslakiin. White (1984 ja 1989) esimerkiksi sovelsi teoriaa Yhdysvaltojen saneerauslakiin (Chapter 11) ja Routledge & Gadenne (2000) Australian vapaaehtoiseen järjestelyyn (Voluntary Administration, VA).

Saneerauksen onnistuminen

LoPucki & Doherty (2002: 1946–1947) esittävät kaksi kilpailevaa teoriaa siitä, millä tavalla eri tekijät vaikuttavat saneerausohjelman toteuttamiseen. Ensimmäisen teorian mukaan on paljon sellaisia tekijöitä, jotka tekevät saneerauksen vaikeammaksi ja heikentävät onnistumisen todennäköisyyttä. Yrityksen taloudelliset vaikeudet voivat olla poikkeuksellisen vakavat, negatiivinen kehitys erittäin jyrkkä tai yrityksen johto erittäin epäpätevä. Yritys saattaa toimia toimialalla, joka on vaikeassa suhdannevaiheessa, jolla on poikkeuksellisen paljon kilpailua tai jolla tulevaisuuden näkymät ovat heikot. Yritys voi kärsiä heikosta sijainnista, huonoista suhteista sidosryhmiin tai kilpailijoiden saamista patenteista. Yrityksen toimittajat saattavat olla haluttomia jatkamaan yhteistyötä, velkojat ja osakkeenomistajat voivat olla vihamielisiä tai esittää kohtuuttomia vaatimuksia. Yritys on lisäksi voinut vieraantua asiakkaistaan. Kaikki nämä tekijät tekevät yrityksen vaikeammaksi saneerata ja kasvattavat keskeytymisen riskiä, jolloin niitä voidaan käyttää saneerausohjelman läpiviennin ennustamisessa.

Toisen teorian mukaan näillä tekijöillä ei ole merkitystä saneerausohjelman onnistumisen todennäköisyydelle. Jos saneerausprosessi toimii tehokkaasti, saneerauksen toimijat tunnistavat yrityksen vaikeudet ja ratkaisevat ne. Jos yritys on poikkeuksellisen velkainen, se voidaan korjata velkajärjestelyllä. Epäpätevä yrityksen johto voidaan vaihtaa tai sitä voidaan täyden-

tää, toimipisteitä sulkea ja täyttää velkojen, osakkeenomistajien ja asiakkaiden vaatimukset. Jos saneerauksen sidosryhmät esittävät kohtuuttomia vaatimuksia takaisinmaksusta, tuomari voi määrätä heidän neuvottelemaan uudelleen kieltäytymällä hyväksymästä epärealistista maksuohjelmaa. Jos yritys ei pysty operatiivisesti hoitamaan maksuohjelmaa, maksuja voidaan vähentää tai eliminoida lähes kokonaan velkajärjestelyssä. Jos yritys ei pysty kattamaan edes omia operatiivisia kulujaan, vaan on kannattamaton, se voidaan asettaa konkurssiin ja likvidoida sen omaisuus. Se ei vaikuta saneerausohjelman riskiin, koska tällaiselle yritykselle ei vahvisteta ohjelmaa. Tämän teorian mukaan toiset yritykset ovat vaikeammin saneerattavissa kuin toiset, mutta saneerauksen vaikeus ei vaikuta läpiviennin todennäköisyyteen, sillä vaikeudet ovat ratkaistavissa. Lopuckin & Dohertyn (2002: 1956–1957) saamat empiiriset tulokset tukivat tätä teoriaa, sillä saneerauksen keskeytymisen todennäköisyys ei riippunut edeltävistä taloudellisista tunnusluvuista, koosta, toimialasta tai muista tekijöistä.

Lopuckin & Dohertyn teoria edellyttää, että saneerausjärjestelmä on tehokas. Saneerausohjelman keskeytymiseen voivat vaikuttaa monet tekijät, jos järjestelmässä on tehottomuutta. 1) Saneerauksen keskeytymiselle saateetaan luoda puitteet jo itse laillisen prosessin aikana, mikäli sitä ei hoideta tehokkaasti ja virtaviivaisesti (Laakso, 2007). 2) Yritykselle saateetaan myös laatia liian tiukka maksuohjelma, jolloin sille jää liian vähän pelivaraa ja ohjelma keskeytyy (Laakso, 2009). 3) Saneerauksen onnistunut hoitaminen edellyttää, että yrityksen vaikeudet tunnistetaan ja niille etsitään ratkaisu. Saneerausohjelman keskeytymisen riskiä lisää, jos yrityksellä on piileviä (tai piilotettuja) ongelmia, joita ei havaita ennen saneerausta ja joille

ei edes etsitä ratkaisua. Nämä piilevät ongelmat saattavat tulla saneerausohjelmaa toteutettaessa yllättäen esiin ja kaataa koko ohjelman. 4) Jos yrityksen saneeraussuunnitelmassa esitetään vääriä ratkaisuja yrityksen vaikeuksiin, todennäköisyys keskeytymiseen kasvaa. 5) Sen lisäksi saneerausohjelma saattaa keskeytyä, jos johto, yritys tai sen toimintaympäristö äkillisesti muuttuu negatiivisesti ilman, että sitä voitiin ottaa huomioon suunnitelmassa.

Jos saneerausjärjestelmä ei ole tehokas, saneeraukseen onnistumista voidaan siten enustaa monilla eri tekijöillä. Suomen yrityssaneerausjärjestelmä on arvioitu hyväksi, mutta ei tehokkaaksi (Sundgren 1998 ja Laitinen 2011). Laitinen (2008 ja 2009) havaitsi epäonnistuneiden ja onnistuneiden yrityssaneerausten välillä tilastollisesti merkitseviä eroja useissa eri muuttujissa. Näistä tärkeimmät ovat yhtiömuoto, johtajan sukupuoli, vakuudettomien velkojen leikkausosuus, syyt taloudellisille vaikeuksille, saneerauksessa käytetyt keinot ja saneerausta edeltävät maksuhäiriöt. Yhtiömuodon merkitys saattaa liittyä yrittäjäriskiin, joka on eri yhtiömuodoissa erilainen. Se on pienin osakeyhtiöllä, joita oli poikkeuksellisen paljon epäonnistuneiden saneerausten joukossa. Tämän lisäksi johtajan sukupuolella tuntuu myös olevan merkitystä saneerauksen onnistumiselle. Naisten tai avioparien johtamat yritykset onnistuivat selvästi muita useammin saneerauksessa. Saneerauksessa onnistuneet yritykset olivat ajautuneet taloudellisiin vaikeuksiin useammin tuote- ja rahoitusmarkkinoilla tapahtuneiden muutosten vuoksi. Velkajärjestelyssä niiden vakuudettomia velkoja leikattiin myös enemmän. Näiden yritysten saneerausohjelmissa ehdotettiin merkittävästi useammin aktiivisia saneerauskeinoja kun taas epäonnistuneille ehdotettiin useammin passiivisia keinoja.

Laitisen (2008 ja 2009) tutkimustulokset tukevat vapaaehtoisia saneerauksia koskevia tutkimuksia siinä, että aktiivisilla keinoilla on positiivinen yhteys saneerauksen onnistumiseen. Sen sijaan tulokset ovat ristiriidassa sen tuloksen kanssa, että passiivinen velkajärjestely heikentäisi onnistumista (Laitinen 2000). Laksäätteisissä saneerauksissa Laitinen on todennut sen parantavan onnistumisen todennäköisyyttä. Vapaaehtoisessa saneerauksessa vahva velkajärjestely viittaa siihen, että yritys on taloudellisesti erittäin heikossa kunnossa ja sillä on korkea konkurssiriski. Sen vuoksi myös riski epäonnistumiselle on suuri. Lakiperusteisessa saneerauksessa kaikki yritykset ovat määritelmällisesti maksukyvyttömiä tai sen vakavasti uhkaamia. Mitä vahvemmin tällaisen yrityksen velkoja järjestellään, sitä enemmän sille annetaan pelivaraa suhteessa muihin saneerattaviin yrityksiin.

