



OULUN YLIOPISTO  
UNIVERSITY of OULU

OULUN KAUPPAKORKEAKOULU

**Joonas Pulliainen**

**SALE AND LEASEBACK -RAHOITUSMUODON KÄYTTÖ YRITYSTOIMINNASSA JA  
KÄYTTÖÖN LIITTYVÄT MARKKINAVAIKUTUKSET**

Pro gradu -tutkielma

Laskentatoimi

Tammikuu 2017

Yksikkö Oulun yliopiston kauppakorkeakoulu			
Tekijä Pulliainen Joonas		Työn valvoja Järvinen Janne	
Työn nimi Sales and leaseback -rahoitusmuodon käyttö yritystoiminnassa ja käyttöön liittyvät markkinavaikutukset			
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu	Aika tammikuu 2017	Sivumäärä 69
Tiivistelmä			
<p>Tämän pro gradu -tutkielman tarkoituksena oli avata ensin sale and leaseback -järjestelyn (myös SLB-rahoitus) sisältö ja sen jälkeen nostaa esille syitä, jotka johtavat SLB-toiminnan käyttämiseen liiketoiminnassa. Tutkielman tutkimuskysymys voitiin lausua seuraavan kysymyksen muodossa: Mitkä syyt johtavat yritystoiminnassa SLB-rahoitusmuodon käyttöön? Tutkimuksen tavoitteena oli myös tarkastella sitä, minkälaisia markkinavaikutuksia teorian mukaan SLB-rahoitusmuodon käyttöönotto aiheuttaa ja tuoda esille asiantuntijoiden näkemyksiä näistä vaikutuksista.</p> <p>Tutkimuskysymyksiin liittyvää teoriaa haettiin alan kirjallisuudesta ja artikkeleista. Tutkimuksen kohdetta lähestyttiin kvalitatiivisella tutkimusotteella. Tutkimuksen empiirinen osuus toteutettiin haastatteluin, joiden avulla pyrittiin löytämään näyttöä siitä, mikä tai mitkä asiantuntijoiden esittämistä perusteluista peilaantuvat teoriassa esitettyihin syihin ja millaisina asiantuntijat näkivät SLB-järjestelyn markkinavaikutukset. Haastateltavat edustivat erilaista asiantuntijuutta ja kokemusta. Haastattelut tehtiin puolistrukturoituun haastatteluun tähtäviä periaatteita noudattaen.</p> <p>Tutkimus osoitti, että SLB-rahoitus on yksi käytettävissä oleva vaihtoehto rahoittaa yrityksen toimintaa ja näin se monipuolistaa yrityksen rahoitusvaihtoehtoja. Se on yksi vaihtoehto velkarahalle. Haastateltavien mielestä tärkein syy toteuttaa SLB-järjestely on pääoman vapauttaminen muuhun tarkoitukseen. Syyksi nähtiin se, että ei haluta velkaantua lisää, ei haluta rahaa omistajiltakaan tai muuta rahaa ei ole saatavilla. SLB-rahoituksen katsottiin sopivan suurille yrityksille, koska järjestelyn toteuttaminen vaatii aina asiantuntijuutta. Huomiota kiinnitettiin myös SLB-järjestelyyn liittyviin riskeihin, jotka pitää tunnistaa. Rahoituksen hinta saattaa myös osoittautua liian korkeaksi.</p> <p>Markkinareaktioista oltiin sitä mieltä, että potentiaali osakkeen kurssinousulle on olemassa, jos SLB-järjestely on kooltaan suuri ja se on tehty hyvään hintaan. Esimerkiksi Finnair Oyj on tehnyt hyvin rahaa konekaupoilla. Mutta SLB voi olla osakekurssille huonokin asia, jos on jouduttu tekemään SLB-järjestely, koska muualta ei ole saatu rahoitusta. Negatiivinen kurssireaktio on mahdollinen myös silloin, kun yritys yhtäkkiä muuttaa rahoitustaan ja siirtyy käyttämään pelkästään SLB-järjestelyä. Markkinavaikutuksia koskeneeseen kysymykseen saatiin vain vähän vastauksia.</p>			
Asiasanat Sales and leaseback -rahoitusmuoto tai -järjestely, SLB, markkinareaktiot, leasingrahoitus, IFRS 16, CAR, AAR, BEPS			
Muuta tietoa			

## SISÄLLYS

<b>1</b>	<b>JOHDANTO .....</b>	<b>6</b>
1.1	Työn tavoite, tutkimusongelma, rajaukset ja tutkimusote.....	7
1.2	Aiemmat tutkimukset.....	8
1.3	Opinnäytetyön rakenne .....	9
<b>2</b>	<b>SALE AND LEASEBACK –RAHOITUSMUODON SISÄLTÖ JA SEN KÄYTTÖÖN JOHTANEET SYYT .....</b>	<b>11</b>
2.1	Tavanomaiseen investointiin ja SLB-järjestelyyn liittyvät rahavirrat ..	13
2.2.	SLB-järjestelyyn johtaneet syyt.....	16
2.2.1	Verokannustimet .....	16
2.2.2	Informaation epäsymmetria .....	20
2.2.3	Konkurssin uhka.....	21
2.2.4	Pääomien niukkuus .....	23
2.2.5	Likviditeettitarpeet .....	25
2.3	Sale and leaseback -järjestelyn hyödyt.....	26
2.4	Sale and leaseback vaihtoehtona velkarahalle.....	28
2.5	Kovenantit.....	30
2.6	IFRS 16.....	31
<b>3</b>	<b>MARKKINAVAIKUTUKSET .....</b>	<b>33</b>
3.1	Epänormaalien tuotosten menetelmien tutkimuksia.....	33
3.2	Muita tapahtumatutkimuksia .....	35
3.2.1	Fisherin tutkimus.....	35
3.2.2	Slovinin, Sushkan ja Polonchekin tutkimus.....	36
3.3	Muita tutkimuksia.....	39
3.4	Sale and leaseback -sopimuksen ajallinen kesto ja taloudellinen arvo	41
<b>4</b>	<b>HAASTATTELUTUTKIMUKSEN TOTEUTTAMINEN JA TUTKIMUSTULOKSET .....</b>	<b>43</b>

<b>4.1 Tutkimusmenetelmä ja aineiston keruu.....</b>	<b>43</b>
<b>4.2 Tutkimustulokset.....</b>	<b>44</b>
4.2.1 Yleinen taloustilanne, toimiala ja yrityksen tila.....	44
4.2.2. Rahoitustarve.....	46
4.2.3. Muita näkökohtia.....	50
4.2.4. Sale and leasebackin hyödyt ja haitat.....	52
4.2.5. Markkinareaktiot .....	56
<b>4.3. Yhteenveto tutkimustuloksista.....</b>	<b>57</b>
<b>5 LOPPUYHTEENVETO .....</b>	<b>60</b>
<b>LÄHTEET.....</b>	<b>63</b>
<b>LIITTEET.....</b>	<b>67</b>
<b>Liite 1 Haastattelurunko.....</b>	<b>67</b>

## KUVIOT

<b>Kuvio 1. Tavanomaiseen investointiin liittyvät rahavirrat .....</b>	<b>15</b>
<b>Kuvio 2. SLB-järjestelyyn liittyvät rahavirrat .....</b>	<b>16</b>
<b>Kuvio 3. Taloussyklejä ja lentokoneen SLB Stirkkisen mukaan .....</b>	<b>46</b>
<b>Kuvio 4. Lentokoneen rahoitusvaihtoehdot .....</b>	<b>49</b>

## TAULUKOT

<b>Taulukko 1. Tapahtumien vuosittainen jakautuminen (Slovin, Sushka ja Polonchek 1990: 294).....</b>	<b>37</b>
<b>Taulukko 2. Sopimusten arvo (Slovin, Sushka ja Polonchek 1990: 294) .....</b>	<b>38</b>
<b>Taulukko 3. Sopimusten arvo suhteessa vuokranottajan omaan pääomaan (Slovin, Sushka ja Polonchek 1990: 294).....</b>	<b>39</b>

## 1 JOHDANTO

Monen yrityksen ydinliiketoiminnan tarkoitus on myydä tai tuottaa tuotteita ja palveluja. On tavanomaista ajatella, että yrityksen tulee tätä varten omistaa tarvitsemansa kiinteistöt, rakennukset tai koneet. Näin ei kuitenkaan tarvitse välttämättä olla. Yrityksen ei ole pakko sitoa pääomaa tuotantotoiminnan mahdollistavaan infrastruktuuriin, vaan yritys voi myös divestoida omaisuuttaan tai tehdä pitkäaikaista käyttöomaisuuttaan koskevia myynti- ja takaisinvuokraussopimuksia eli toteuttaa sale and leaseback -järjestelyn ja vapauttaa varoja muuhun toimintaan. Tällöin luovutaan kiinteistön, rakennusten tai koneiden omistamisesta, koska niiden omistaminen ei ole yrityksen ydinliiketoimintaa. Esimerkiksi kiinteistöt voitaisiin ulkoistaa kiinteistöalan ammattilaisten hoitoon. 1990-luvun lopulla ja 2000-luvun alussa useat eurooppalaiset yritykset toteuttivat sale and leaseback -liiketoimen kautta yritysten liikekiinteistöjen ulkoistamisen (Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008). Friedman (2015) toteaa The Wall Street Journal -lehdessä, että viime vuosina SLB-järjestelyjä ovat Yhdysvalloissa toteuttaneet erityisesti rautatieyhtiöt ja ravintolaketjut. Nyt tämä trendi on siirtymässä myös muihin pienempiin terveydenhoitoalan ja lääketieteen yrityksiin.

Kiinteistöjen ohella myös esimerkiksi lentoliikenteessä on tavanomaista hankkia uusi lentokone sale and leaseback -järjestelyn avulla. Finnair ilmoitti myyvänsä neljä lentokonetta tarkoituksenaan vuokrata ne takaisin uudelta omistajalta. Asiasta tehtiin aiesopimus kansainvälisen vuokraus- ja rahoitusyhtiön GE Capital Aviation Servicesin kanssa. Sopimus koski kahta Finnairin omistamaa ja kahta sen vasta tilaamaa Airbus-lentokonetta. Järjestelyn arvo oli noin 320 miljoonaa euroa. (Lentoposti 13.1.2017.) Yllättävää voi olla siis se, että lentoyhtiöt eivät omista moniakaan lentokoneistaan. Vuoden 2012 alussa merkittävin lentokonevuokraukseen erikoistunut yhtiö oli GE Commercial Aviation Services. GE Capital Aviation Services omistaa ja hoitaa yli 1725 lentokonetta ja sillä on maailman suurin kaupallinen lentokonekanta. GE vuokraa koneita noin 235 lentoyhtiölle 75 maahan. (Berk & DeMarzo 2014.)

## 1.1 Työn tavoite, tutkimusongelma, rajaukset ja tutkimusote

Tämän pro gradu -tutkielman tarkoituksena on avata ensin sale and leaseback -toiminnan (myöhemmin SLB-toiminta, -sopimus, -rahoitusmuoto tai SLB-järjestely) sisältö ja sen jälkeen nostaa esille syitä, jotka johtavat SLB-toiminnan käyttämiseen liiketoiminnassa. Tarpeet toteuttaa SLB-järjestely haetaan aikaisemmin tehdyistä tutkimuksista. Tämä pro gradu -tutkielma tarkastelee käsiteltävää asiaa pääosin yrityksen näkökulmasta. SLB-järjestelyyn liittyvä juridinen tarkastelu rajataan pääsääntöisesti työn ulkopuolelle. Verotukseen liittyviä tekijöitä tuodaan esille, mutta syvällisempi verotukseen liittyvä pohdinta rajataan työn ulkopuolelle.

Pro gradu -tutkielman tutkimuskysymys voidaan lausua seuraavan kysymyksen muodossa: Mitkä syyt johtavat yritystoiminnassa SLB-rahoitusmuodon käyttöön? Tutkimuksen tavoitteena on myös tarkastella sitä, minkälaisia markkinavaikutuksia teorian mukaan SLB-rahoitusmuodon käyttöönotto aiheuttaa, ja tuoda esille asiantuntijoiden näkemyksiä näistä vaikutuksista.

Tutkimuksen kohdetta lähestytään kvalitatiivisella tutkimusotteella. Kvalitatiivinen eli laadullinen tutkimus sopii tämän tutkielman käsittelemien kysymysten tarkasteluun, koska kvalitatiivisessa tutkimuksessa keskitytään yksittäisiin tapauksiin, kun taas kvantitatiivisessa tutkimuksessa tarkastellaan jotakin joukkoa. (Hirsijärvi, Remes & Sajavaara (2013). Tutkimuksen empiirinen osuus tullaan toteuttamaan haastatteluin, joiden avulla pyritään löytämään näyttöä siitä, mikä tai mitkä asiantuntijoiden esittämistä perusteluista peilaantuvat teoriassa esitettyihin syihin toteuttaa SLB-järjestely sekä millaisia näkemyksiä asiantuntijoilla on SLB-järjestelyn markkinavaikutuksista.

Haastattelujen pohjaksi on tehty haastattelulomake, joka on laadittu puolistrukturoituun haastatteluun tähtääviä periaatteita noudattaen. Puolistrukturoitu haastattelu tarkoittaa sitä, että haastattelu on kaikille sama, mutta tutkija voi vaihdella kysymysten järjestystä. Eskolan ja Suorannan (1998) mielestä puolistrukturoidussa haastattelussa haastateltavat voivat vastata omin sanoin, eli vastauksia ei ole sidottu vastausvaihtoehtoihin. Tälle haastattelutyypille on ominaista, että jokin haastattelun

näkökohta on lyöty lukkoon, mutta ei kaikkia. (Eskola ja Suoranta via Hirsjärvi ja Hurme (2010.)