Koska tutkimuksen havaintoaineisto perustuu lakiperusteisiin saneerauksiin, asetetaan toiseksi hypoteesiksi se, että velkajärjestelyn vahvuudella on positiivinen yhteys saneerauksen tehokkuuteen. Tämän hypoteesin arvioinnissa on huomattava, että Laitisen (2008 ja 2009) tutkimuksessa saneeraukset on tehty nousukauden aikana kun taas tämä tutkimus koskee laman aikana tehtyjä saneeraustoimenpiteitä. Laman aikana yrityksillä on entistä vähemmän pelivaraa, joten lama saattaa entisestään vahvistaa hypoteesissa oletettua riippuvuutta. Hypoteesien arvioinnissa on myös huomattava, että niiden voimassaolo saattaa riippua tehokkuuden käsitteestä. Tässä tutkimuksessa tehokkuutta mitataan kahdella erilaisella Likertin asteikkoon perustuvalla muuttujalla kun taas Laitisen (2008 ja 2009) tutkimuksissa saneerausohjelman läpivienti mittasi onnistumista ja keskeytyminen vastaavasti epäonnistumista.

3. Saneerauksen taloudellinen tehokkuus

3.1 Tutkimuksen käsitteet ja aineisto

Saneerauksen onnistumiselle voidaan määritellä eri tasoja sen mukaan, miten voimakkaasti saneerauksen toimenpiteet ovat parantaneet yrityksen taloudellisia toimintaedellytyksiä. Saneerauksen positiivisen vaikutuksen voimakkuutta taloudellisiin toimintaedellytyksiin voidaan nimittää saneerauksen taloudelliseksi tehokkuudeksi. Saneerauksen tehokkuutta on tutkittu tästä näkökulmasta erittäin vähän. Routledge & Gadenne (2004) mittasivat saneerauksen onnistumista sijoitetun pääoman tuottosuhteen positiivisuudella peräkkäisinä saneerausvuosina, mutta tehokkuuden asteita oli ainoastaan kaksi (ei-positiivinen ja positiivinen). Tässä yhteydessä esiteltävässä tutkimuksessa tehokkuutta mitataan Likertin 7-portaisella asteikolla.

Taloudellisen tehokkuuden ja siihen vaikuttavien tekijöiden selvittämiseksi muutama vuosi sitten yrityssaneerauksen (YSL) aloittaneille (FOV-koodi) ja vielä vuonna 2009 toiminnassa oleville suomalaisille yrityksille lähetettiin kysely. Saneerausohjelmaa oli toteutettu yrityksissä tässä vaiheessa useita vuosia, mutta viimeisten vuosien lama tekee saneerauksesta erittäin haasteellisen. Kyselyyn otettiin mukaan sellaiset yritykset, joille oli löydettävissä sähköpostiosoite. Vastauspyyntö internetissä olevaan lomakkeeseen lähetettiin yhteensä 258 yrityksen johtajalle tai muulle vastuuhenkilölle, joista kyselyyn vastasi 98 (38 %). Puuttuvien tietojen vuoksi tilastollisissa ajoissa on mukana muuttujista riippuen vain noin 90 (35 %) vastausta. Kyselyyn vastannut (keskimääräinen) mediaaniyritys työllistää 2.8 työntekijää ja sen liikevaihto 239 tuhatta euroa vuodessa. Taseen loppusumman mediaani otoksessa on vain 104.5 tu-

hatta euroa, joten yritykset ovat erittäin pieniä, tyypillisiä saneerausyrityksiä. Vastanneista oli 36 % teollisuuden, 18 % rakennusalan ja 19 % palvelualan yrityksiä.

Taloudellista tehokkuutta mitattiin vastaajien itse tekemällä arviolla siitä, miten merkittävästi yrityssaneeraus on vaikuttanut taloudellisen tilanteen parantamiseen asteikolla 1–7, jossa 1 tarkoittaa ei merkitystä ja 7 erittäin paljon merkitystä. Tehokkuutta arvioitiin viidellä eri taloudellisella osa-alueella: 1) kannattavuus, 2) kasvu, 3) maksuvalmius, 4) vakavaraisuus ja 5) toiminnan jatkuvuus. Näiden osa-alueiden vaikutuksen merkittävydestä laskettiin keskiarvo, jota käytetään tässä yhteydessä saneerausohjelman (taloudellisen tehokkuuden) mittaamiseen. Tällä tavalla yhdistetyn mittarin Chronbachin alfa on 0.88, joka viittaa hyvään reliabiliteettiin.

Tehokkuuden mediaani koko aineistossa on 5.4 ja keskiarvo 5.0, joka viittaa keskimäärin suhteellisen suureen merkitykseen (melko suuri tai suuri merkitys). Heikoimmin saneerausohjelma on vaikuttanut yritykseen kasvuun, sillä sen (osittaisen) tehokkuuden keskiarvo on vain 4.0 (keskimääräisen verran merkitystä). Tehokkuuden arvioimiseksi yritykset jaettiin kahteen ryhmään, jolloin tehokkaiden saneerausten ryhmään tulivat ne, joilla yleinen tehokkuus on vähintään 5 (melko suuri, suuri tai erittäin suuri merkitys). Tähän ryhmään kuuluu yhteensä 59 % yrityksistä. Loput 41 % yrityksistä sijoitettiin tehottomien saneerausten ryhmään, joilla saneerauksen taloudellinen tehokkuus on vähemmän kuin 5 (melko suuri merkitystä). Niistä yrityksistä (n = 37), jotka olivat julkaisseet tilinpäätöstiedot, havaittiin, että tilinpäätösmittareilla kaikki viisi taloudellista osa-alueetta ovat tehottomien saneerausten ryhmässä heikommat kuin tehokkaassa ryhmässä.

3.2 Taloudelliseen tehokkuuteen vaikuttavat tekijät

Taulukossa 1 on esitetty eri tekijöiden kvartiilit tehottomissa ja tehokkaissa saneerausyrityksissä. Tekijät on jaettu useisiin ryhmiin, joista saneerauksen toimenpiteet ovat tärkeimmät. Tehokkaat saneerausyritykset työllistävät selvästi enemmän kuin tehottomat ja myös tuottavat liikevaihtoa enemmän. Koon lisäksi toimialalla on merkitystä tehokkuudelle. Palvelualan yritysten saneerauksista huomattavan suuri osa osoittautuu tehokkaiksi. Niiden osuus tehokkaista saneerauksista on 26 %, mutta tehottomista ainoastaan 9 %. Tehokkaat saneerausyritykset painottavat menestystekijöinä muita enemmän tuotteiden korkeaa laatua ja toimitusvarmuutta. Sen sijaan toimintaympäristön epävarmuudella (ennustettavuudella) tai kilpailun kireydellä ei ole vaikutusta saneerauksen tehokkuuteen. Kriisi tulee tehokkaiden saneerausyritysten johdolle enemmän yllätyksenä kuin muille yrityksille. Kriisin ulkoiset syyt eivät poikkea toisistaan merkittävästi tehokkaissa ja tehottomissa saneerauksissa. Sen sijaan sisäisissä syissä on eroja. Tehokkaissa saneerausyrityksissä jokapäiväisten tehtävien suunnittelu, oikeiden toimintatapojen käytännön toteutus sekä näiden valvonta vaikuttavat enemmän kriisin syntymiseen kuin muilla. Tehokkaissa saneerauksissa jokapäiväisten tehtävien valvonta on olennainen kriisin syntymiseen vaikuttava tekijä.

Tehokkuus edellyttää myös suunnitelmallisuutta saneeraustoimenpiteiden toteuttamisessa. Tehokkaissa saneerauksissa toteutetut toimenpiteet vastaavat paremmin saneeraussuunnitelmassa esitettyjä toimenpiteitä kuin muissa saneerauksissa. Tehottomissa saneerauksissa ei ole ehkä pystytty saneerausohjelmaa laadittaessa tunnistamaan yhtä selvästi kaikkia vaikeuksia

ja kehittämään toimenpiteitä niiden ratkaisemiseksi. Sen lisäksi näissä yrityksissä on saattanut ilmetä kokonaan uusia vaikeuksia, joiden vuoksi suunniteltuja toimenpiteitä ei ole voitu toteuttaa ja saneeraus on jäänyt tehottomaksi. Jos saneerattavan yrityksen vaikeudet pystytään tunnistamaan ohjelmaa laadittaessa ja niille kehittämään toimivat ratkaisuvaihtoehdot, eikä saneerauksen aikana ilmene uusia vaikeuksia, suunnitellut toimenpiteet voidaan toteuttaa ohjelman mukaan ja saneerauksesta tulee tehokas. Jos tätä vastaavuutta ei ole, saneerauksessa joudutaan käyttämään toimenpiteitä, joita ei alun perin ole aiottu käyttää. Tämän seurauksena saneeraus on tehoton, eikä se paranna merkittävästi yrityksen taloudellista tilannetta. Ennen saneerausta suoritettava yrityksen vaikeuksien (heikkojen puolien) huolellinen kartoittaminen ja niille käyttökelpoisten ratkaisuvaihtoehtojen kehittäminen on erittäin tärkeää saneerauksen tehokkuudelle.

Saneeraustoimenpiteitä koskevat tulokset tukevat selvästi tutkimuksen ensimmäistä hypoteesia. Saneeraus tapahtuu tehokkaammin, jos siinä käytetään aktiivisia saneeraustoimenpiteitä. Keskeisimmät erot tehokkaiden ja tehottomien saneerausten välillä ovat siinä, että tehokkaissa saneerauksissa käytetään merkittävästi enemmän sellaisia aktiivisia toimenpiteitä kuin ydintoimintaan keskittyminen sekä toiminnan valvonnan ja suunnittelun tehostaminen. Passiivisissa toimenpiteissä (kulujen karsimisessa) ei ole eroja ryhmien välillä. Sen sijaan velkajärjestelyllä on olennainen vaikutus tehokkuuteen ja siten myös tutkimuksen toinen hypoteesi saa vahvaa tukea. Tehokkaissa saneerauksissa velkojen leikkaamista ja velkarakenteen muuttamista edullisemmaksi käytetään merkittävästi enemmän kun taas tehottomissa saneerauksissa laskujen maksamista hidastetaan enemmän

(passiivinen toimenpide). Panostaminen aktiivisiin saneeraustoimenpiteisiin ja vahvaan velkajärjestelyyn näkyy siten selvästi saneerauksen tehokkuudessa.

Saneerauksen tehokkuutta parantaa myös havaittujen puutteiden korjaus. Tehokkaammissa saneerauksissa panostetaan enemmän jokapäiväisten tehtävien ja oikeiden toimintatapojen suunnittelun ja toteuttamisen parantamiseen sekä tehtävien valvonnan kehittämiseen. Sen lisäksi tehokkaammissa saneerauksissa kehitetään enemmän laskentajärjestelmiä. Selvimmät erot ryhmien välillä ovat kustannuslaskelmien, lyhyen tähtäyksen rahoitus- ja sijoituslaskelmien sekä ei-taloudellisen suorituskyvyn laskelmien kehittämisessä. Sidosryhmillä ja niiden tuella on saneerausyrityksissä yleisesti huomattava merkitys saneerauksen onnistumiselle. Tehokkaammissa saneerauksissa erityisesti johtajilla, omistajilla ja asiakkailta on vielä enemmän merkitystä kuin muissa saneerauksissa. Yrityksen johdon, omistajien ja asiakkaiden vahva tuki ja sitoutuminen saneeraukseen voivat siten parantaa olennaisesti saneerauksen tehokkuutta.

4. Saneerauksen kokonaistehokkuus

4.1 Taloudellinen tehokkuus ja kokonaistehokkuus

Yrityksen johto käsittää saneerauksen kokonaisuudessaan onnistuneeksi, jos saneerausohjelma etenee saumattomasti sen asettamien tavoitteiden ja vaatimusten mukaisesti. Saneeraus saattaa olla taloudellisesti tehokas ja parantaa yrityksen taloudellisia toimintaedellytyksiä, mutta siitä huolimatta yrityksen johto voi olla saneeraukseen tyytymätön ja kokee sen kokonaisuudessaan epäonnistuneen. Yritysjohdo näkee saneerauksen yhtenä kokonaisuutena talou-

dellisia tekijöitä laajemmin, jolloin sen tyytyväisyyteen vaikuttavat tehokkuuden lisäksi monet muut tekijät. Sen vuoksi tässä luvussa analysoidaan samalla aineistolla kuin edellä niitä tekijöitä, jotka ovat vaikuttaneet yritysjohdon arvioon saneerauksen onnistumisesta kokonaisuudessaan. Kysymys on siten yritysjohdon arviomasta saneerauksen kokonaistehokkuudesta, jota tässä yhteydessä nimitetään tyytyväisyysdeksi saneeraukseen kokonaisuudessaan.

Suoritetussa kyselyssä yritysjohdon tyytyväisyyttä mitattiin Likertin asteikolla 1–7, jossa 1 viittaa erittäin huonoon tyytyväisyyteen (saneeraus onnistui kokonaisuudessaan erittäin huonosti) ja 7 erittäin hyvään tyytyväisyyteen (saneeraus onnistui kokonaisuudessaan erittäin hyvin). Taloudellinen tehokkuus (yhdistetty keskimääräinen vaikutus taloudellisiin tekijöihin) selittää korrelaation perusteella näin mitatusta kokonaistehokkuudesta vain 25 %. Tyytyväisyys saneeraukseen on ollut yleensä hyvä, sillä sen mediaani on 6 (onnistui kokonaisuudessaan hyvin) ja keskiarvo 5.18. Käytetyn mitta-asteikon keskikohta (4) viittaa siihen, että tyytyväisyys ei ole huono, mutta ei myöskään hyvä. Saatujen vastausten perusteella vain 23 yrityksen (27 %) tyytyväisyys on ollut korkeintaan 4. Tämän vuoksi mittarin alimmat arvot yhdistettiin ryhmittäisessä tarkastelussa siten, että sille 1–4 antaneet yritykset muodostavat oman luokkansa (heikko tyytyväisyys).

Tilinpäätöstietojen perusteella tehdyssä testissä tyytyväisyys korreloi erityisesti viimeisen vuoden sijoitetun pääoman tuotto prosenttiin (kannattavuuteen). Tyytyväisyyserot toimialojen välillä eivät ole mediaanitestin perusteella tilastollisesti merkitsevät. Tästä huolimatta tyytyväisyyden jakautumisessa on havaittavia eroja. Teollisuudessa sen jakautuminen eri luokkiin on tasaisin kun taas rakentamisessa se on epätasai-

DISCUSSION

TAULUKKO 1. Saneerauksen taloudellista tehokkuutta selittävät merkittävimmät tekijät.