Tämä pro gradu -tutkielmani perustuu osittain tekemääni kandidaatintutkielmaan Sale and leaseback -sytä, seurauksia ja markkinavaikutuksia (Pulliainen 2014). Johdannon alaluvussa 1.3 kerrotaan tarkemmin, millä tavalla pro gradu -tutkielma on laajentunut kandidaatintutkielmasta.

## **1.2 Aiemmat tutkimukset**

Tässä alaluvussa esitetään vain keskeisimpiä aihepiirin tutkimuksia. Niiden tutkimustuloksia käsitellään tarkemmin teoriaosassa.

Wells ja Whitby (2012) tutkivat, mikä motivoi yrityksiä käyttämään SLB-sopimuksia. He löysivät viisi tähän liittyvää ensisijaista motiivia:

- veroon liittyvät kannustimet
- information epäsymmetria
- konkurssin uhka
- pääomien niukkuus ja
- likviditeettitarpeet.

Tässä tutkielmassa luvussa 2 tullaan käsittelemään SLB-järjestelyyn liittyviä syitä yllä mainitussa Wells:in ja Whitby:n esittämässä järjestyksessä.

SLB-järjestelyn käytölle on esitetty myös muita motiiveja, jotka ovat osittain saman sisältöisiä kuin edellä luetellut syyt. Grönlund, Louko ja Vaihekoski (2008) toteavat, että yritykset voivat haluta vapauttaa pääomia varoista uudelleen investoidakseen ne ydinliiketoimintoihin. Luopumalla pienituloisista kiinteistövaroista ja sijoittamalla ne ydinliiketoimintaan voidaan parantaa oman pääoman tuottoa. Toiseksi leasing parantaa tase- ja rahoitustunnuslukuja. Kiinteistön SLB-sopimuksen avulla yritys voi laajentua ilman uutta omaa pääomaa ja ilman korkeaa velkaantumistasetta. Kolmanneksi yritykset voivat haluta monipuolistaa yrityksen rahoituslähteitä. Luopumalla varoista, jotka sitten sijoitetaan kiinteistövelkamarkkinoille, myyjä



toivoo saavansa uusia rahoituslähteitä. Neljänneksi SLB voi olla suoraviivainen tapa ulkoistaa toiminto parhaalle mahdolliselle palvelun tarjoajalle, joka voi saada aikaan kustannustehokkuutta ja luoda strategisia etuja kiinteistön käyttäjälle.

Tässä tutkielmassa tarkastellaan myös lähinnä teorian kautta SLB-ilmoituksen herättämiä markkinavaikutuksia. Whitby (2012) tutki markkinareaktioita eri alojen SLB-liiketoimien yhteydessä. Hän tutki kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja (CAR) ennen ja jälkeen SLB-liiketoimintailmoitusten. Keskiwertto yritykselle, joka tekee SLB-sopimuksen ja ilmoittaa siitä, syntyy positiivinen merkittävä markkinatuotto.

Myös Wells ja Whitby tutkivat markkinatuottoja SLB-ilmoitusten yhteydessä. Tutkijat totesivat, että epänormaalit markkinatuotot ovat positiivisesti korreloituneita voittokertoimen (P/E-ratio) kanssa. Vastaavasti luottorajoitteiden huomioon ottaminen korreloi negatiivisesti velan rakenteeseen, mikä viittaa siihen, että markkinat ennakoivat, että SLB-toimintoa tullaan käyttämään kasvuun ja yrityksen arvon lisäämiseen verrattuna siihen, että kyseessä olisi suora leasing. Toisin sanoen sellainen yritys, joka vuokraa takaisin aiemmin omistamansa esimerkiksi kiinteistön saa enemmän lainaa kuin sellainen yritys, joka vain (suoraan) vuokraa tilaa.

Slovin, Sushka ja Poloncheck (1990) tutkivat myös SLB:n markkinavaikutuksia. Leasingin teoriassa lähdetään siitä, että jokainen leasingdollari korvaa yhden dollarin velkaa. He tutkivat erityisesti sitä, tarjoaako SLB-toiminta nettohyödyn vuokranottajalle vai vuokranantajalle. Tutkijat arvioivat tätä tutkimalla SLB-tiedonannon vaikutusta osakkeen hintaan tilanteessa, jossa SLB koskee pääosaa yrityksen varallisuudesta. Empiiriset tutkimustulokset osoittivat, että SLB-liiketoimet korottavat vuokralaisen osakkeen arvoa, mutta niillä ei ole merkittävää vaikutusta vuokranantajan osakkeen arvoon.

### **1.3 Opinnäytetyön rakenne**

Tässä opinnäytetyössä on johdannon lisäksi neljä päälukua. Työn toisessa ja kolmannessa luvussa esitetään työhön liittyvä teoriaa. Työn toinen luku avaa SLB-toiminnon sisältöä sekä nostaa esiin mahdollisia syitä ryhtyä SLB-järjestelyyn. Tutkielman kolmannessa luvussa tarkastellaan SLB-ilmoituksen

markkinavaikutuksia. Pro gradu -tutkielman teoreettinen osuus pohjautuu osittain opiskelijan aiemmin tekemään kandidaatintutkielmaan. Joiltakin osin teoriaosuutta on laajennettu mutta myös täsmennetty ja siihen on lisätty osa-alueita, joita ei ole esitetty kandidaatintutkielmassa. SLB-ilmoituksen markkinavaikutuksia tarkasteleva luku pohjautuu kuitenkin kokonaan tutkielman tekijän kandidaatintutkielmaan. Työn empiirinen osa on toteutettu haastattelututkimuksena. Tutkimusmenetelmä, tehdyt haastattelut ja tutkimustulokset sekä niistä tehdyt johtopäätökset esitetään työn neljännessä luvussa. Lopuksi yhteenvetoluvussa tehdään merkittävimmät havainnot, tarkastellaan työn validiteettia ja reliabiliteettia sekä esitetään mahdolliset jatkotutkimusehdotukset. Tähän pro gradu -tutkielmaan tuo lisäarvoa SLB-rahoitusmuodon laajempi teoreettinen tarkastelu, mutta suurin lisäarvo syntyy tutkielman empiirisessä osassa, joka perustuu aiheeseen liittyneisiin asiantuntijahaastatteluihin. Kandidaatintutkielma perustui pelkästään aikaisempaan tutkimuskirjallisuuteen, mutta pro gradu -tutkielmassa on tehty kvalitatiivisella tutkimusotteella puolistrukturoituja teemahaastatteluja.

## **2 SALE AND LEASEBACK –RAHOITUSMUODON SISÄLTÖ JA SEN KÄYTTÖÖN JOHTANEET SYYT**

Pääomarakenne vaikuttaa yritystoiminnan edellytyksiin ja yrityksen toiminnasta laskettaviin mittareihin, joilla yritystä arvioidaan. Pääomarakenne liittyy yrityksen rahan lähteisiin. Yritystoiminnan rahoitusvaihtoehtoina pidetään omaa pääomaa, tulorahoitusta sekä vierasta pääomaa. Tulorahoitus syntyy yrityksen toiminnasta kertyneen voiton kautta, kun taas oma pääoma saadaan omistajilta ja vieras pääoma rahoittajilta. (Lauriala 2008.)

Yrityksen rahoitusstrategioissa tärkeimpiä kysymyksiä ovat kysymykset siitä, mikä on yrityksen pääoman tarve, vakavaraisuustavoite ja suhtautuminen riskiin. Rahoitusstrategiaan liittyy se, että pääomarakenne muokataan vastaamaan kohdeyrityksen toimintaa. Laaja sopimusvapaus mahdollistaa sen, että yritysrahoitus voidaan toteuttaa räätälöityjen rahoitusjärjestelyjen kautta kullekin yritykselle sopivaksi. (Lauriala (2008.) Näin ollen päätös SLB-järjestelyn toteuttamisesta liittyy aina yrityksen rahoitusstrategiaan ja sen toteuttamiseen. Näin on, koska SLB on nähtävä yhtenä vaihtoehtona rahoittaa yrityksen toimintaa. Rahoituspäätöksillä vaikutetaan yrityksen strategiaan ja sitä kautta yrityksen sidosryhmiin ja koko toimialaan. Rahoituspäätökset taas liittyvät siihen, mistä lähteistä rahoitus haetaan ja millainen halutaan yrityksen rahoitusrakenteen olevan. Voidaan siis todeta, että rahoitussuunnittelu ja siihen liittyvä valinta yrityksen pääomarakenteesta on olennainen osa yrityssuunnittelua. (Lauriala 2008.)

Ensimmäisenä SLB-liiketoiminnan otti käyttöön Safeway Stores vuonna 1936. Safeway käytti menetelmää yksityisten vähittäistavarakauppojen ostoon ja sisällytti sopimuksiin takaisinostopykälän. Siitä lähtien pankit ja yritykset ovat myyneet ja takaisinvuokranneet pääkonttoreitaan ja muita rakennuksia sekä maa-alueitaan kerätäkseen käyttöpääomaa, maksaakseen lainoja pois ja saadakseen hyödyn poistettavan kiinteistön arvonnoususta. (Rutherford 1990.)

Kettunen on todennut artikkelissaan: Silloin kun yritys toimii sellaisella toimialalla, joka vaatii erikoistyyppisen kiinteistön tai koneen, on mahdollista, että yritys ensin ostaa kiinteistön tai lentokoneen, joka tämän jälkeen myydään ja sitten vuokrataan

takaisin ostajalta. Kun toimitaan näin, on kyse SLB-sopimuksesta. Usein tällaiset sopimukset tehdään jo etukäteen ennen kuin esimerkiksi kiinteistö on rakennettukaan, koska näin toimittaessa yrityksellä on mahdollisuus rakennuttaa kiinteistö tai tilata lentokone omien tarkoituksensa mukaisena. (Kettunen 1963.)

Kuten edellä on todettu (Rutherford 1990) SLB-järjestelyssä yhtiö myy omaisuuserän toiselle osapuolelle ja tämä osapuoli vuokraa sen takaisin yhtiölle. Yleensä omaisuuserä myydään suunnilleen markkinahintaisena. Yhtiö vastaanottaa myyntihinnan käteisenä ja omaisuuserän taloudellisen käytön laina-ajaksi. Vuorostaan vastaanottava yhtiö sopii jaksollisista vuokranmaksuista ja luopuu omaisuuserän omistusoikeudesta. Seurauksena vuokranantaja saa käyttöönsä jäännösarvon, joka omaisuuserällä saattaa olla vuokrausajan lopulla. Aikaisemmin jäännösarvo on jäänyt vuokraajalle. Vuokranantaja voi käyttää hyväkseen tuloverotuksessa hyödyn, jos sen omistamat varat sisältävät omalla maalla olevan rakennuksen. Koska leasingvuokrat ovat vähennyskelpoisia verotuksessa, pystyy vuokralle ottaja tavallaan epäsuorasti poistamaan myös maa-alueen kustannuksen. (Van Horne & Wachowicz 2013.)

Suorassa leasing-sopimuksessa yhtiö hankkii käyttöoikeuden omaisuuserään, jota se ei ole aikaisemmin omistanut. Yhtiö voi esimerkiksi vuokrata omaisuuserän valmistajalta. (Van Horne & Wachowicz 2013.) Suorat leasing-sopimukset jaetaan rahoitusleasing- ja muihin vuokrasopimuksiin eli käyttöleasing-sopimuksiin. Käyttöleasing-sopimuksessa myyjä ja kiinteistön käyttäjä siirtävät kaikki kiinteistöön liittyvät riskit uudelle omistajalle, vuokranantajalle. Rahoitusleasingissä vuokranmaksut yleensä kattavat kiinteistön hinnan kuoletuksen rakennuksen käyttöaikana, mikä tarkoittaa että tämän kaltaiset leasingvuokraukset ovat kestoaltaan yleisesti hyvin pitkiä. Lisäksi rahoitusleasing voi sisältää takaisinosto-option, kun taas käyttöleasing ei sitä sisällä. Molempiin leasing-sopimuksiin liittyy mahdollisuus joko sopimuksen jatkamiseen tai sen purkamiseen. Lisäksi rahoitusleasing-sopimus voi myös olla sidottu korkotasoon, kun taas käyttöleasing sidotaan yleensä aina kuluttajahinta- tai elinkustannusindeksiin silloin, kun kyseessä on kiinteistönvuokraus. (Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008.)

SLB-liiketoimet eroavat suorista leasingosopimuksista monella tapaa. Ensimmäkin suorassa leasingosopimuksessa yritys hankkii uusia varoja, kun taas SLB-sopimuksen mukaan yritys myy olemassa olevia varojaan toiselle osapuolelle, joka samanaikaisesti vuokraa ne takaisin määrättyksi ajaksi tietyin ehdoin. Sopimukset eroavat myös toisistaan sillä tavalla, että SLB-sopimuksissa kohteena olevat omaisuuserät ovat yleensä arvoltaan paljon suurempia kuin tavanomaisissa leasingosopimuksissa. Myös leasingprosessi voi olla monimutkaisempi, jos SLB-sopimus sisältää paljon omaisuuseriä. Uusi omistaja ottaa yleensä vastuun kiinteistöön liittyvästä jäännösarvoriskistä ja/tai kiinteistön hallintoon liittyvistä tehtävistä. (Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008.) Tosin Copeland, Weston ja Shastri (2005) toteavat, että rahoitusleasingosopimukset ovat melkein sama asia kuin SLB-järjestelyt. Suurin ero näiden välillä on se, että rahoitusleasingissa vuokrattu laite on uusi ja vuokran antaja ostaa sen valmistajalta tai tuotteen jakelijalta eikä vuokraajalta. Copelandin ym. mukaan voidaan SLB-järjestelyä pitää siis rahoitusleasingin erityistyyppinä.

## **2.1 Tavanomaiseen investointiin ja SLB-järjestelyyn liittyvät rahavirrat**

Yritykset omistavat usein liikekiinteistönsä, jopa sellaisiakin, jotka eivät ole olleet yrityksen käytössä. Kuitenkin nykyään lisääntyvässä määrin kiinteistöistä luovutaan, koska katsotaan, että niiden omistaminen ei ole enää yrityksen ydinliiketoimintaa. (Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008.)

Yritys on siis joutunut investoimaan pääomaa omistamaansa kiinteistöön, joka palvelee yrityksen toimintaa. Investointiin sidottu pääoma kertyy vähitellen investointiajanjakson kuluessa tuloina yrityksen kassaan. Tehdäkseen investoinnin esimerkiksi tehdaskiinteistöön yritys tarvitsee tätä varten useimmiten lainarahaa, joka mahdollistaa investoinnin hankintamenon maksamisen. Lainasta on maksettava korkoa, mikä on sen kustannus. Investoinnin tulee olla kannattava, jotta yrityksen on järkevää sitoutua siihen. (Riistama ja Jyrkkiö 1995.)

Usein investoinnin edullisuus määritellään joko nykyarvomenetelmän (NPV) tai sisäisen korkokannan menetelmän mukaan (IRR). Nykyarvomenetelmä on sekä investointi- että rahoitusteorian mukaan oikea ja perusteltu, mutta sen ongelmana on

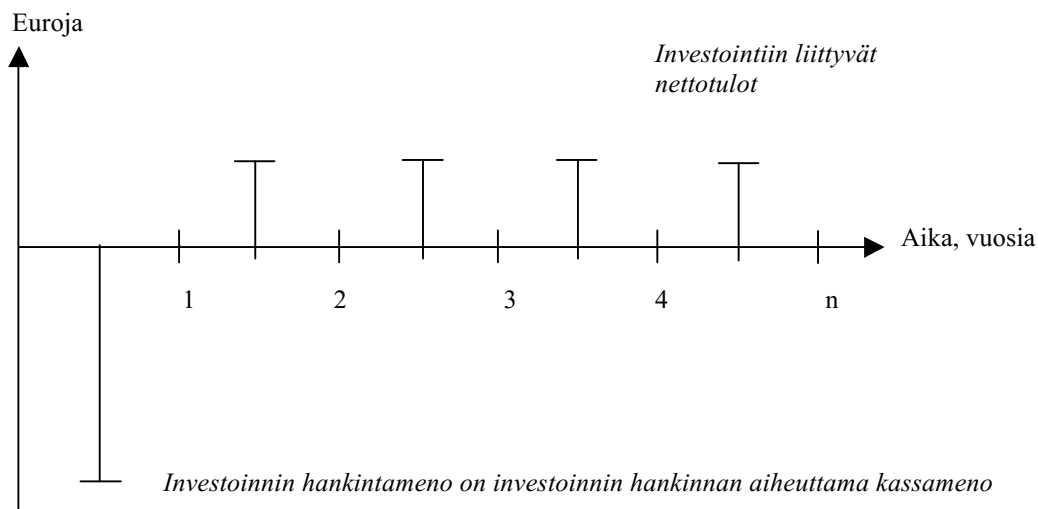
se, että sitä sovellettaessa tulee määrittää investoinnin tuottovaatimus. Nykyarvomenetelmässä tulonodotusten ja jäännösarvon nykyarvo lasketaan tuottovaatimuksen mukaisesti nykyhetkeen. Jos näin laskettu nykyarvo ylittää hankintamenon, investointi on kannattava. Sisäisen korkokannan menetelmä on rahoitus- ja investointipäätösten yhteydessä suosituin menetelmä, mikä johtuu siitä, että sen avulla saadaan vertailukelpoinen suure, investoinnin tuotto tai rahoituksen kustannus vuotuisena korkona. Tätä voidaan sitten verrata yrityksen tuottovaatimukseen. Jos sisäinen korkokanta on suurempi kuin tuottovaatimus, on investointi kannattava. (Leppiniemi 2005.) Toisin sanoen investoinnin sisäinen korkokanta eli tuotto on se korkokanta, jolla investoinnista kertyvien nettotuottojen ja jäännösarvon nykyarvo on perushankintakustannuksen suuruinen. Investointi on kannattava, jos sisäinen korkokanta on yhtä suuri tai suurempi kuin tavoitteeksi asetettu pääoman tuotto. Periaatteessa investointiin liittyvässä ongelmassa on kysymys vain siis siitä, että investoinnin tulisi tuottaa enemmän kuin mitä on sen vaatiman rahoituksen kustannus. (Alhola & Lauslahti 2002.)

Investointilaskelmiin liittyy aina olennaisena osana käytettävän korkokannan määrittely. Jos korko ymmärretään kustannuksena, laskentakorkokantana voidaan pitää sitä keskimääräistä korkoa, jolla yritys saa pääomaa käyttöönsä. Vieraasta pääomasta maksetaan korko lainaprosentin mukaan, kun taas oman pääoman korvaus haetaan osingonjakovaatimusten pohjalta. Jos investointi on rahoitettu sekä vieraalla että omalla pääomalla, korko voidaan ottaa huomioon painotettuna keskiarvona. (Alhola & Lauslahti 2002.)

Korkokanta voidaan määritellä myös vaihtoehtokustannusajattelun kautta. Tällöin korkokustannuksena käytetään sitä tuottoa, joka toimintaan sidotusta pääomasta saataisiin, jos se olisi sidottu johonkin muuhun kohteeseen. Vaihtoehtokustannus tarkoittaa siis sitä, että valitun vaihtoehdon kustannukseksi valitaan toiseksi parhaan vaihtoehdon menetetty tuotto. (Alhola & Lauslahti 2002.)

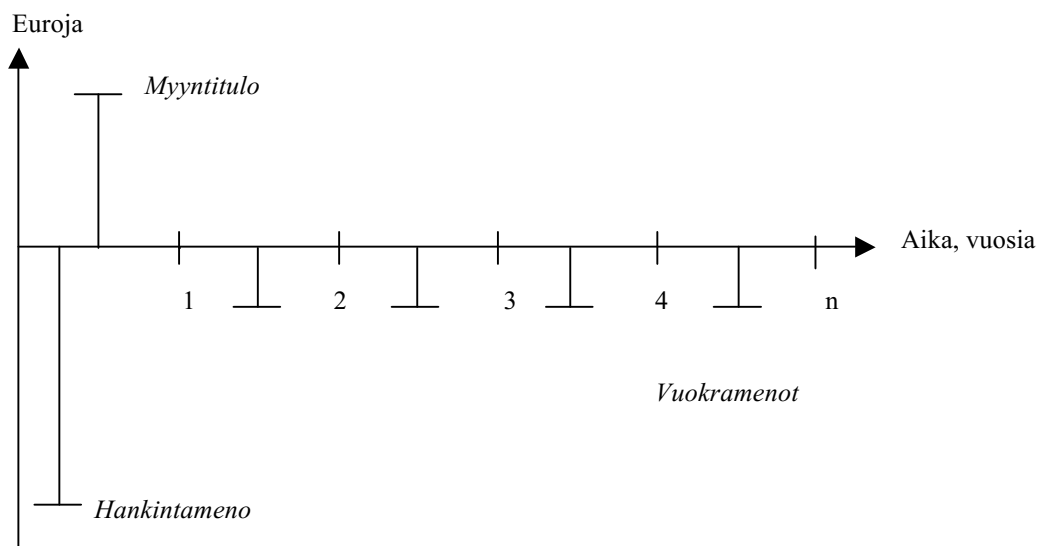
Tavanomaisen investoinnin hankintameno ja nettotulot ilmenevät seuraavasta kuviosta 1, joka havainnollistaa investoinnin rahavirtoja. Kuviossa 1 ei ole otettu huomioon jäännösarvoa, joka useinkin jätetään pois silloin, kun kuvataan

yksinkertaisessa muodossa investoinnin rahavirtoja (Kasanen, Koskela, Leppiniemi, Puttonen & Virtanen 1996).



**Kuvio 1. Tavanomaiseen investointiin liittyvät rahavirrat**

SLB-järjestelyn rahavirtoja voidaan havainnollistaa seuraavan kuvion 2 avulla. SLB-järjestely muuttaa rahavirran käänteiseksi. Yrityksen omistama kiinteistö myydään ja sen jälkeen se vuokrataan takaisin. Vuokraukseen liittyy seuraavina vuosina maksettavien vuokrien sarja. Näistä rahavirroista, vuokramaksuista ja saadusta kohteen myyntihinnasta, voidaan laskea leasingin sisäinen korkokanta, joka ilmentää sen kustannusta. SLB-järjestelyssä kiinteistön tai koneen jäännösarvon suuruus vaikuttaa vuosittain maksettavien vuokriin tai myyntihintaan ja näin ollen siihen, onko SLB-yritykselle houkutteleva vai ei. Houkuttelevuuteen vaikuttaa myös se, että vuokrat ovat verotuksessa vähennyskelpoisia, joten verojen jälkeinen kustannus on verottajan kuluosuuden (tax shield) vuoksi alempi kuin ilman verojen huomioonottamista. Toisaalta kohteen myyntihinta saattaa vastaavasti olla veronalaista tuloa SLB-yritykselle, joka lisää SLB:n kustannusta. (Uusitalo 2015.)



Kuvio 2. SLB-järjestelyyn liittyvät rahavirrat

Yksi syy SLB-järjestelyyn ryhtymiseen voi olla järjestelyn kustannusero tavanomaiseen investointiin verrattuna, mutta kirjallisuudessa on esitetty myös muita motiiveja ottaa käyttöön SLB-rahoitusmuoto. Näitä muita syitä SLB-järjestelyyn ryhtymiseen käsitellään seuraavissa alaluvuissa.

## 2.2. SLB-järjestelyyn johtaneet syyt

Wells ja Whitby (2012) tutkivat, mikä motivoi yrityksiä käyttämään SLB-sopimuksia. Tutkijat esittivät siis kysymyksen, miksi vuokraaminen on suositumpaa kuin ostaminen. Tutkijat löysivät viisi tähän liittyvää ensisijaista motiivia: veroon liittyvät kannustimet, informaation epäsymmetria eli agenttikustannukset, konkurssin uhka, pääomien niukkuus ja likviditeettitarpeet. Siitä huolimatta, että likviditeettitarpeet on mainittu aiemmissakin tutkimuksissa, Wells ja Whitby ovat ensimmäiset tutkijat, jotka selvittivät asiaa tarkasti ja keskittyivät siihen, miten yritykset käyttävät liiketoimen (SLB) rahavaroja hyödykseen.

### 2.2.1 Verokannustimet

SLB tarjoaa mahdollisuuden siirtää tai myydä ei-velkaan liittyviä verosuojia. Tällainen tilanne syntyy, jos löytyy ostaja (vuokranantaja), jolla on suurempi mahdollisuus verovähennyksien hyödyntämiseen kuin vuokraajalla. Ostaja maksaa näistä suojista enemmän kuin mikä niiden arvo on vuokralaiselle. Vuokranantaja



ikään kuin ostaa verosuojia, koska vuokranantaja voi alentaa käyttöomaisuuteen liittyviä rahoituskustannuksia näillä vähennyskelpoisilla leasingmaksuilla. (Wells & Whitby 2012.) CIBC World Markets of Canada, joka hankki San Francisco Municipal, julkiselta liikenneyhtiöltä, 118 pikaraitiotievaunua SLB-järjestelyn yhteydessä, pystyi hyödyntämään vaunujen poistoihin liittyvän verohyödyn, jota se ei olisi voinut tehdä julkisena yhtiönä (Berk & DeMarzo 2014).

Suurin verohyöty leasingista tulee silloin, kun vuokranantajan ja vuokralaisen marginaaliveroasteen ero on suurin. Veroasteen suhdetta ei kuitenkaan ole helppo testata, koska se vaatii tarkkoja tietoja kummankin osapuolen marginaaliveroasteesta. Marginaaliveroaste määritellään tänään ansaitusta lisädollarista maksettavien verojen nykyarvona. (Wells & Whitby 2012.)

SLB-järjestely voidaan toteuttaa kansallisena rahoitusratkaisuna mutta myöskin globaaleilla markkinoilla. Rahoituksen kansainvälistymisestä on ollut seurauksena se, että yritykset ovat oppineet hyödyntämään eri maiden lainsäädännössä olevia poikkeamia optimoidakseen yrityksen tulosta ja sen verokohtelua. Tähän on alettu kiinnittämään huomiota. OECD ja G20 -maat ovat luoneet yhdessä BEPS (Base Erosion and Profit Shifting) -projektin, jonka tavoitteena on pyrkiä puuttumaan veronkiertoon ja varmistamaan sen, että voitot verotetaan siinä maassa, missä ne tehdään ja missä arvo luodaan. BASE-paketti edellyttää 15 toimenpidettä, jotka antavat hallituksille tarvittavat sekä kotimaata että ulkomaita koskevat keinot puuttua BEPS:iin.