	Tehottomat saneeraukset:			Tehokkaat saneeraukset:			Khiir:#
	Kvartiilit:			Kvartiilit:			
	Ala-kvartiili	Mediaani	Ylä-kvartiili	Ala-kvartiili	Mediaani	Ylä-kvartiili	
Tekijä\$	1.00	4.00	9.00	4.00	7.50	13.75	0.0070
Työntekijöiden lukumäärä	0.00	0.00	1.00	0.00	0.00	1.50	0.0750
Osa-aikaisten työntekijöiden lukumäärä	129.00	399.00	1400.00	326.25	990.00	4508.25	0.0360
Liikevaihto (teuroa)	0.00	0.09	0.00	0.00	0.26	1.00	0.0440
Toimiala palvelu (0 tai 1)&	5.00	6.00	7.00	6.00	6.00	7.00	0.0930
Menestystekijänä tuotteiden korkea laatu (1-7)	5.00	6.00	7.00	6.00	7.00	7.00	0.0360
Menestystekijänä tuotteiden toimitusvarmuus (1-7)	4.00	4.00	5.00	4.00	5.00	5.25	0.1500
Tuotteiden hintakehityksen ennustettavuus (1-7)	4.00	5.00	7.00	5.00	5.00	6.00	0.9560
Kilpailun voimakkuus markkinoilla (1-7)	2.00	3.00	4.00	2.00	4.00	5.00	0.3520
Ulkoisten kriisin syiden ennustettavuus (1-7)	2.00	3.00	4.00	2.00	4.00	5.25	0.0870
Kriisin yllättävyys yritysjohdolle (1-7)	2.00	3.00	4.00	2.50	4.00	5.00	0.0170
Kriisiin syynä: tehtävien suunnittelu (1-7)	2.00	4.00	5.00	3.00	4.00	6.00	0.2790
Kriisiin syynä: toimintatapojen suunnittelu (1-7)	2.00	4.00	6.00	2.75	4.00	6.00	0.5990
Kriisiin syynä: strategisten hankkeiden suunnittelu (1-7)	1.75	3.00	5.00	2.00	4.00	6.00	0.2370
Kriisiin syynä: tehtävien toteutus (1-7)	2.00	4.00	5.00	3.00	4.00	6.00	0.0580
Kriisiin syynä: toimintatapojen toteutus (1-7)	2.00	4.00	6.00	3.00	4.00	6.00	0.6620
Kriisiin syynä: strategisten hankkeiden toteutus (1-7)	2.00	3.00	4.00	2.00	5.00	6.00	0.0110
Kriisiin syynä: tehtävien valvonta (1-7)	2.00	4.00	5.00	2.50	5.00	6.00	0.0490
Kriisiin syynä: toimintatapojen valvonta (1-7)	2.00	4.00	5.00	2.00	5.00	6.00	0.2800
Kriisiin syynä: strategisten hankkeiden valvonta (1-7)	4.00	5.00	6.00	5.00	6.00	6.75	0.0070
Toteutettujen ja suunnitelmassa esitettyjen toimenpiteiden vastaavuus (1-7)							
Toimenpide: turhien toimintojen karsinta (1-7)	3.00	5.00	6.00	4.75	6.00	7.00	0.0320
Toimenpide: keskittyminen ydintoimintaan (1-7)	4.00	5.00	6.00	5.00	7.00	7.00	0.0050
Toimenpide: toiminnan valvonnan tehostaminen (1-7)	4.00	5.00	6.00	5.00	6.00	7.00	0.0020

Toimenpide: toiminnan suunnittelun tehostaminen (1-7)	4.00	5.00	6.00	5.00	6.00	7.00	0.0040
Toimenpide: työvoiman sopeuttaminen tuotantoon (1-7)	4.00	5.00	6.00	5.00	6.00	7.00	0.0540
Toimenpide: tuotteiden hintatason nostaminen (1-7)	4.00	4.00	5.00	4.00	5.00	6.00	0.0190
Toimenpide: vanhojen tuotteiden parantaminen (1-7)	3.00	4.00	5.00	2.50	5.00	6.00	0.0820
Toimenpide: myyntiä edistävien kulujen karsinta (1-7)	2.00	4.00	5.00	2.00	4.00	6.00	0.9420
Toimenpide: tuotantotoiminnan kulujen karsinta (1-7)	4.00	4.00	5.00	3.00	5.00	6.00	0.8420
Toimenpide: hallinnon kulujen karsinta (1-7)	3.00	4.00	5.00	3.00	5.00	6.00	0.6060
Toimenpide: velkojen leikkaaminen (1-7)	2.00	4.00	6.00	4.75	6.00	7.00	0.0030
Toimenpide: laskujen maksamisen hidastaminen (1-7)	2.00	3.00	4.00	1.00	2.00	4.00	0.0700
Toimenpide: velkarakenteen muuttaminen edullisemmaksi (1-7)	2.00	4.00	5.00	4.00	5.00	6.00	0.0160
Puutteiden korjaus: tehtävien suunnittelu (1-7)	3.00	4.00	5.00	3.00	5.00	6.00	0.0410
Puutteiden korjaus: toimintatapojen suunnittelu (1-7)	3.00	4.00	5.00	4.00	5.00	6.00	0.0130
Puutteiden korjaus: tehtävien toteutus (1-7)	4.00	4.00	5.00	3.50	5.00	6.00	0.0180
Puutteiden korjaus: toimintatapojen toteutus (1-7)	4.00	4.00	5.00	3.75	6.00	6.00	0.0070
Puutteiden korjaus: tehtävien valvonta (1-7)	3.75	4.00	5.00	3.00	5.00	6.00	0.0890
Muutos: Kustannuslaskelmat (1-7)	3.00	4.00	5.00	3.75	5.00	6.00	0.0660
Muutos: Lyhyen tähtäyksen rahoituslaskelmat (1-7)	3.00	4.00	5.00	3.00	5.00	6.00	0.0440
Muutos: Lyhyen tähtäyksen sijoituslaskelmat (1-7)	3.00	4.00	5.00	2.75	5.00	6.00	0.0430
Muutos: Ei-taloudellisen suorituskyvyn laskelmat (1-7)	2.00	3.00	4.00	2.00	4.00	6.00	0.0210
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: johtajat (1-7)	5.00	6.00	6.00	6.00	6.00	7.00	0.0000
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: omistajat (1-7)	5.00	6.00	7.00	6.00	6.00	7.00	0.0030
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: työntekijät (1-7)	4.00	5.00	6.00	5.00	6.00	7.00	0.0460
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: asiakkaat (1-7)	4.00	5.00	6.00	5.00	6.00	7.00	0.0040
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: tiilitarkastaja (1-7)	4.00	5.00	6.00	5.00	6.00	7.00	0.0160

Selite:

S = Mitta-asteikko 1-7 kuvaa ominaisuuden, toimenpiteen tai merkityksen voimakkuutta (1 = heikko & 7 = erittäin suuri).

= Kruskal-Wallis testi.

& = Mediaanin sijasta esitetty keskiarvo (kaksiluokkainen muuttuja).

sin. Rakennusyritysten tyytyväisyys on kolmasosassa (33 %) tapauksia heikko ja kolmasosassa (33 %) erittäin hyvä. Palveluyrityksistä yli 56 % raportoi, että tyytyväisyys saneeraukseen on hyvä tai erittäin hyvä ja vain 12 % pitää sitä heikkona (1–4).

4.2 Kokonaistehokkuuteen (tyytyväisyyteen) vaikuttavat tekijät

Taulukossa 2 on esitetty tilastolliset jakaumat tekijöistä, joilla on merkitystä yritysten tyytyväisyyteen saneerauksen toteuttamiseen kokonaisuudessaan (kokonaistehokkuus). Yritykset on taulukossa jaettu kahteen ryhmään siten, että luokkaan 1 (ei-tyytyväiset) kuuluvat yritykset, joiden tyytyväisyys on korkeintaan 4 (saneeraus ei ole kokonaisuudessaan onnistunut heikosti, eikä hyvin). Loput yritykset (5–7) kuuluvat luokkaan 2 (tyytyväiset). Yrityksen johtajalla on merkitystä tyytyväisyyteen. Tyytyväisissä saneerausyrityksissä johtajalla on enemmän kokemusta yrityksestä, mutta vähemmän ammatillista koulutusta. Sen lisäksi näillä yrityksillä on enemmän työntekijöitä ja ne tuottavat enemmän liikevaihtoa kuin muut. Yrityksen koko vaikuttaa siten positiivisesti tyytyväisyyteen.

Yrityksen toimintaympäristön tekijöillä (toimiala, kilpailustrategia, epävarmuus) on myös tilastollisesti merkitsevä vaikutus tyytyväisyyteen. Palvelualan, erilaistamista kilpailustrategiana käyttävät ja tuotteiden laatua menestystekijänä korostavat yritykset ovat tyytyväisiä saneeraukseen useammin kuin muut. Markkinoilla vallitsevan kilpailun voimakkuudella ei ole merkitsevää vaikutusta saneerauksen kokonaistehokkuuteen. Kriisin ulkoiset syyt ovat ei-tyytyväisissä yrityksissä muita vahvemmin säästöjen ja lakien kehittyminen, teknologian kehittyminen tai raaka-aineiden saannin kehittyminen. Nämä ovat tekijöitä, joihin yrityksen on

suhteellisen vaikea joustavasti sopeutua ja säilyttää kilpailukykyä. Kriisin sisäisistä syistä tilastollisesti merkitsevä tekijä on vaikeudet osatoiminnassa, joista ei-tyytyväisissä yrityksissä kärsitään enemmän. Tämän tekijän merkitys saattaa selittyä toimialaeroilla.

Tyytyväiset ja ei-tyytyväiset yritykset eroavat merkittävästi saneerauksessa käytettyjen keinojen suhteen. Ydintoimintaan keskittymisellä tai valvonnan ja suunnittelun kehittämisellä ei ole merkitsevää vaikutusta tyytyväisyyteen. Ne ovat aktiivisia keinoja, joiden ansiosta yritys voi jatkaa toimintaansa (ohjelman läpivienti) ja myös parantaa taloudellisia toimintaedellytyksiään (taloudellinen tehokkuus), mutta ei kokonaistehokkuutta. Tutkimuksen ensimmäinen hypoteesi ei siten toteudu, kun tehokkuutta mitataan saneerauksen onnistumisella kokonaisuudessaan. Ei-tyytyväisissä yrityksissä käytetään huomattavasti enemmän hintatason laskua saneeraustoimenpiteenä kuin toisessa ryhmässä. Sen lisäksi ne panostavat enemmän uusiin tuotteisiin, varaston kierron nopeuttamiseen ja omaisuuden realisointiin. Nämä ovat sellaisia toimenpiteitä, jotka ovat yrityksen näkökulmasta vaikeita toteuttaa tai niiden tavoitteiden vastaisia. Ne heikentävät siten tyytyväisyyttä saneeraukseen.

Tyytyväisissä yrityksissä vakuudettomien velkojen leikkaaminen (velkajärjestely) nousee selvästi tärkeämmäksi toimenpiteeksi kuin ei-tyytyväisissä. Velkojen riittävä leikkaaminen on siten merkittävä keino luoda saneerattavalle yritykselle pelivaraa, joka paitsi varmistaa yrityksen toiminnan jatkamisen, myös parantaa saneerauksen onnistumista kokonaisuudessaan. Se on teknisesti yksinkertainen toteuttaa ja vastaa yrityksen tavoitteita. Tämä tulos tukee siten tutkimuksen toista hypoteesia velkajärjestelyn positiivisesta merkityksestä.

Toteutettujen ja saneerausohjelmassa suunniteltujen toimenpiteiden vastaavuus on tyytyväisissä yrityksissä olennaisesti korkeammalla tasolla kuin ei-tyytyväisissä. Tämä vastaavuus on tilastollisesti merkitsevin tyytyväisyyteen vaikuttava tekijä. Tyytyväisissä yrityksissä toteutetaan selkeämmin juuri ne toimenpiteet, joista saneerausohjelmassa on sovittu. Ei-tyytyväisissä yrityksissä saneerausohjelmaa laadittaessa ei ole tunnistettu kaikkia olennaisia vaikeuksia ja etsitty niille ratkaisuja, tai saneerauksen aikana on ilmennyt kokonaan uusia vaikeuksia, joihin ei ole osattu varautua ja joiden vuoksi yritys ei ole tyytyväinen saneeraukseen. Jos kaikki menee saneeraussuunnitelman mukaisesti, yritys on tyytyväinen. Jos yritys joutuu tekemään saneerauksessa toimenpiteitä, joita ei esitetty suunnitelmassa, tyytyväisyys heikkenee.

Tyytyväisyys saneeraukseen riippuu merkittävästi kaikkien sidosryhmien sitoutumisesta ja tuesta. Tyytyväisissä yrityksissä arvioidaan kaikkien sidosryhmien vaikutus saneerauksen toteuttamiseen merkitsevämmäksi kuin ei-tyytyväisissä. Tyytyväisissä yrityksissä kaikki sidosryhmät ovat saneerausohjelman takana ja tukevat sen toteuttamista. Merkitsevimmät erot tyytyväisten ja ei-tyytyväisten yritysten välillä ovat rahoittajan, valvojan, johtajien ja omistajan merkityksessä. Myös verottajan merkitys on tyytyväisissä yrityksissä olennaisen korkea. Tavoitteita vastaavan saneerausohjelman toteuttaminen edellyttää usein rahoittajan ja verottajan joustavuutta, jolloin yritykselle voidaan luoda saneerausohjelmaan riittävästi rahoituksellista pelivaraa. Tulokset korostavat sitä perinteistä näkemystä, että yritys on eri sidosryhmien yhteistyömuoto. Mitä paremmin yhteistyö eri sidosryhmien kanssa sujuu, sitä paremmin myös saneeraus yritysten mielestä toteutuu.

Kriisin syiden havaittavuudella tai yllätyksellisyydellä ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta tyytyväisyyteen. Kriisin lähestyminen on havaittu tyytyväisissä ja ei-tyytyväisissä yrityksissä suunnilleen yhtä selvästi, eikä kriisi ole tullut suurena yllätyksenä. Keskeinen ero ryhmien välillä on siinä, että tyytyväisissä yrityksissä yrityksen johto on ryhtynyt nopeasti kriisin edellyttämiin toimenpiteisiin ja hakenut yritys-saneeraukseen suhteellisen pian kun taas ei-tyytyväisissä yrityksissä johto on reagoinut huomattavasti hitaammin. Tyytyväisissä yrityksissä johto on ryhtynyt toimenpiteisiin keskimäärin 2 kuukauden kuluttua kriisin havaitsemisesta kun ei-tyytyväisissä yrityksissä se on vienyt 7 kuukautta. Vastaavat viiveet saneeraukseen hakemisessa ovat tyytyväisissä yrityksissä keskimäärin 15 kuukautta ja ei-tyytyväisissä lähes kaksi vuotta (22 kuukautta). Nopeudella on keskeinen merkitys tyytyväisyydelle. Kun yritysjohdosta havaitsee kriisin lähestyvän, sen pitää ryhtyä toimenpiteisiin mahdollisimman pian ja jättää myös nopeasti hakemus yritys-saneeraukseen, mikäli toimenpiteet ovat riittämättömiä. Mitä nopeammin yritys aloittaa kriisin havaitsemisen jälkeen yritys-saneerauksen, sitä korkeammaksi nousee saneerauksen kokonaistehokkuus.

4.3 Saneeraustyytyväisyyden selittäminen

Saneeraustyytyväisyyteen vaikuttavien tekijöiden perusteella on mahdollista kehittää tilastollinen malli tyytyväisyyden selittämiseksi. Taulukossa 3 on esitetty kaksi erilaista mallia, joista ensimmäinen on logistinen regressiomalli. Logistisessa 2-luokkaisessa regressiomallissa johdetaan kaava, joka osoittaa ehdollisen todennäköisyyden sille, että yrityksen on tyytyväinen saneeraukseen (yritys kuuluu tyytyväisten ryhmään). Mallin johtamisessa annetaan sama painoarvo tyytyväisille ja ei-tyytyväisille yrityksille

DISCUSSION

TAULUKKO 2. Saneerausyyväisyyttä selittävät merkittävimmät tekijät.