BEPS:in tavoitteena on puuttua sellaisiin verosuunnittelustrategioihin, jotka pyrkivät käyttämään hyväkseen verosäännöstöissä olevia aukkoja ja eri maiden verolakien yhteensopimattomuutta. Näitä hyödyntäen yritykset voivat keinotekoisesti siirtää voittoja matalan veron maahan tai verovapaaseen maahan, missä ei ole paljoa tai ei ollenkaan taloudellista toimeliaisuutta. Vaikka jotkut käytetyistä menetelmistä ovat laittomia, useimmat eivät kuitenkaan ole. Tämä horjuttaa verojärjestelmän oikeudenmukaisuutta ja rehellisyyttä, koska yritykset, jotka toimivat yli rajojen, voivat käyttää BEPS:iä hyväkseen ja näin saada kilpailuetua kotimarkkinoilla toimiviin yrityksiin nähden. Erityisesti kehittyvien maiden taloudet kärsivät tästä ongelmasta. Tämän lisäksi ongelmallista on myös se, että kun veronmaksajat näkevät

kansainvälisten yritysten laillisesti välttävän tuloveroja, horjuttaa se kaikkien veronmaksajien vapaaehtoista veronmaksua. (OECD.)

Mitä BEPS:llä tarkoitetaan? Seuraava esimerkki valaisee asiaa. Esimerkki liittyy ns. Hybrid mismatch -järjestelyyn, millä viitataan tilanteisiin, missä kaksi eri maata kohtelevat tiettyä instrumenttia eri tavalla, koska maiden lainsäädäntö määrittelee kohtelun toisin. Tällainen tilanne voi syntyä esimerkiksi silloin, kun toinen maa luokittelee instrumentin sen oikeudellisen muodon mukaan ja toinen maa pohjaa määrittelyn taloudellisen sisällön mukaan. Esimerkiksi yritys A, joka toimii maassa Y toimittaa 100 dollaria yritykselle B, joka toimii maassa Z. Verosäännöt maassa Y määrittelevät tämän järjestelyn omaksi pääomaksi, kun taas maassa Z se katsotaan velaksi. Kun yritys B maksaa maksun yritykselle A, se voi vaatia verotuksessa vähennyksen, koska maksu määritellään koroksi. Yritys B ei kuitenkaan joudu maksamaan veroa tästä maksusta, koska se käsitellään verovapaana osinkona. A saa siis vähentää 100 dollaria verotuksessaan ilman, että summasta veloitetaan vastaavaa tuloveroa. (YK.)

Suomessakin ovat SLB-järjestelyt olleet esillä. Seuraava Keskusverolautakunnan (KVL) ratkaisu osoittaa, että SLB-järjestelyn ja verotuksen yhteensovittamiseen liittyy ongelmia myös Suomessa. SLB-järjestelyä pidetään rahoitusleasingin erityismuotona.

”Keskusverolautakunta (KVL) on katsonut ratkaisussaan (12/2016, 24.3.2016) ettei verotuksessa voitu soveltaa kirjanpitolain periaatetta rahoitusleasingsopimuksella hankitun omaisuuden merkitsemisestä kirjanpitoon ikään kuin omaisuus olisi ostettu: Kuljetustoimintaa harjoittaneen A Oy:n tarkoituksena oli hakea rahoitusta ja käyttää omistuksessaan olevia kuljetusvälineitä vakuutena. Rahoitusjärjestely oli tarkoitus toteuttaa niin sanottuna sale and leaseback -järjestelyinä. Järjestelyssä rahoittajat saivat vakuusajaksi kuljetusvälineiden omistusoikeuden ja A Oy vuokrasi ne samalla sopimuksella omaan käyttöönsä.

Kirjanpitolain vuoden 2016 alusta voimaan tulleet uudet säännökset, jotka koskevat rahoitusleasingsopimuksella hankitun omaisuuden merkitsemisestä kirjanpitoon, mahdollistavat tietyin edellytyksin vuokralle ottajan merkitsemään hyödykkeen tilinpäätökseen ikään kuin hyödyke olisi ostettu. Koska EVL:ssä ei ole vastaavia säännöksiä,

kirjanpitolain periaatetta ei voitu tämän vuoksi soveltaa verotuksessa. Siten A Oy:n verotuksessa kuljetusvälineet katsottiin luovutetuiksi.

Ratkaisun perusteella kirjanpidon ja verotuksen väliset erot näyttävät kasvavan. Mikäli kirjanpidossa noudatetaan ratkaisussa tarkoitettua kirjanpitolain säännöstä ja leasingvuokrattu hyödyke merkitään kirjanpidossa omistetuksi, verotuksessa hyödykettä käsitellään kuitenkin edelleen sen juridisen omistuksen mukaisesti. Tämän johdosta verovelvollisen tulee käytännössä laatia erikseen kirjanpidon ja verotuksen tuloslaskelma ja tase. Ratkaisusta on valitettu”. (Tuomola.)

Ennen kirjanpitolain uudistusta annettu KVL:n päätös (KVL:025/2013) osoittaa, että kiinteistöosakeyhtiön osakkeiden luovutus on verotuksessa veronalainen luovutus luovuttajalle A ja tiloista maksettavat leasingvuokrat ovat luovuttajan eli A:n verotuksessa vähennyskelpoisia vuokramenoja.

Kirjanpitolain 1.1.2016 voimaan tullut uudistus on synnyttänyt uusia jännitteitä elinkeinoverolain (EVL) ja kirjanpitolain (KPL) välille. Kirjanpitolakiin lisätty pykälä KPL 5:5b (KPL 30.12.2015/1620) koskee rahoitusleasingsopimuksella hankitun omaisuuden merkitsemistä tilinpäätökseen. Kirjanpitolaki sallii nyt vuokrasopimuksen käsittelyn vuokralle antajan tilinpäätöksessä siten kuin se olisi myyty ja vuokralle ottajan siten kuin se olisi ostettu, kunhan riskit ja edut siirtyvät olennaisilta osin vuokralle ottajalle sopimuskauden alkaessa. (Tilisanomat.)

KHO on antanut ratkaisun (2016 T 4472), joka koski sitä, katsotaanko omaisuuden omistusoikeuden siirto SLB-järjestelyssä verotuksessa rahoitustapahtumaksi vai luovutukseksi. KHO katsoi SLB-järjestelyn toteuttavan verotuksessa luovutuksen muuttuneesta kirjanpitolaista huolimatta. (Tuomola.)

Korkein hallinto-oikeus on siis katsonut, että uuden kirjanpitolain mahdollistamia kirjausratkaisuja ei voida siis soveltaa verotuksessa. Näin ollen edellä mainitut ratkaisut tulevat mutkistamaan SLB-järjestelyn kirjanpitoa ja verotusta.

### 2.2.2 Informaation epäsymmetria

Jensen ja Mecklingin (1976) mukaan informaation epäsymmetria aiheuttaa agenttiongelman johtajien ja velanhaltijoiden välille. Jos yrityksen taloudellinen tilanne on sellainen, että yritys ei pysty maksamaan velkaansa, saattavat johtajat hyväksyä negatiivisen nettonykyarvon (NPV) omaavia hankkeita, jotka täydellisen informaation tilanteessa hylättäisiin. Toinen agenttiongelman ongelma syntyy silloin, kun yrityksen johdolla on enemmän tietoa kuin omistajilla. Tällöin yritys kieltäytyy investoimasta matalariskisiin omaisuuseriin (underinvestment) pystyäkseen maksimoimaan varallisuutensa velanhaltijoiden kustannuksella. Myersin (1977) mukaan yrityksen johtajat hylkäävät positiivisen nettonykyarvon (NPV) omaavia hankkeita, jotka he joutuisivat hyväksymään omistajien toimesta täydellisen informaation vallitessa. Rahoituksen käyttöjärjestystä (pecking order) joutuu miettimään tilanteissa, joissa sisäinen rahoitus on halvempaa kuin velka ja oma pääoma. On osoitettu, että ongelmaa voidaan lieventää vakuudellisella lainalla, jolla on etuoikeus konkurssitilanteessa (securing debt). Yritykset altistuvat informaation epäsymmetriasta aiheutuville kustannuksille, leasing saattaa olla edullisempi rahoitusmuoto verrattuna velkaan ja omaan pääomaan, siinä tilanteessa, että leasing on velkaan nähden etusijalla velkomisjärjestyksessä.

Sharpe ja Nguyen (1995) oletivat, että nuorilla, nopeasti kasvavilla ja innovatiivisilla yrityksillä on todennäköisesti monia investointimahdollisuuksia ja ne voivat kohdata vaikeitakin informaation epäsymmetrioita. Sen seurauksena yritykset voivat olla pakotettuja rahoittamaan tulevaisuuden projektit pidätetyillä voittovaroillaan (retained earnings).

Ezzel ja Vora (2001) mukaan korkean informaation epäsymmetrian omaavilla yrityksillä on enemmän saavutettavaa leasingjärjestelyillä verrattuna yrityksiin, joilla informaation epäsymmetria on pienempi. Yritykset, jotka maksavat matalaa osinkoa tai eivät maksa osinkoa lainkaan edellisenä vuonna, tällöin tutkijoiden testin mukaan SLB-ilmoitus vaikuttaa niin, että näissä yrityksissä on havaittavissa korkeampia epänormaaleja tuottoja.

Lisäksi Lintnerin (1956) tulokset osoittavat, että informaation epäsymmetria vaikuttaa yrityksen halukkuuteen pienentää osinkoja. Tämä johtaa lopputulokseen, että yritykset, joiden informaation epäsymmetriasta aiheutuvat kustannukset ovat suuret, jakavat pienempiä määriä osinkoina. (Litner via Wells 2012.)

### 2.2.3 Konkurssin uhka

Yritystoiminnan oletetaan olevan jatkuvaa (Jormakka, Koivusalo, Lappalainen & Niskanen 2015), ja sen vuoksi konkurssin uhka tai konkurssi on sellainen yrityksen liiketaloudellinen tila, johon ei haluta joutua. Näin on, koska konkurseissa syntyy huomattavia taloudellisia menetyksiä yrityksessä mukana oleville (Prihti 1975). Siksi yritykselle on tärkeää ratkaista mahdollinen negatiivinen kehitys jollakin menetelmällä. SLB-järjestelyllä voidaan saada aikaa yrityksen toiminnan uudelleen järjestelyyn, jotta konkurssilta ja tätä kautta menetyksiltä vältyttäisiin.

Väitetään usein, että sellaiset yritykset, jotka käyttävät SLB-rahoitusta ovat konkurssin uhan alaisia. Monissa tapauksissa syy näyttää olevan, että yhtiöllä ei ole muita vartenotettavia velkavaihtoehtoja jäljellä. Käyttämällä SLB-sopimuksia konkurssin uhan alla oleva yritys voi saada kiinteistöstä markkina-arvon maksaakseen velan (tai sen osan) pois ja jatkaakseen siten normaalia toimintaa. Jos näin on, tulokset ovat periaatteessa yhdenmukaisia piilotetun arvon hypoteesin kanssa (hidden value hypothesis). (Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008.)

Konkurssikustannukset voivat olla korkeat ja ne voivat nousta nopeasti. Kun Eastern Airlines meni konkurssiin, se joutui maksamaan 114 miljoonaa dollaria erilaisina palkkioina (Brealey, Myers & Allen 2006). Sharpe ja Nguyen (1995) osoittivat, että kiinnitettyyn velkaan verrattuna leasingilla voi vaikuttaa pienentävästi konkurssikustannuksiin, sillä leasing sitoo lainanantajan vaateen suoraan leasingilla hankittuun omaisuuserään.

Eisfeldt ja Rampini (2005) pitivät vuokranantajan mahdollisuutta ulosmitata omaisuuseriä leasingin yhtenä suurimmista hyödyistä. Konkurssitilanteessa leasingit, joita pidetään todellisina leasingisopimuksina (true leasing) ovat tavanomaiseen velkaan ja omaan pääomaan nähden velkomisjärjestyksessä etusijalla ja siten

helpommin ulosmitattavissa. Markkinat näkevät eron SLB ja tavallisen leasingin välillä. Tämä ero näkyy takaukseen liittyvien varojen markkina-arvossa, johon liittyy odotusarvo siitä, että SLB-yritykset ovat kasvuhakuisia ja siksi samansuuruisia vakuuksia vastaan yritys, joka on tehnyt SLB-sopimuksen saa enemmän lainaa. Toisin sanoen tavallisen leasingin ero on siinä, miten paljon takausvastuuta voidaan antaa. Leasing voi vähentää rahoituksen niukkuudesta aiheutuvia kustannuksia silloin, kun yrityksen konkurssin todennäköisyys on suuri.

Kirshnan ja Moyer (1994) olettivat, että leasing tuottaa kaikki samat hyödyt ja jopa enemmänkin kuin vakuudellinen laina. Heidän mielestään korkean riskin omaavien ja vähemmän vakiintuneiden yritysten tulisi käyttää leasingia laajasti, sillä näiden yritysten ulkoisen pääoman hinta on arvioitu suurimmaksi. Yritykset, joilla on alhaiset ja epävakaaumat operatiiviset tuotot, vuokraavat todennäköisemmin.

SLB-järjestelyyn liittyy aina riskejä, jotka sitten pahimmassa tapauksessa realisoituvat konkurssin yhteydessä. Liikeriski liittyy yrityksen päätöksiin ja liiketoimintaan. Liikeriski otetaan liikevoiton saamiseksi. (Engblom 2003.) SLB-järjestelystä huolimatta operatiiviseen toimintaa liittyvän liikeriskin kantaa aina yritys itse eli se vastaa siitä, tuottaako hanke tuloja riittävästi niin, että yritys pystyy maksamaan sovitut vuokrat. Kun taas yhtiö, joka ostaa järjestelyn kautta koneen tai rakennuksen, kantaa hankkeeseen liittyvän rahoitusriskin siitä, että rahoitettava yhtiö selviää vuokranmaksuista sovitun mukaisesti. Rahoitusriski liittyy todennäköisyyteen siitä, että yritys ei selviä tulevista kassamenoistaan (Salmi 2012) .