	Ei-tyytyväiset yritykset:			Tyytyväiset yritykset:			Khi:# p-taso
	Kvartiilit:			Kvartiilit:			
	Ala- kvartiili	Mediaani	Ylä- kvartiili	Ala- kvartiili	Mediaani	Ylä- kvartiili	
Tekijä							
Työkokemus saneerattavassa yrityksessä (1-7)	4.00	6.00	7.00	6.00	7.00	7.00	0.0150
Ei tutkintoon perustuva ammattikoulutusta (0 tai 1)&	0.00	0.04	0.00	0.00	0.19	0.00	0.0560
Työntekijöiden lukumäärä	1.75	4.00	12.00	3.00	7.00	13.75	0.0550
Liikevaihto (teuroa)	193.25	411.00	1145.00	280.50	935.00	4793.75	0.0960
Logaritminen työntekijöiden lukumäärä	0.52	1.39	2.48	1.10	1.95	2.62	0.0550
Toimiala palvelu (0 tai 1)&	0.00	0.07	0.00	0.00	0.23	0.00	0.0780
Markkinastrategia edelläkävijä (0 tai 1)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06	0.00	0.1720
Kilpailustrategia erilastaminen (0 tai 1)&	0.00	0.21	0.00	0.00	0.44	1.00	0.0450
Menestystekijänä tuotteiden korkea laatu (1-7)	5.00	6.00	7.00	6.00	6.00	7.00	0.0280
Raaka-aineiden saannin kehittymisen ennakoinnin tarkkuus (1-7)	4.00	5.00	6.00	4.00	4.00	5.00	0.0420
Kilpailun keskimääräinen voimakkuus (1-7)	4.00	6.00	6.00	4.00	5.00	6.00	0.6170
Kriisin syynä säädösten ja lakien kehittyminen (1-7)	2.00	2.00	4.00	1.00	2.00	3.00	0.0180
Kriisin syynä teknologian kehittyminen alalla (1-7)	2.00	2.50	4.00	1.00	2.00	3.00	0.0990
Kriisin syynä raaka-aineiden saannin kehittyminen (1-7)	1.00	2.00	4.00	1.00	1.00	3.00	0.0310
Kriisin syynä ostopöytämenon väikeudet (1-7) (sisäinen)	2.00	4.00	6.00	1.00	2.50	5.00	0.0210
Toteutettujen ja suunn. esitettyjen toimenpiteiden vastaavuus (1-7)	3.25	4.00	5.00	5.00	6.00	7.00	0.0000
Toimenpide: keskittyminen ydintoimintaan (1-7)	5.00	5.50	6.75	5.00	6.00	7.00	0.3080
Toimenpide: toiminnan valvonnan tehostaminen (1-7)	4.00	5.00	6.00	4.00	6.00	6.25	0.3130
Toimenpide: toiminnan suunnittelun tehostaminen (1-7)	4.00	5.00	6.00	4.50	6.00	7.00	0.2770
Toimenpide: laskentajärjestelmien kehittäminen (1-7)	4.00	5.00	5.00	4.00	5.00	6.00	0.5570
Toimenpide: tuotteiden hintatason laskelminen (1-7)	2.00	3.50	4.00	1.00	1.50	3.00	0.0010
Toimenpide: uusien tuotteiden kehittäminen (1-7)	4.00	5.00	6.00	2.00	4.00	6.00	0.0740

Toimenpide: varaston kierron nopeuttaminen (1-7)	4.00	5.00	6.00	1.00	4.00	5.00	0.0020
Toimenpide: varaston realisointi (1-7)	2.25	4.00	6.00	1.00	2.00	4.00	0.0060
Toimenpide: käyttöomaisuuden realisointi (1-7)	2.00	4.00	6.00	1.00	2.00	4.25	0.0630
Toimenpide: velkojen leikkaaminen (1-7)	2.00	4.00	6.00	3.75	6.00	7.00	0.0700
Muutos: hinnoittelulaskelmia kehitetty (1-7)	1.25	5.00	5.75	4.00	5.00	6.00	0.1170
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: selvittäjä (1-7)	3.00	5.00	6.00	5.00	6.00	7.00	0.0190
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: valvoja (1-7)	2.00	4.00	6.00	4.75	6.00	7.00	0.0030
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: johtajat (1-7)	5.00	6.00	6.00	5.50	6.00	7.00	0.0030
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: omistajat (1-7)	4.00	6.00	6.00	6.00	6.00	7.00	0.0030
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: työntekijät (1-7)	4.00	5.00	6.00	5.00	6.00	7.00	0.0050
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: asiakkaat (1-7)	4.00	5.00	5.25	4.50	6.00	7.00	0.0050
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: rahoittajat (1-7)	2.00	4.00	5.00	3.00	5.00	7.00	0.0010
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: verottaja (1-7)	2.00	3.00	5.00	4.00	5.00	6.00	0.0050
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: tilintarkastaja (1-7)	4.00	5.00	6.00	5.00	6.00	7.00	0.0130
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: tilitoimisto (1-7)	4.00	4.00	6.00	4.00	6.00	7.00	0.0140
Yksityistalouden vaikeuksien merkitys saneeraukseen (1-7)	1.00	2.00	5.00	1.00	1.00	4.00	0.5080
Kriisin syiden havaittavuus (1-7)	2.00	5.00	6.00	3.00	4.00	5.00	0.3820
Kriisin yllätyksellisyys johdolle (1-7)	2.00	3.00	5.00	2.00	3.00	4.25	0.9710
Viive kriisin havaitsemisesta saneeraukseen hakuun (kk)	8.75	22.50	39.00	6.00	15.00	22.00	0.0710
Viive kriisin havaitsemisesta toimintaan ryhtymiseen (kk)	3.75	7.00	18.75	1.00	2.00	6.00	0.0070
Viive kriisin havaitsemisesta ohjelman vahvistamiseen (kk)	14.50	30.00	46.50	10.50	19.00	30.75	0.1040
Saneerausohjelmaa toteutettu nyt (vuosia)	4.00	6.00	7.00	5.00	6.00	7.00	0.5130

Selitte:

§ = Mitta-asteikko 1-7 kuvaa ominaisuuden, toimenpiteen tai merkityksen voimakkuutta (1 = heikko & 7 = erittäin suuri).

= Kruskal-Wallisin testi.

& = Mediaanin sijasta esitetty keskiarvo (kaksiluokkainen muuttuja).

DISCUSSION

(painotettu estimointi). Mallin muuttujat on valittu edellisen taulukon muuttujista askeltaen siten, että ensin malliin on otettu tilastollisin perustein paras muuttuja, jonka jälkeen malliin on lisätty muuttujia niiden paremmuusjärjestyksessä kunnes mallin tilastollisia ominaisuuksia ei enää voida parantaa. Logistisen regressiomallin logit lasketaan sijoittamalla malliin siinä esiintyvät muuttujat seuraavasti:

$$L = -17.555$$

- + 0.973 • Toteutettujen ja suunnitelmassa esitettyjen toimenpiteiden vastaavuus (1–7)
- + 1.002 • Merkitys saneerauksen onnistumiselle: rahoittajat (1–7)
- 0.931 • Toimenpide: varaston realisointi (1–7)
- + 1.734 • Menestystekijänä tuotteiden korkea laatu (1–7)
- + 1.444 • Logaritminen työntekijöiden lukumäärä,

joka sijoitetaan logistiseen funktioon tyytyväisten yritysten ryhmään kuuluvuuden todennäköisyyden laskemiseksi:

$$P = 1/(1 + e^{-L})$$

Jos tyytyväisten yritysten ryhmään kuulomisen todennäköisyys (P) on yli 0.5 (kriittinen arvo), yritys luokitellaan tyytyväiseksi 2-luokkaisessa luokittelussa.