Esimerkiksi Oy Primula Ab:n konkurssin yhteydessä konkurssipesän velkojana oli eläkeyhtiö Varma. Se oli ostanut vuonna 2009 Primulan Järvenpään tehdaskiinteistön ja vuokrannut sen takaisin Primulalle 20 vuoden vuokrasopimuksella. (Laitila 2011.) Miten vastuut konkurssitilanteessa jakautuvat, riippuu kuitenkin aina sopimusehdoista. Laitila (2011) toteaa Primulaan liittyvässä artikkelissaan, että ”Huikea 60 miljoonan euron loppulasku jää vielä epäselväksi. Summassa ovat kalliiksi käyneet muutostyöt, tehtaan koneet ja todennäköisesti osittain myös Varmalle 20 vuoden ajan pulitettava tehdaskiinteistön vuokra, lähes 2,5 miljoonaa euroa vuodessa”. Lause antaa ymmärtää, että osan vuokraamisen riskistä tässä tapauksessa kantaneet pitkälti vuokralle ottaja eli Primula.

#### 2.2.4 Pääomien niukkuus

Yrityksen tärkein rahoitusmuoto on oma pääoma, koska se sijoitetaan yritykseen määräämättömäksi ajaksi ja sille maksettava korvaus on joustava. Omaa pääomaa kutsutaankin riskirahaksi ja se mahdollistaa vieraan pääoman saatavuuden sekä vaikuttaa lainojen hinnoitteluun. (Leppiniemi 2005.) Runsas vieras pääoma taas muodostaa rahoitusriskin, koska korot ja lyhennykset on hoidettava sopimuksen mukaan (Salmi 2012).

Yrityksen pääomarakenne nähdään oman ja vieraan pääoman suhteesta, jota kutsutaan myös yrityksen vakavaraisuudeksi (Salmi 2012). Vakavaraisuus kertoo yrityksen rahoitusrakenteesta. Rahoitusrakenne kertoo, paljonko yrityksellä on omaa ja toisaalta vierasta rahaa koko pääomasta. Vakavaraisella yrityksellä vieraan pääoman osuus koko pääomasta ei ole liian suuri, ja yritys pystyy vaivatta selviytymään vieraan pääoman korkomaksuista. Tämä on tärkeää varsinkin taloudellisesti huonoina aikoina, jolloin liiketoiminnan tuotot ovat usein matalia ja liian suuret korkomaksut voivat viedä yrityksen rahoitukselliseen kriisiin. Heikko vakavaraisuus merkitsee suurta vieraan pääoman määrää ja suuria korkomaksuja. Vakavaraisuus on yrityksen pitkän aikavälin ominaisuus, sillä korollinen vieras pääoma on pääosaltaan pitkäaikaista rahoitusta. (Salmi 2012.)

”Kansainvälisen finanssikriisin vaikeimpina vuosina 2008 ja 2009 yksityiset tuotannolliset investoinnit supistuivat kehittyneissä talouksissa jyrkästi. Sen jälkeen investoinneissa ei ole koettu voimakasta elpymistä, mikä voi puolestaan johtua ongelmista rahoituksen välittymisessä. Yrityksillä voi olla vaikeuksia saada investointiprojekteihin rahoitusta, tai sen hinta voi muodostua liian korkeaksi. Koska euroalueen rahoitusmarkkinat ovat hyvin pankkikeskeiset, pankkisektorin omat ongelmat heijastuvat nopeasti yritysrahoituksen saatavuuteen ja kustannuksiin. Tämä koskee etenkin pieniä ja keskisuuria yrityksiä, joiden ulkoinen rahoitus on lähes täysin riippuvaista pankeista.” (Hukkinen, Kajanoja, Kerola, Mäki-Fränti, Pylkkönen & Vauhkonen 2015.) Edellä oleva osoittaa, että finanssikriisi vaikutti yleisesti yritysten pääoman saatavuuteen ja näin ollen yritystoiminnan perusedellytyksen, rahoituksen, niukkuus voi ehkäistä hyvien liiketoimintaideoiden toteutuksen.

Edellä kuvatut tapahtumat osoittavat, että yrityksen toimintaympäristössä voi tapahtua muutoksia, jotka heijastuvat yrityksen rahan hankintaan. Liiketoimintaympäristöissä, joissa yritysrahoitusta on ollut vaikea saada, on SLB-järjestely saanut suosiota. Erityisesti pienille ja heikoille luottoluokituksen omaaville yrityksille SLB, joka liittyy kiinteistöön tai laitehankintaan, on tarjonnut vaihtoehtoisen rahoitusmuodon (the Wall Street Journal). Yritysten likvideettitarpeet, pienempi marginaaliverokanta ja mahdollisesti myös luottorajoitteet puoltavat päätöstä valita SLB-vaihtoehto. Tulokset osoittavat myös, että SLB-sopimusta käyttävät yritykset joutuvat maksamaan lainasta korkeampia rahoituskustannuksia kuin muut yritykset. Tämä viittaa siihen, että silloin, kun pääomakustannukset ovat korkeat, SLB on yrityksille yksi varteenotettava ulkoisen rahoituksen vaihtoehto. SLB-sopimusta käyttävillä yrityksillä on pienemmät marginaaliverokannat, korkeampi velkaisuusaste ja pienemmät kassavirrat verrattuna sellaisiin yrityksiin, jotka eivät turvaudu SLB-järjestelyyn. Vastoin teoriaa kuitenkin Wells ja Whitby toteavat, että SLB-yritykset ovat suuria ja vakavaraisempia kuin keskiverto yritykset. (Wells & Whitby 2012.)

On myös muita motiiveja, jotka ovat ominaisia kiinteistöjen SLB-sopimuksille. Ensinnäkin kiinteistön SLB-järjestelyn avulla yritys voi laajentua ilman uutta omaa pääomaa ja ilman velkaantumista. Yritysten kasvua voitaisiin myös rahoittaa velalla. Kuitenkin yksi merkittävä ero vakuudellisen velan ja SLB-sopimusten välillä on, että kiinteistö ei anna 100 %:n velkavakuutta. Monissa maissa tyypillinen kiinteistöjen vakuuksien arvo on 75 %. SLB-sopimuksissa vuokraaja saa täyden markkina-arvon kiinteistölleen ja silti pysyy kiinteistön haltijana. Tämä tarkoittaa, että käyttämällä SLB-järjestelyä, myyjä saa 25 % enemmän vapaata pääomaa verrattuna suoraan vakuudelliseen lainaan. (Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008.)

Ezzel ja Vora (2001) osoittivat huomattavan positiivisen muutoksen vuokraajayrityksen pääoman arvossa, kun yritys toteutti SLB-järjestelyn. SLB-järjestelyssä oman pääoman arvo nousee enemmän yrityksillä, jotka voivat helpommin maksaa pois velan korot. Tällöin ICR (interest coverage ratio) on matala, kun taas suorassa leasingsopimuksessa oman pääoman arvo nousee enemmän yrityksillä, joilla on korkea ICR. Yritykset, jotka käyttävät SLB-toimintoa, pystyvät vähentämään pääoman niukkuudesta aiheutuvia kustannuksia.



SLB-järjestely voi olla yksi sisäisen rahoituksen muoto. Pääoman käyttöjärjestysteorian teorian (pecking order theory of capital structure) mukaan, kun yrityksen luottovarot ovat niukat, sisäinen rahoitus voi olla edullinen pääoman lähde. Pääoman käyttöjärjestysteoria lähtee siitä, että yritykset asettavat rahoituksensa lähteet tärkeysjärjestykseen rahoituksen kustannuksen mukaan siten, että viimeisenä rahan lähteenä pidetään rahoituksen hankkimista korottamalla omaa pääomaa. Pääoman tarpeeseen liittyen halu SLB-sopimuksen tekemiseen pitäisi olla korreloitunut luottovarojen niukkuuden kanssa. (Wells & Whitby 2012.)

### 2.2.5 Likviditeettitarpeet

Rahoitusongelma syntyy yrityksessä menojen ja tulojen eriaikaisuudesta sekä niiden välisen aikaeron synnyttämästä rahoitustarpeesta. Näin on, koska on tavanomaista, että kassastamaksut edeltävät kassaanmaksuja (Leppiniemi 2005.) Rahan tulee riittää joka hetki juoksevista maksuvelvoitteista selviytymiseen. Toisin sanoen yrityksellä tulee olla joka hetki rahaa tai helposti rahaksi muutettavaa varallisuutta niin paljon, että se selviää maksuvelvoitteistaan. (Salmi 2012.)

SLB-järjestely mahdollistaa sen, että sen avulla yritys voi muuttaa pitkäaikaisen sijoituksen pääoman likvidimmäksi varallisuusomaisuudeksi. Berkin ja DeMarzon (2014) mukaan vuonna 2012 San Francisco Municipal, julkinen liikenneyhtiö, käytti 35 miljoonaa dollaria rahoitusvajeen kattamiseen, jonka se sai 118 pikaraitiovaunujen SLB-järjestelystä.

Omaisuserän myynti ja takaisinvuokraus, myös tilanteessa jossa ei saavuteta yrityksen investoinnille asettamaa sisäistä tuottovaatimusta (internal hurdle rate), mahdollistaa sen, että yritys voi parantaa likvidisyyttään, yritys voi laajentaa toimintaansa ja investoida ydinliiketoimintaansa. Varoja voidaan myös käyttää yrityksen velkojen poismaksuun ja näin parantaa tasearvoa tai vähentää rahoituksen niukkuudesta aiheutuvia kustannuksia. SLB tarjoaa erilaisia rahoitusvaihtoehtoja sellaisille yrityksille, jotka saattavat kärsiä rahoituksen niukkuudesta. (Wells & Whitby 2012.)

Barris (2002) on raportoinut Euroopassa tehtyihin SLB-toimintoihin johtaneita motiiveja. Hänen mukaansa näissä liiketoimissa varojen kasvattaminen oli ensisijainen motiivi. SLB-järjestelyssä verot ja liiketoimintakulut ovat toissijaisena motiivina etenkin yrityksille, jotka tarvitsevat käteistä rahaa. Tärkeä ero SLB-järjestelyn ja suoran leasingin välillä on kyky hyötyä erosta omaisuuden markkina-arvon ja omaisuuserään liittyvien vaateiden välillä.

Kirjallisuudessa luetellaan myös muita motiiveja SLB-järjestelyn käytölle. Ensinnäkin yritykset voivat haluta vapauttaa pääomia varoista uudelleen investoidakseen ne ydinliiketoimintoihin. Luopumalla pienituottoisista kiinteistövaroista ja sijoittamalla ne ydinliiketoimintaan voidaan parantaa oman pääoman tuottoa. Toiseksi leasing parantaa tase- ja rahoitustunnuslukuja. Kolmanneksi yritykset voivat haluta monipuolistaa yrityksen rahoituslähteitä. Luopumalla varoista, jotka sitten sijoitetaan kiinteistövelkamarkkinoille, myyjä toivoo saavansa uusia rahoituslähteitä. Neljänneksi johtajat voivat epäillä sitä, että heidän omat isännöitsijänsä eivät ole palveluiden tehokkaimpia tarjoajia. SLB voi olla suoraviivainen tapa ulkoistaa toiminto parhaalle mahdolliselle palvelun tarjoajalle, joka voi saada aikaan kustannustehokkuutta ja luoda strategisia etuja kiinteistön käyttäjälle. Lopuksi, kiinteistön omistaja-haltija on saattanut jumittua tiettyyn kustannusrakenteeseen. Uusi omistaja voi vuokrata vapaata tilaa ja siten vähentää vuokraajalle kohdistuvia kustannuksia. (Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008.)

Jotkut edellä luetelluista motiiveista todella lisäävät osakkeenomistajien varallisuutta, kun taas toiset voivat niitä ehkä kyseenalaistaa. Monet motiivit lisäävät osakkeenomistajien varallisuutta vain silloin, kun kiinteistöön liittyvät riskit ovat todellisuudessa siirretty uudelle vuokranantajalle, toisin sanoin silloin, kun leaseback tehdään operatiivisella leasingilla, joka ei aina ole tapana SLB-sopimuksissa. (Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008.)

### **2.3 Sale and leaseback -järjestelyn hyödyt**

SLB-sopimukseen liittyy useita potentiaalisia hyötyjä sekä myyjälle että ostajalle. Tilanteessa, jossa ennen sopimuksen tekemistä mukana olevalla omistajalla

omaisuuden kirja-arvo on alle sopimuksen rahamääräisen arvon, syntyy ainakin viisi etua: (1) Myyjän liiketoimesta realisoima tuotto voidaan kuolettaa (amortize) myyjän tuloslaskelmassa ja täten kasvattaa raportoitavia tuottoja (Krishman & Moyer 1995). Esimerkiksi halpalentoyhtiöt käyttävät SLB-järjestelyä ja tekevät sen avulla voittoa koneen ostoon liittyvien tuntuvien alennusten ja ostohetken jälkeen tapahtuneen koneen hinnannousun kautta (Mueller 2013). Tuottojen vaikutus parantaa yrityksen rahoituksen suhdelukuja ja marginaaleja silloin, kun yritys kasvattaa taseen ulkopuolista rahoitusta. (2) Kun omaisuuserä on poistettu myyjän taseesta, se johtaa mahdollisesti entistä parempaan rahoitussuhdelukuun. Kiinteistön ollessa matalan tuoton kohde, tämän omaisuuserän luovutus voi myös parantaa tuottoja (Barris 2002). (3) Myyjä välttää lainaamisen velkarajoitteet ja hankkii tehokkaasti suotuisan rahoituksen kiinteistölleen. (4) Myyjä vapauttaa pääomaa tai lainaamiskapasiteettiaan ydinliiketoimintaan (Barris 2002). (5) Myyjä voi siirtää ostajalle piilevät verohyödyt, jotka liittyvät hankintamenojen kustannuseroihin, jäljellä olevaan poistoaikaan ja veroasteisiin (Sirmans & Slade 2010).

Myös ostaja hyötyy sopimuksesta. SLB-sopimuksessa ostaja hankkii omaisuuserän (kiinteistön), joka on pitkän aikaa vuokralaisen käytössä. Hankkiessaan kiinteistön hyötyy vuokraaja samanaikaisesti ainakin kolmella tavalla: (1) Kiinteistöön tulevan vuokralaisen hankkimisesta aiheutuvat kustannukset eliminoituvat. (2) Ostaja pystyy arvioimaan vuokraajan laatua ennen kiinteistön hankkimista. (3) Tyypillisessä tripla-netto leasingissa (triple-net leasing), jossa vuokraaja maksaa kaikki käyttöön liittyvät kustannukset, ostajayritys hankkii omaisuuserän, joka on tyypiltään hyvin samanlainen kuin korkean luokan velkakirjalaina (mortgage bond). Ostajalle kiinteistön investointiarvo nousee, koska tilojen käyttökustannusten maksamiseen eikä tilojen tyhjillä oloon liity epävarmuutta. Sen vuoksi ostaja voi hankkia paremmin varustetun omaisuuserän verrattuna moniin ei SLB-sopimuksilla hankittaviin tiloihin. (Sirmans & Slade 2010.)

Sopimuksen tekemisajankohtana, joka samalla on tavallisesti esimerkiksi kiinteistön hankkimisajankohta, sekä sopimusajan kuluessa voi SLB-sopimus tarjota tiettyjä hyötyjä. Tällaisen sopimuksen tehnyt yritys saa rakennuttaa kiinteistönsä juuri sellaiseksi, että se mahdollisimman tarkoin vastaa yrityksen erikoistoivomuksia. Yritys saa tämän kiinteistön käyttöoikeuden pitkäksi ajaksi sitomatta lainkaan omaa

pääomaa tai että se edes millään tavalla heikentäisi yrityksen luotonsaantimahdollisuuksia. Vieraalla pääomalla kiinteistönsä rahoittava yritys joutuu joko sitomaan osan omaa pääomaansa kiinteistöön tai sitten käyttämään yrityksen muita luottoresursseja tämän kiinteistön rahoittamiseen. (Kettunen 1963.)

Richard (2003) viittaa siihen, että vuokranantaja hyötyy myös siten, että hän voi ottaa usein enemmän velkaa verrattuna vuokralle ottajaan, koska vuokralaisen maksama kassavirta on vakaa. Lisäksi vuokranantaja voi pitää hyvin hajautettua ja ammattimaisesti hoidettua kiinteistösalkkua, joka johtaa alempaan riskitasoon yleisesti, alempaan vieraan pääoman kustannukseen ja suurempaan vipuvaikutukseen. Tämän seurauksena hinta, jonka vuokralainen saa kiinteistöstään, voi olla suurempi kuin tulevaisuuden vuokranmaksujen nykyarvo.

#### **2.4 Sale and leaseback vaihtoehtona velkarahalle**

Slovin, Sushka ja Polonchek (1990) toteavat SLB-toiminnosta niin, että vuokralainen saa varoista summan, joka vastaa niiden käypää markkina-arvoa ja toisaalta pidättää itsellään varojen käyttöoikeuden yrityksen tuotantotoiminnassa. Uusi omistaja, vuokranantaja, saa omistusoikeuden varoihin ja omistajalle kuuluvat hyödyt mukaan lukien asiaankuuluvat poistot ja verohyödyn.

Voidaan ajatella, että SLB on yksi muoto velkarahaa. Ostaja on itse asiassa luotonantaja, joka on antanut vakuudellisen lainan. On kuitenkin vain vähän empiiristä todistetta siitä, missä määrin leasing ja velka ovat täydellisiä toistensa korvikkeita. (Sovin, Sushka & Polochek 1990.) Yhdessä tähän aiheeseen liittyvässä tutkimuksessa, jonka Bowman (1980) teki, esitettiin, että on olemassa positiivinen ja merkittävä suhde systemaattisen riskin ja leasingin käytön välillä. Näin ollen Bowman teki johtopäätöksen, että sekä velka että leasing vaikuttavat systemaattiseen riskiin ja siitä seuraa se, että rahoitusmarkkinat pitävät velkaa ja leasingiä läheisesti toistensa korvaavina.

Kettusen (1963) mukaan eräs toinen näkökulma on taseiden muodostuminen erilaiseksi oman kiinteistön hankkineella kuin vuokrasopimuksen tehneellä yrityksellä. Pitkäaikaiset vuokrasopimukset eivät lainkaan näy yrityksen taseissa,

olivatpa ne kuinka yritystä sitovia ja sen toimintavapautta rajoittavia tahansa. Kiinteistön hankintaan otettu pitkäaikainen velka sen sijaan näkyy taseessa ja voi mahdollisesti joissain tapauksissa heikentää yrityksen luotonsaantimahdollisuuksia.

On huomioitava, että teoriassa leasing-sopimus on tarkalleen samanlainen kuin velka vain silloin, kun vuokralainen on vastuussa omaisuuserään liittyvistä riskeistä ja omaisuuserän hallinnointitehtävistä. Näin on huolimatta siitä, että leasing-sopimus on rahoitusleasingin. (Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008.) Bierman (1982) toteaa kuitenkin, että molempiin sekä velkaan että leasingiin liittyy rahoitusriski, koska jos yritys ei pysty maksamaan velkaan liittyviä sitoumuksia, se voi johtaa konkurssiin, mutta näin käy todennäköisesti myös, jos yritys ei pysty maksamaan leasingmaksujaan.

Schellheim, Wells ja Whitby (2013) tutkivat SLB-sopimuksista, voiko velka ja leasing korvata toisensa. Tutkimustulokset osoittivat, että toiset yritykset pitivät velkaa ja leasingia toisiaan korvaavina, kun taas toiset yritykset pitivät niitä toisiaan täydentävinä. Tutkijat eivät löytäneet eroavaisuutta yritysten tuotoissa (announcement returns) verrattaessa yrityksiä, jotka pitivät velkaa ja leasingia toisiaan täydentävinä sellaisiin yrityksiin, joilla oli vastaavanlainen rahoitussuhde.

Lewis ja Schallheimin (1992) mukaan velka ja leasing ovat enemmän toisiaan täydentäviä kuin toistensa suorina korvikkeita. Tutkijat esittivät, että leasing on tapa myydä verovähennyksiä, siispä vuokranottajayritystä voi motivoida velan määrän nostaminen, kun sitä verrataan pääomarakenteeltaan muuten samanlaiseen yritykseen, joka ei käytä leasingia. Kilpailukykyinen vuokranantaja käyttää hajautusta vähentääkseen riskiä sekä hyödyntääkseen paremmin verovähennykset, jotta leasingmaksuja voidaan alentaa. Näin ollen voidaan olettaa vuokranantajan pitävän hallussaan hajautettua leasingportfoliota ja siksi pyytävän pienempiä leasingmaksuja kuin mitä vastaavanlaisesta lainasta joutuisi maksamaan.

Allen ym. (1993) ovat pystyneet osoittamaan yritysten kiinteistöjen leasing päätöksistä, että vuokranottaja yritykselle kertyy positiiviset epänormaalit tuotot. Tulokset ovat mielenkiintoisia, sillä samanaikaisesti on osoitettu, että keskimääräinen epänormaali tuotto (AAR) on lähellä nollaa tai jopa negatiivinen

yrittäjien julkistaessa uutta pääomaa tai velkaa koskevan päätöksen. Jos leasing ja velka olisivat toistensa täydellisiä korvikkeita, pitäisi pystyä havaitsemaan samanlaisia markkinareaktioita leasingin ja velkarahoituksessa kesken.

## 2.5 Kovenantit

Kovenantit liittyvät usein kohdeyhtiön rahoitukseen. Kovenanttien eli sopimusvakuuksien avulla rahoittajat voivat ennalta ehkäistä rahoitettavan hankkeen olosuhteiden negatiiviset muutokset. Millaisia kovenantteja käytetään riippuu mm. rahoituksen suuruudesta, rahoitettavasta hankkeesta, siihen sisältyvästä arvioidusta riskistä, kohdeyhtiöstä ja asiakassuhteesta sekä siitä, onko olemassa muita velkojia. (Lauriala 2008.)

Kovenantit jaetaan finanssikovenantteihin (Financial Covenants), joiden tehtävänä on lähinnä varoittaa rahoittajaa muuttuvista olosuhteista ja toimintakovenantteihin (Nonratios Covenants), jotka ohjaavat toimintaa. Rahoittaja voi finanssikovenanttien avulla seurata kohdeyhtiön liiketoimintaa ja siihen liittyviä, ennalta määriteltyjä, taloudellisia mittareita. Finanssikovenantit voidaan jakaa tase- ja tuloslaskelmakovenantteihin, jotka voidaan määrittää suhdelukuna tai absoluuttisena arvona. Näiden rajat voidaan ilmaista negatiivisesti tai positiivisesti. Ne voidaan liittää esimerkiksi velkaantumistaseseen, omavaraisuustaseseen, käyttökattaisuuteen, rahoitustulokseen tai vieraan pääoman takaisinmaksu-aikaan. Esimerkiksi jos on sovittu tietty velkaantumistas, ja jos se rikkoutuu, seuraa siitä esim. velan tiukemmat takaisinmaksuajat tai korkeampi korko. (Lauriala 2008.)

”Toimintakovenantit liittyvät ja vaikuttavat suoraan rahoitettavaan toimintaan. Niillä veloitetaan yhtiö toimimaan sovittulla tavalla tai pidättäytymään määriteltyistä toimenpiteistä” (Lauriala 2008). Tällaisia kovenantteja ovat esimerkiksi tiedonantovelvoite, vakuuden asettamiskielto, rahoittajien tasapuolinen kohtelu ja omistuksen muutosrajoitukset (Lauriala 2008).

SLB-järjestelyn kautta yritys voi vaikuttaa mm. finanssikovenantteihin. Jos esimerkiksi lainarahalla hankittu kiinteistö tai kone myydään, vähenee yrityksen velkojen määrä ja tätä kautta muuttuu yrityksen omavaraisuusaste paremmaksi.

## 2.6 IFRS 16

IFRS 16, joka astuu voimaan 2019, tuo vuokrasopimukset taseeseen. Vuokrat tulevat taseeseen velaksi. Uuden standardin myötä lähes kaikki vuokravelvoitteet siirtyvät vuokralaisen taseeseen, mikä tulee vaikuttamaan vuokralaisen liiketoimintaa koskeviin päätöksiin. Uusi standardi vaikuttaa jo nyt tilanteissa, joissa tehdään viiden vuoden vuokrasopimuksia. (Pekkarinen 2016.)

Uudistuksen taustalla on ajatus siitä, että tilinpäätös ei anna oikeaa kuvaa vuokralaisen taloudellisesta asemasta, jos vuokria ei kirjata taseeseen. Tulevaisuudessa lähes kaikkia vuokravelvoitteita kohdellaan taseessa samaan tapaan kuin pankkilainoja. Tällä pyritään siihen, että vuokralaisen tilinpäätös parantaa velvoitteiden läpinäkyvyyttä. (Pekkarinen 2016.)

IFRS 16 vaikuttaa myös vuokranantajan liiketoimintaan sekä vuokranantajan ja vuokralaisen välisiin neuvotteluihin. Vuokralainen pyrkii neuvottelemaan lyhyemmän vuokrasopimuksen, jos yritys pyrkii pienentämään velkojen määrää taseessa. Kun taas vuokranantaja saattaa suosia pitkiä vuokrasopimuksia, jotta voi varmistaa useamman vuoden kassavirran. (Pekkarinen 2016.)

Yrityksen taloutta koskeva tilinpäätös ja siitä laskettavat tunnusluvut tulevat mitä ilmeisemmin muuttumaan uuden standardin myötä, koska taseen loppusumma kasvaa velkojen kasvaessa. Pia Ellimäki (2016) tutki opinnäytetyössään kolmen suomalaisen yrityksen Lemminkäisen, YIT ja SRV:n tunnuslukujen muuttumista olettaen, että yritykset olisivat jo soveltaneet IFRS 16:ta. Tutkimuksessa tarkasteltavat tunnusluvut olivat gearing, missä korollisesta vieraasta pääomasta vähennetään rahat ja rahoitusarvopaperit. Yhteenlaskettu summa jaetaan omalla pääomalla. Current ratio, missä vaihto-omaisuus ja rahoitusomaisuus lasketaan yhteen, mikä jaetaan lyhytaikaisella vieraalla. Kolmas tutkimukseen valittu tunnusluku oli EBITDA eli käyttökate, joka saadaan kun lasketaan tuotot ennen korkoja, veroja ja poistoja sekä arvonalentumisia. Tutkimustulokset osoittivat, että tutkimukseen valittujen yritysten tunnusluvut gearing ja current ratio huononivat, kun taas EBITDAn arvo parani. Tosin yritysten välillä oli eroavuuksia mutta

yrittäjien, jolla oli eniten taseen ulkopuolisia leasing sopimuksia, tunnuslukuarvoissa esiintyivät suurimmat erot. (Ellinmäki 2016.)