Mallin mukaan yritys on tyytyväinen saneerauksen onnistumiseen kokonaisuudessaan sitä todennäköisemmin, 1) mitä paremmin käytännössä tehdyt saneeraustoimenpiteet vastaavat suunnitelmassa esitettyjä toimenpiteitä, 2) mitä enemmän rahoittajilla on merkitystä saneerauksen onnistumiselle, 3) mitä vähemmän saneerauksessa käytetään varaston realisointia, 4)

mitä enemmän yritys painottaa toiminnassaan menestystekijänä tuotteiden korkeaa laatua ja 5) mitä enemmän yrityksellä on työntekijöitä. Kriittisellä arvolla (0.5) käytetystä havaintoaineistosta (80 yritystä) yrityksistä luokitellaan oikein lähes 90 %. Mallin luokittelun tarkkuuskerroin on erittäin korkea. Kuviossa 1 on esitetty mallin tuottama ROC-käyrä, jonka mukaan lähes 80 % tyytyväisistä yrityksistä saa suuremman ehdollisen todennäköisyyden P kuin yksikään ei-tyytyväinen yritys. Malli luokittelee yritykset erittäin tehokkaasti tyytyväisiin ja ei-tyytyväisiin yrityksiin. Sen luokittelukyky on verrattavissa Laitisen (2009) malliin.

Toinen taulukossa esitetty malli on lineaarinen regressiomalli, jossa valittujen muuttujien avulla selitetään tyytyväisyyttä saneeraukseen. Tyytyväisyyttä mitataan nyt 7-portaisella asteikolla, missä 1 = erittäin huono tyytyväisyys (onnistunut erittäin huonosti) ja 7 = erittäin hyvä tyytyväisyys (onnistunut erittäin hyvin). Muuttujat on valittu malliin yksi kerrallaan askeltaen siten, että mallille saadaan paras mahdollinen suorituskyky tyytyväisyyden selittämisessä. Muuttujien lisääminen malliin lopetetaan kun parhaimmat uudet muuttujaehdokkaat eivät enää ole tilastollisesti merkitseviä. Malli antaa suoraan ennusteen tyytyväisyydelle T (1–7) sijoittamalla malliin muuttujat seuraavasti:

$$T = 2.059$$

- + 0.477 • Toteutettujen ja suunnitelmassa esitettyjen toimenpiteiden vastaavuus (1–7)
- + 0.206 • Merkitys saneerauksen onnistumiselle: rahoittajat (1–7)
- 0.207 • Toimenpide: varaston realisointi (1–7)
- + 0.270 • Logaritminen työntekijöiden lukumäärä

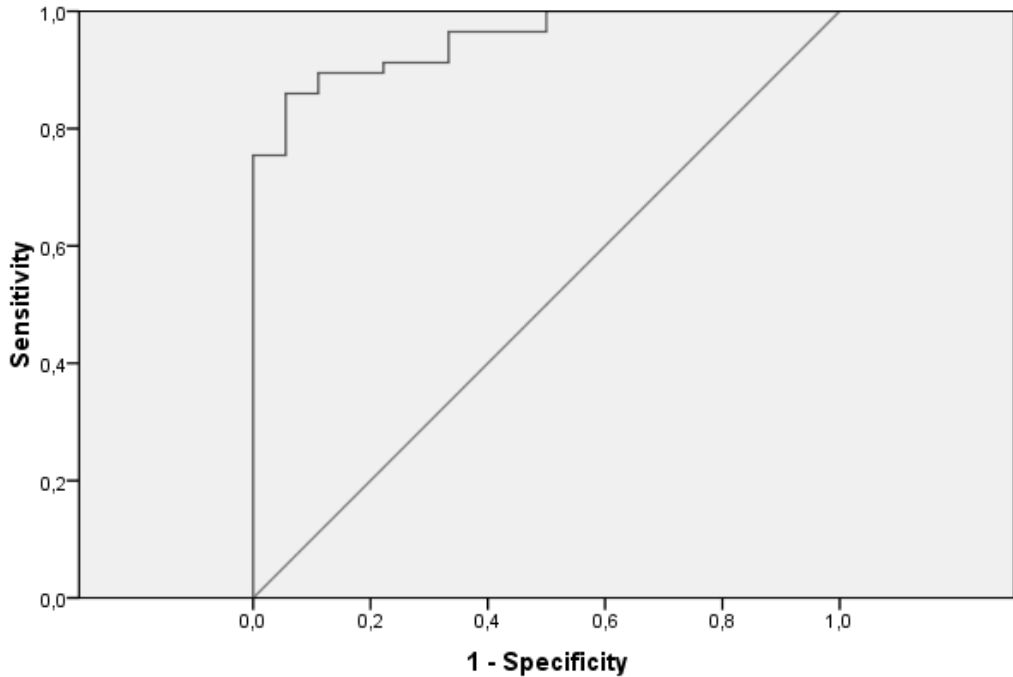
Tämä yksinkertainen regressiomalli selittää lähes puolet (45 %) saneeraustyytyväisyydestä. Se osoittaa, että saneeraus onnistuu kokonaisuudessaan sitä paremmin, 1) mitä paremmin käytännössä toteutetut ja suunnitellut sa-

neeraustoimenpiteet vastaavat toisiaan, 2) mitä enemmän rahoittajilla on merkitystä saneerauksen onnistumiselle, 3) mitä vähemmän toimenpiteenä käytetään varaston realisointia ja 4) mitä enemmän yrityksessä on työntekijöitä.

TAULUKKO 3. Kehitetyt mallit saneerauksen kokonaistehokkuuden selittämiseksi.

1. Logistinen regressiomalli (ehdollinen todennäköisyys saneerauksen onnistumiselle kokonaisuudessaan)				
Muuttuja	Kerroin	Keskivirhe	Waldin testi	p-arvo
Toteutettujen ja suunn. esitettyjen toimenpiteiden vastaavuus (1–7)	0.973	0.447	4.747	0.029000
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: rahoittajat (1–7)	1.002	0.354	8.017	0.005000
Toimenpide: varaston realisointi (1–7)	-0.931	0.33	7.945	0.005000
Menestystekijänä tuotteiden korkea laatu (1–7)	1.734	0.635	7.452	0.006000
Logaritminen työntekijöiden lukumäärä	1.144	0.43	7.073	0.008000
Vakio	-17.555	5.526	10.092	0.001000
Nagelkerken selitysaste	0.7560			
Ei-tyytyväinen yritys luokiteltu ei-tyytyväiseksi	88.90			
Tyytyväinen yritys luokiteltu tyytyväiseksi	87.70			
Kaikista havainnoista luokiteltu oikein	88.30			
Tarkkuuskerroin	0.9020			
2. Lineaarinen regressiomalli (saneerauksen onnistuneisuuden kokonaisuudessaan 1–7 selittäminen)				
Muuttuja	Kerroin	Keskihajonta	t-testi	p-arvo
Vakio	2.059	0.669	3.080	0.003000
Toteutettujen ja suunn. esitettyjen toimenpiteiden vastaavuus (1–7)	0.477	0.105	4.558	0.000000
Merkitys saneerauksen onnistumiselle: rahoittajat (1–7)	0.206	0.071	2.910	0.005000
Toimenpide: varaston realisointi (1–7)	-0.207	0.072	-2.886	0.005000
Logaritminen työntekijöiden lukumäärä	0.270	0.107	2.529	0.014000
Selitysaste	0.453			
F-testisuure	14.706			
p-arvo	0.000000			

ROC Curve



KUVIO 1. Saneerauksen onnistumista kuvaavan logistisen regressiomallin ROC-käyrä.

Selite:

Sensitivity = Niiden tyytyväisten yritysten osuus, joilla tyytyväisten ryhmään kuuluvuuden todennäköisyys ylittää raja-arvon.

1-Specificity = Niiden ei-tyytyväisten yritysten osuus, joilla tyytyväisten yritysten ryhmään kuuluvuuden todennäköisyys ylittää raja-arvon.