Edellä mainittu tutkimus osoittaa, että yritysten, jotka käyttävät SLB-järjestelyä, tunnusluvut tulevat muuttumaan, mikä saattaa osaltaan vaikuttaa siihen, että tulevaisuudessa ehkä pohditaan tarkemmin sitä, tehdäänkö järjestelyä vai ei (Pekkarinen 2016). Miten IFRS ja uusi KPL vaikuttavat siihen, tullaanko SLB-rahoitusta käyttämään vai ei, tulee näkymään vasta tulevina vuosina yritysten tilinpäätöksistä.



### 3 MARKKINAVAIKUTUKSET

Tässä pääluvussa esitellään tutkimusten pohjalta SLB-järjestelyn mahdollisia markkinavaikutuksia. Pro gradu -tutkielman haastatteluosuudessa pyritään selvittämään asiantuntijoiden näkemyksiä markkinavaikutuksista.

#### 3.1 Epänormaalien tuoton menetelmien tutkimuksia

Rutherfordin (1990) mukaan Fama ym. otti vuonna 1969 ensimmäisenä käyttöön kumulatiivisen epänormaalien tuoton (cumulative abnormal return CAR) -menetelmän. Epänormaaliksi tuotoksi kutsutaan toteutuneen ja normaalin tuoton välistä erotusta. Menetelmää on siitä lähtien käytetty, kun tutkitaan epänormaaleja tuottoja tilanteessa, kun markkinoilla on puutteellista informaatiota siitä, milloin yrityksen SLB-ilmoitus tapahtuu. Menetelmää käytetään myös, kun ilmoituspäivä tiedetään, mutta informaatiota on saattanut vuotaa markkinoille ennen tai jälkeen ilmoituksen. CAR on sopiva tapa testata markkinoiden reaktioita, kun markkinoilla on epätietoisuutta julkaisupäivän ja ilmoituspäivän suhteen.

Kumulatiivinen epänormaalien tuoton (CAR) menetelmä on yleisesti käytetty testimenetelmä, CAR on kaikkien ylituottojen summa koko ajanjaksolta. Kumulatiivinen epänormaali tuotto sisältää siten yrityskohtaisen osakekurssireaktion koko siltä ajalta, jolloin markkinat saattavat reagoida uuteen informaatioon. Tyypillisesti kumulatiivinen keskimääräinen epänormaali tuotto CAR lasketaan myös ennen ja jälkeen tapahtuman ja tapahtuman aikaikkunan aikana, jotta voidaan tutkia reaktioita tarkemmin, erityisesti sitä, miten nopeasti tieto siirtyy kursseihin. (Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008.)

Whitby (2012) tutki markkinareaktioita eri toimialojen SLB-järjestelyjen yhteydessä. Hän tutki kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja (CAR) ennen ja jälkeen SLB-liiketoimintailmoitusten. Keskiarvo yritykselle, joka tekee SLB-sopimuksen ja ilmoittaa siitä, syntyy positiivinen merkittävä markkinatuotto. Kumulatiivinen epänormaali tuotto on positiivinen 1.52 %:a päivien -3 ja +3 aikana. Tutkimus osoitti myös, että markkinat reagoivat positiivisemmin kiinteistöihin liittyviin liiketoimiin.

Kiinteistökohteiden kumulatiivinen epänormaali tuotto (CAR) onkin 1.84 % päivien -3 ja +3 aikana, kun taas muiden alojen tuotto samalta aikaikkunalta oli vain -0.09 %.

Wells ja Whitby tutkivat myös markkinatuottoja SLB-ilmoitusten yhteydessä. Tutkijat totesivat, että epänormaalit markkinatuotot ovat positiivisesti korreloituneita voittokertoimen (P/E-ratio) kanssa ja vastaavasti luottorajoitteiden huomioon ottaminen korreloi negatiivisesti velan rakenteeseen, mikä viittaa siihen, että markkinat ennakoivat, että SLB-toimintoa tullaan käyttämään kasvuun ja yrityksen arvon lisäämiseen verrattuna siihen, että kyseessä olisi suora leasing. Toisin sanoen sellainen yritys, joka vuokraa takaisin aiemmin omistamansa esimerkiksi kiinteistön saa enemmän lainaa kuin sellainen yritys, joka vain (suoraan) vuokraa tilaa. Tutkijat osoittivat tuloksissaan myös 1.5 %:n kumulatiivisen epänormaalien tuoton SLB-ilmoituksen yhteydessä. (Wells & Whitby 2012.)

Ero osakkeen varsinaisen päivittäisen tuoton ja odotettavissa olevan tuoton välillä tunnistetaan siis epänormaaliksi tuotoksi. Markkinakorjatuista osaketuotoista lasketaan ensin (poikkileikkaus) keskiarvo (yritysten yli), jonka jälkeen ne kumuloidaan ajallisesti tapahtumaikkunoiden yli. Standardoitua t-testiä, jossa käytetään keskihajontaa arvioidusta regressiosta, käytetään määrittelemään, ovatko keskimääräinen epänormaali tuotto (AAR) ja kumulatiivinen keskimääräinen epänormaali tuotto (CAR) merkittävästi nollaa suurempia vai pienempiä. Kumulatiivisen keskimääräisen epänormaalien tuoton (CAR) arvon pitäisi näyttää positiivista kehitystä myönteisille uutisille ja vastaavasti negatiivista kehitystä epäsuotuisille uutisille. Jos uutiset eivät vaikuta yrityksen arvoon, silloin reagointi pitäisi olla sattumanvaraista. (Rutherford 1990.)

Jos keskimääräinen epänormaali tuotto (AAR) on huomattavasti nollaa suurempi tai pienempi, markkinat ovat reagoineet yrityksen SLB-ilmoitukseen, jos arvot eivät eroa nolasta, markkinat eivät ole tällöin reagoineet. Erityisesti AAR:n arvot päivänä 0 tai päivänä -1 kiinnostavat markkinoita, sillä ne tarjoavat arvion ilmoituksen vaikutuksista liittyen SLB-toimintaan. Tulosten mukaan AAR päivänä -1 on positiivinen 0.88 % ja päivänä 0 se on 0.71 %. Tutkimustulokset osoittavat, että SLB-järjestelyllä on positiivisia epänormaaleja tuottoja myyjälle ja/tai vuokralaiselle, mutta se aiheuttaa vain pieniä häviöitä ostajalle ja/tai vuokraajalle. Toisaalta uuden

velkarahan liikkeellelasku ei tuo hyötyjä myyjälle/vuokralaiselle, joten tulokset ovat siltä osin epäjohdonmukaisia, jos niitä verrataan aiempiin rahoitusliiketoimintaan liittyviin tutkimustuloksiin. (Rutherford 1990.)

Ezzel ja Vora (2001) osoittivat, että vuokraaja yrityksen verokanta on negatiivisesti kytköksissä keskimääräiseen kumulatiiviseen tuottoon (AAR) vuokraaville yrityksille, jotka ilmoittivat SLB-toiminnoista vuosien 1984 ja 1991 välillä.

Kun leasingin motiivina on velan vähentäminen, Whitby (2012) havaitsi, että sillä on suurempi vaikutus markkinatuottoihin kuin jos leasingin taustalla olisi jokin toinen syy. Päivittäisestä toiminnasta vastuussa olevia johtajia, osakkeenomistajia ja kiinteistön johtajia auttaisi se, että he ymmärtäisivät, kuinka markkinat reagoivat SLB-sopimuksiin.

Empiiriset tutkimukset osoittavat, että yritysten SLB-toiminnalla on huomattavia etuja kantaosakkeiden myyjällä/vuokralaiselle, kun taas SLB-toiminta tuottaa vähäisen tappion yrityksen ostajalle/vuokranantajalle. (Rutherford 1990.)

## **3.2 Muita tapahtumatutkimuksia**

Tapahtumatutkimuksessa tutkitaan osakkeen arvon ja osakkeen arvoon vaikuttavan tapahtuman välistä suhdetta, kuten esimerkiksi yrityksen osakekurssin kehitystä uuden relevantin informaation julkistamisen yhteydessä. Tapahtumatutkimuksessa käytetään siis uuden tiedon vaikutusta yrityksen arvopaperin markkina-arvoon. Yrityskaupan julkaiseminen on esimerkki tällaisesta uudesta tiedosta. Menetelmää sovellettaessa testataan myös tehokkaiden markkinoiden teorian toteutumista tutkimalla, kuinka nopeasti ja merkittävästi yritystä koskeva uusi tieto heijastuu sen osakkeen markkina-arvoon. (Kritzman 1994.)

### **3.2.1 Fisherin tutkimus**

Fisher (2004) tutki SLB-sopimuksia event eli tapahtumatutkimusmenetelmällä vuosien 1990 ja 2000 välillä, tutkimukseen oli valittu 71:n kaupalliseen kiinteistöön liittyvää leasingsopimusta. Tutkimuksella osoitettiin, että ostajille ja

osakkeenomistajille ei koitunut epänormaaleja tuottoja SLB-ilmoituspäivänä (päivä 0). Jaettaessa aineisto lyhyeen (15 vuotta tai vähemmän) tai pitkään (yli 15 vuotta) leaseback -aineistoon, havaittiin SLB-ilmoituksen yhteydessä 1.3 %:n keskimääräinen epänormaalituotto (AAR) lyhyen aikavälin otannalle ja 1%:n keskimääräinen epänormaali tuotto (AAR) pitkän aikavälin otannalle. Tutkijat tekivät johtopäätöksen, että lyhyen ajan SLB-sopimuksia käytetään silloin, kun ostajan/vuokranantajan odotetaan myötävaikuttavan sopimuksen arvoon merkittävällä panostuksella kiinteistöön ja että SLB-sopimus voi näin edesauttaa kiinteistön uudistamisessa.

### 3.2.2 Slovinin, Sushkan ja Polonchekin tutkimus

Slovin, Sushka ja Poloncheck (1990) toteavat, että on olemassa huomattava määrä kirjallisuutta, joka keskittyy mittaamaan osakeantien vaikutusta yrityksen osakkeen arvoon. Empiirisesti on todistettu, että osakkeiden hinnat reagoivat merkittävällä tasolla negatiivisesti osakeantityyppeihin ilmoituksiin, kun taas velkakirjalainan liikkeellelaskupäätöksiin reagoidaan yleensä ei positiivisesti mutta ei myöskään merkittävästi nollassa poikkeavasti (Smith 1986). Miller ja Rock (1985) ja Myers ja Majluf (1984) selittivät tätä sillä, että johtajilla on yksityistä tietoa yrityksen tulevista kassavirroista. Näin ollen markkinat sovittavat yrityksen arvon vastauksena ulkoisen rahoituksen ilmoitukseen.

Slovin, Sushka ja Poloncheck (1990) tutkivat myös SLB-ilmoituksen markkinavaikutuksia. Leasingin teoriassa lähdetään siitä, että jokainen leasingdollari korvaa yhden dollarin velkaa. He tutkivat erityisesti sitä, tarjoaako SLB-rahoitus nettohyödyn vuokranottajalle vai vuokranantajalle. Tutkijat arvioivat tätä tutkimalla SLB-tiedonannon vaikutusta osakkeen hintaan tilanteessa, jossa SLB koskee pääosaa yrityksen varallisuudesta. Empiiriset tutkimustulokset osoittivat, että SLB-järjestelyt korottavat vuokralaisen osakkeen arvoa, mutta niillä ei ole merkittävää vaikutusta vuokranantajan osakkeen arvoon.

Tutkimuksen empiirinen kysymys oli: Tuottaako SLB-sopimus yritykselle positiivisia verohyötyjä ja jos näin on, onko tällaisten verohyötyjen suuruus niin merkittävä, että se riittää tekemään tehottomaksi tyypillisesti muun tyyppisen

ulkoisen rahoituksen aiheuttamaan negatiiviseen vaikutukseen. Tätä empiiristä kysymystä testattiin vuosina 1975-1986 julkistettujen SLB-ilmoitusten avulla. Tutkimusaineisto haettiin Wall Street Journal indeksistä, Standard and Poor's raporteista ja yritysten vuosikertomuksista. Aineistoon otettiin mukaan teollisuusrakennusten ja vastaavien (ei-rahoitusalan) yritysten SLB-ilmoitukset. Yritysten, jotka otettiin mukaan näytteeseen, tuli täyttää kolme ehtoa: 1) osaketuotot oli saatavilla päivittäin CRSP tietokannasta (Center for Research in Securities Prices) 2) ilmoituksen julkistamispäivä oli tunnistettavissa ja 3) Wall Street Journalissa ei ole olemassa muita samanaikaisia ilmoituksia tapausikkunan (event window) aikana. Samoilla etsintätavoilla haettiin eri julkaisuista lentokoneisiin liittyneitä SLB-ilmoituksia. (Slovin, Sushka & Polonchek 1990.)

Näillä tavoilla saatiin 59:n SLB-ilmoituksen joukko, joka koski teollisuuskiinteistöjä (building and similar structures by industrial corporations) ja lentokoneita. Taulukosta 1 nähdään, miten tapahtumien joukko jakaantuu eri vuosille ja kuinka monta niistä liittyi teollisuuskiinteistöihin ja montako lentokoneisiin. (Slovin, Sushak ja Polonchek 1990.)

**Taulukko 1. Tapahtumien vuosittainen jakautuminen (mukaillen Slovin, Sushka ja Polonchek 1990: 294)."**

		Vuodet											
Yhteensä	Tyyppi	1975	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85	86
59	Teollisuuskiinteistöt	0	0	0	1	1	3	7	9	8	11	7	12
14	Lentokoneet	1	0	0	0	0	0	3	1	1	1	5	2

Taulukosta 2 nähdään, miten tutkimukseen kuuluneet sopimukset jakautuivat eri kokoluokkiin ja miten ne jakautuivat teollisuuskiinteistöjen ja lentokonesektorin kesken. 44 sopimuksen arvo oli ilmoitettu Wall Street Journalissa ja näiden sopimusten keskimääräinen arvo oli 102 miljoonaa dollaria. (Slovin, Sushak ja Polonchek 1990.)