5. Yhteenveto

Suomessa on ollut yrityssaneerauslainsäädäntö (YSL) voimassa kohta 20 vuotta. Edellisen laman aikana tätä pelastusrengasta ei vielä ollut ja laman kourissa kamppailevat yritykset ajautuivat 1990-luvun taitteessa suurin joukoin konkurssiin. Tämän laman aikana hakemukset yrityssaneeraukseen ovat kasvaneet räjähdysmäisesti. Kun yrityssaneeraukseen haki 2006–2008 vuosittain noin 300 yritystä, on hakijoita ollut vuosina 2009–2010 yli 500. Tämä osoittaa, että

yrityssaneerauslaki on erittäin tarpeellinen erityisesti laman aikana. Se antaa elinkelpoisille yrityksille mahdollisuuden selviytyä laman yli. Perusongelmaksi saneerauksessa on muodostunut elinkelpoisten yritysten valinta saneeraukseen ja sopivien saneerauskeinojen valinta. Tähän liittyviä tutkimuksia on tehty erittäin vähän ja ne käsittelevät vain harvoin yritysten saneerausta laman aikana, mikä on poikkeuksellisen haasteellista.

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli arvioida pienyritysten lakiperusteisen yrityssaneerauksen tehokkuuteen vaikuttavia tekijöitä laman aikana. Saneerauksen tehokkuus jaettiin tutkimuksessa taloudelliseen tehokkuuteen (vaikutus taloudellisiin tunnuslukuihin) ja kokonaistehokkuuteen (saneerauksen onnistuminen kokonaisuudessaan). Tutkimus toteutettiin lähettämällä vuonna 2009 kysely 258 yrityssaneerauksessa olevan yrityksen johtajalle, joista kyselyyn 38 %. Tulokset osoittavat, että yrityssaneeraus on olennaisesti tehostanut yritysten taloudellisia toimintaedellytyksiä. Toimintaedellytyksistä saneerauksen vaikutus on ollut heikoin kasvun tehostamisessa. Tämä on luonnollinen tulos, sillä lama heikentää olennaisesti pienyritysten kasvumahdollisuuksia. Sen lisäksi saneerauksen eräs keskeisimmistä toimintatavoista on pysäyttää yrityksen kasvu saneerausta käynnistettäessä. Tulokset osoittavat myös, että saneeraus on kokonaisuudessaan onnistunut hyvin ja yritysjohdajat ovat siihen tyytyväisiä.

Tutkimuksen tulokset tukevat esitettyä hypoteesia siitä, että saneeraus tapahtuu taloudellisesti tehokkaammin, jos siinä käytetään aktiivisia saneeraustoimenpiteitä ja vahvaa velkajärjestelyä. Sen sijaan yrityssaneerauksen kokonaistehokkuuteen aktiivisten keinojen merkitys on vähäinen, eikä tulos siten niiltä osin anna tukea esitetyle hypoteesille. Yritykset ovat saneeraukseen kokonaisuudessaan sitä enemmän tyytyväisiä, mitä enemmän siinä käytetään velkajärjestelyä ja mitä vähemmän vaihto-omaisuuteen liittyviä toimenpiteitä, tuotteiden hinnan laskua ja uusien tuotteiden kehittämistä. Sekä taloudellisen tehokkuuden että kokonaistehokkuuden osalta tulokset tukevat siten toista tutkimuksen hypoteesia siitä, että velkajärjestely on tehokas saneerauskeino. Erylisesti laman aikana on saneerauksen onnistumiselle tärkeää,

että yritykselle annetaan pelivaraa vahvan velkajärjestelyn avulla. Se antaa yritykselle aikaa parantaa kannattavuutta ja muita toimintaedellytyksiä liiketoiminnan saneerauksen avulla. ■

Lähdeluettelo

- BULOW, J. & J. SHOVEN** (1978). The bankruptcy decision. *Bell Journal of Economics*. 9: 2. 437–456.
- CHOWDHURY, S.D. & J.R. LANG** (1996). Turnaround in small firms: an assessment of efficiency strategies. *Journal of Business Research*. 36: 2. 169–178.
- GRINYER, P.H., D. MAYES & P. MCKIERNAN** (1990). The Sharpbenders: Achieving a sustained improvement in performance. *Long Range Planning*. 23: 1. 116–125.
- HAMBRICK, D.C. & S.M. SCHECTER** (1983). Turnaround strategies for mature industrial-product business units. *Academy of Management Journal*. 26: June. 231–48.
- HOFFMAN, R.C.** (1989). Strategies for corporate turnaround: What do we know about them? *Journal of General Management*. 14: 3. 46–66.
- LAAKSO, T.** (2007). *Characteristics of the process supersede characteristics of the debtor explaining failure to recover by legal reorganization proceedings*. Working papers. W 434. Helsingin kauppakorkeakoulu. Helsinki.
- LAAKSO, T.** (2009). *Fatal Zero-Slack*. Global Management 2009. Achieving Excellence through an Integrated Approach. Sevilla. June 22–24, 2009.
- LAITINEN, E.K.** (2000). Long-term Success of Adaptation Strategies: Evidence from Finnish Companies. *Long Range Planning*. 33. 805–830.
- LAITINEN, E.K.** (2008). Data system for assessing probability of failure in SME reorganization. *Industrial Management & Data Systems*. 108: 7. 849–866.
- LAITINEN, E.K.** (2009). Success factors in small firm reorganization. *International Journal of Management and Enterprise Development*. 6: 3. 300–321.
- LAITINEN, E.K.** (2011). Assessing viability of Finnish reorganization and bankruptcy firms. *European Journal of Law and Economics*. 31: 2. 167–198.
- LOPUCKI, L.M. & J.W. DOHERTY** (2002). Why are Delaware and New York bankruptcy reorganizations failing? *Vanderbilt Law Review*. 55: 6. 1933–1985.
- LÅNGSTRÖM, S.** (1995). *Framgångsfaktorer i de finländska storföretagen under 1990-talskrisen*. Meddelanded från ekonomisk-statsvetenskapliga fakulteten. A-436. Åbo Akademi. Turku.

DISCUSSION

- O'NEILL, H.M.** (1986). Turnaround and recovery: What strategy do we need? *Long Range Planning*. 19: 1. 88–98.
- POSTON, K.M., W.K. HARMON & J.D. GRAMLICH** (1994). A test of financial ratios as predictors of turnaround versus failure among financially distressed firms. *Journal of Applied Business Research*. 10: Winter. 41–56.
- PRIHTI, A.** (1980). *Yrityksen saneeraus ja toiminnan uudelleensuuntaus*. *Ekonomia-sarja*. Weilin & Göös. Helsinki.
- ROBBINS, D.K. & J. PEARCE II** (1992). Turnaround retrenchment and recovery. *Strategic Management Journal*. 13. 287–309.
- ROUTLEDGE, J. & D. GADENNE** (2000). Financial distress, reorganization and corporate performance. *Accounting & Finance*. 40. 233–260.
- ROUTLEDGE, J. & D. GADENNE** (2004). An exploratory study of the company reorganisation decision in voluntary administration. *Pacific Accounting Review*. 16: June. 31–56.
- SCHENDEL, D.E. & G.R. PATTON** (1976). Corporate turnaround strategies: A study of profit decline and recovery. *Journal of General Management*. 3: 3. 3–11.
- SCHENDEL, D.E., G.R. PATTON & J. RIGGS** (1976). Corporate stagnation and turnaround. *Journal of Economics and Business*. 28: 3. 236–241.
- SMITH, M. & C. GRAVES** (2005). Corporate turnaround and financial distress. *Managerial Auditing Journal*. 20: 3. 304–320.
- STRANG, L.** (1998). *The Turnaround process: Conditions and strategies for a successful turnaround of firms*. Tohtorinväitöskirja. Helsingin teknillisen korkeakoulun julkaisuja. Helsinki.
- SUNDGREN, S.** (1998). Does a reorganization law improve the efficiency of the insolvency law? The Finnish experience. *European Journal of Law and Economics*. 6. 177–198.
- WHITE, M.** (1984). Bankruptcy, liquidation and reorganization. In Logue, D. (Ed.). *Handbook of modern finance*. Warren, Gorham and Lamont. New York.
- WHITE, M.** (1989). The corporate bankruptcy decision. *Journal of Economic Perspectives*. 3: Spring. 129–152.