**Taulukko 2. Sopimusten arvo (Slovin, Sushka ja Polonchek 1990: 294).**

Hintajakauma (miljoonaa dollaria)	Teollisuus	Lentokone
	N = 44	N = 9
Hinta =H < 10	2	1
10 < H < 20	9	2
25 < H < 50	9	2
50 < H < 100	13	2
100 < H < 200	3	2
200 < H < 300	3	
300 < H < 400	3	
400 < H	2	

Lentokoneita koskeva tutkimusjoukko oli pienempi, mutta yhdeksän SLB-sopimuksen arvo oli keskimäärin 81,7 miljoonaa, joten ne olivat suuruudeltaan merkittäviä. (Slovin, Sushak ja Polonchek 1990.)

Rutherfordin (1990) tekemän tutkimuksen 41:n yrityksen tutkimusjoukosta 27 yritystä ilmoitti myyntihinnan ja seitsemän takaisinvuokrauksen keston. Sopimuksen keskimääräinen summa oli 176 miljoonaa dollaria ja keskimääräinen vuokrausaika 17:ta vuotta. Myyntihinnan keskihajonta oli 197 miljoonaa dollaria ja keskihajonta ensimmäiselle vuokrasopimukselle seitsemän vuotta. SLB-sopimuksista 14 liittyi yhtiön pääkonttorin myymiseen ja takaisinvuokrauksen, kun taas loput 27:n kauppojen, hotellien, sairaaloiden ja toimistorakennuksien vastaavanlaisen takaisinvuokraukseen.

Slovin, Sushka ja Polonchek (1990) tutkimuksessa esitetty taulukko 3 osoittaa, että SLB-sopimuksia voidaan pitää merkittävinä yrityksen ulkoisen rahoituksen lähteinä, koska tutkimusjoukkoon kuuluneiden sopimusten keskimääräinen arvo suhteessa vuokranottajan oman pääoman markkina-arvoon oli teollisuuskiinteistöjen osalta 0,22 ja lentokoneteollisuudessa 0,43. Korkeimmillaan sopimuksen osuus oman pääoman markkina-arvosta oli teollisuuden osalta 0,94 ja alhaisimmillaan 0,03. Lentokoneiden osalta vastaavat luvut olivat korkeimmillaan 0,81 ja alhaisimmillaan 0,02.

**Taulukko 3. Sopimusten arvo suhteessa vuokranottajan omaan pääomaan (Slovin, Sushka ja Polonchek 1990: 294)**

	Teollisuus	Lentokone
Maksimi	0,94	0,81
Keskiarvo	0,22	0,43
Mediaani	0,15	0,6
Minimi	0,03	0,02

Slovin, Sushka and Poloncheck (1990) tarkastelivat edellä kuvattua tutkimusjoukkoa ja heidän saamansa tutkimuksen empiiriset tulokset osoittivat, että SLB-ilmoitukset saavat aikaan positiivisen epänormaalien tuoton, vaikka sopimukset nähdäänkin yleensä eräänä velkarahoituksen muotona. Heidän mukaansa nämä ovat arvoa lisääviä sopimuksia toisin kuin muut ulkoisen rahoituksen muodot ovat. Heidän johtopäätöksenä on, että havaittu positiivinen markkinareaktio liittyy sopimusten aikaansaamiin veroalennusten nykyarvoihin. Tutkimustulokset osoittavat myös sen, että SLB-sopimuksen aikaansaamat tuotot tulevat ainoastaan vuokraavalle yritykselle. Markkinaosapuolet pitävät SLB-järjestelyä positiivisena tapahtumana.

### 3.3 Muita tutkimuksia

Grönlund, Louko ja Vaihekoski (2008) tutkivat SLB-sopimuksen julkistamisen aiheuttamaa markkinareaktiota julkisesti noteerattujen eurooppalaisten yritysten arvoon vuosien 1998 ja 2004 välillä. Tutkimuksen hypoteesina oli, että SLB-järjestelyllä on keskimäärin positiivinen vaikutus osakkeen hintaan ja nämä reaktiot ovat sitä suuremmat, mitä suurempaa yrityksen omaisuuden osaa järjestely koskee. Tutkimus osoitti, että SLB-ilmoituksella on positiivinen vaikutus yrityksen arvoon. Samaan päätyivät myös Slovin, Sushka ja Poloncheck (1990).

Grönlund, Louko ja Vaihekoski (2008) testasivat tätä hypoteesia Event study -tutkimusotteella löytääkseen SLB-ilmoituksen vaikutuksen yrityksen osakkeen hintaan. Event study eli tapahtumatutkimusta käytetään usein, kun tutkitaan markkinoiden tehokkuuden hypoteesia. Sitä käytetään myös jonkin tapahtuman vaikutuksen selvittämiseen (gauging). Fama, Fisher, Jensen ja Roll (1969) ovat

julkaisseet klassisen tapahtumatutkimuksen, jossa tutkittiin osakesplittauksen vaikutusta osakkeiden hintaan.

Epänormaaleja tuottoja on mitattava, jotta tapahtuman vaikutusta pystytään arvioimaan. Tämä tutkimusmetodi olettaa implisiittisesti, että tapahtuma aiheuttaa muutoksen osakkeen markkina-arvoon. (Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008.)

Brennan (1990) esittää, että yrityksen johtajien ja sijoittajien välisen informaation epäsymmetrian johdosta yrityksen osakekurssi ei aina täysin heijasta yrityksen omaisuuserän arvoa. Informaation epäsymmetrian aiheuttama ongelma on erityisesti huomattavissa piilevissä omaisuuserissä, kuten kiinteistöissä. Tutkija esittää, että piilevyys johtuu osittain perinteisistä arvomuodostusmenetelmistä, kuten kassavirtamallista.

Akateemisessa kirjallisuudessa on suuri erimielisyys sen suhteen, voiko leasing muuttaa yrityksen markkina-arvoa. Loogisesti ajatellen markkinavaikutus SLB-ilmoituksesta voi tapahtua vain kilpailuilla markkinoilla ja vain, jos vuokranantajan ja vuokralle ottajan olosuhteet eroavat jollakin tapaa, koska tuotantotoimiin tällä tapahtumalla ei ole vaikutusta. Muun ohessa aiemmat akateemiset tutkimukset ovat kiinnittäneet huomiota mahdollisiin eroihin, jotka liittyvät vuokralaiseen ja vuokranantajaan sovellettavaan verokantaan ja nostaa sen arvoa. (Sovin, Sushka ja Polonchek 1990.)

Laposa ja Charlton (2001) tutkivat eurooppalaisten ja yhdysvaltalaisten yritysten eroja. He totesivat, että käsitteet, kuten osakkeenomistajien arvo tai taloudellinen tuotto eivät vielä (2001) olleet päätavoitteina monessakaan eurooppalaisessa yrityksessä. Useat yritykset Euroopassa keskittyivät parantamaan yritystensä operatiivista tehokkuutta sen sijaan, että parannuksen kohteena olisi pääomien tehokas käyttöä. Kuitenkin tilanne on muuttumassa, Campa ja Hernando (2004) osoittivat, että viimeaikainen taloudellinen kehitys, markkinoiden sääntelyiden purkaminen monilla sektoreilla sekä rahoituksellinen yhdentyminen monien Euroopan unionin valtioiden kesken viime vuosikymmenten aikana on kiihdyttänyt huomattavasti operoivien yritysten uudelleenrakennusta, erityisesti niiden yritysten, jotka ovat osa euroaluetta.



Fisher (2004) tutki SLB-liiketoimintaan liittyvää ilmiötä eräänä mahdollisuutena, jossa yritykset voivat käyttää leasingsopimusta organisaatorakenteensa uudelleen järjestämiseen. Hänen esittämänsä teoreettinen malli yhdistää ensimmäisen leaseback-sopimuksen pituuden yrityksen aikomukseen tehdä tulevia laajennusinvestointeja leasingsopimuksiin pohjautuen. Malli olettaa, että yritykset valitsevat kestoltaan lyhyemmän ajan leasingeja, kun tehdään suhteellisen tärkeitä investointeja. Tutkimuksen kohteena olivat yritykset, jotka tekivät leasingsopimuksen kaupalliseen tarkoitukseen hankitun kiinteistön osalta. SLB-toiminnot on nähty historiallisesti rahoitussopimuksina. Fisherin tutkimus eroaa aiemmista siinä, että se olettaa leasingsopimusten olevan pitkäaikaisia rahoitusleasingsopimuksia. (Rahoitusleasing on määritelty sellaisiksi leasingsopimuksiksi, joka eroaa käyttö- ja huoltoleasingsopimuksista eikä sitä voi peruuttaa ja joka kuolettaa vuokratun omaisuuserän arvon kokonaan). (Copeland & Weston 1983.)

### **3.4 Sale and leaseback -sopimuksen ajallinen kesto ja taloudellinen arvo**

Fisher (2004) kehitti SLB-mallin, jossa ensimmäisen leaseback-sopimuksen kesto vaikuttaa sekä myyjän/vuokralaisen ja ostajan/vuokraajan kannustimiin tehdä tulevia laajennusinvestointeja kiinteistöihin. Vuokrausajalla on merkitystä silloin, kun investoinnin tuotot ovat riippuvaisia leasing-sopimuksen jatkuvuudesta sekä sijoittajien odotuksista siitä, että osa tuotoista on laitettu sivuun leasingajan lopussa sopimuskumppanin toimesta. Tutkimus osoitti, että vuokrausajan pituuden valinta on sisältynyt jo päätökseen tehdä SLB-järjestely ja leasingajan optimaalinen valinta on riippuvainen siitä, kuinka paljon sopimus voi tuottaa suhteellisesti eniten yhteisvarallisuutta kummallekin sopijapuolelle. Malli ennustaa yrityksen valitsevan optimaalisesti toimiessaan ajallisesti kestoltaan lyhyemmän leasingsopimuksen, koska näin on saavutettavissa tulevaisuudessa positiivisia tuottoja verrattuna siihen, että laite olisi edelleen omassa omistuksessa.

SLB-ilmoitusten, joissa ensimmäisen vuokrasopimuksen pituus on 15 vuotta tai alle, on katsottu vaikuttavan positiivisesti vuokranottajayrityksen osakkeenomistajien varallisuuteen. Tulokset osoittavat myös, että yritysten pitäisi omistaa sellaiset kiinteistöt itse, joihin tarvitaan yrityksen omien tarkoituksien mukaisia

investointeja kuten esimerkiksi sairaalakiinteistöt vaativat. Kun taas tavallisempi kiinteistö voi olla sellaisen sijoittajan omistuksessa, joka ei ole kiinteistön loppukäyttäjä. Tutkimusjoukkoon valittujen yli 30 vuoden leaseback-sopimusten tulokset olivat yhteneviä rahoitusleasingsopimusten (true leasing) kanssa, mutta tutkimuksessa ei löydetty selitystä huomattavalle negatiiviselle tuotolle, joka syntyi vuokranottajayrityksille, joiden leasing-sopimusten kesto oli aikaväliltä 15-25 vuotta. (Fisher 2004.)

SLB-sopimusten vuosivolyymi Yhdysvaltain kiinteistömarkkinoilla on yli 7 miljardia. Kuitenkaan minkäänlaista osoitusta sopimusjärjestelyjen hintavaikutuksista ei ole saatavilla. Käyttäen SLB-sopimusten datajoukkoa on tutkittu kaupallisten kiinteistöliiketoimien hintavaikutuksia seitsemällä eri markkinalla. Tutkimustulokset osoittavat, että SLB-sopimusten rahamääräinen arvo on huomattavasti markkinasopimuksia suurempi. Lisäksi ostaja ja myyjä hinnoittelevat sopimukset asianmukaisesti, joten tuloksena ei ole kohtuutonta etua kummallekaan osapuolelle, sillä odotettu hintapremio on jo lisätty SLB-hintoihin. (Sirmans & Slade 2010.)

Tutkimustulokset ovat osoittaneet positiivisen osakekurssireaktion SLB-ilmoituksen yhteydessä, vaikka tutkittua tietoa sopimusten hintaeroista ei ole saatavilla. Esiintyneille eroille on kaksi mahdollista syytä: (1) arvioidut kassavirrat SLB-kiinteistölle voivat olla suuremmat, koska vuokralaiset eivät vaihdu ja tilat eivät jää tyhjilleen näin on havaittu ainakin kaupallisilla kiinteistömarkkinoilla. (2) SLB vuokralaisten luottoprofiili on korkeampi, mikä johtaa pienempään riskisyyteen. Tutkimuksissa käytetty malli selittää hyvin läpileikkauksen sopimusten hintaeroavaisuuksista, täten hedoninen hintamalli sopii hyvin SLB-sopimusten hintapremioiden selittäjäksi. Mallin antama selvä päätelmä on, että päätös SLB-sopimuksen aloittamisesta perustuu kustannus- ja hyötyanalyysiin. Jos myyntiin liittyvät hyödyt ja/tai kassavirrat ovat suuremmat kuin omistamisen, on myyjällä/vuokran ottajalla motiivi SLB-sopimuksen tekemiseen. (Sirmans & Slade 2010.)

## **4 HAASTATTELUTUTKIMUKSEN TOTEUTTAMINEN JA TUTKIMUSTULOKSET**

Tutkielman tutkimuskysymys on: Mitkä syyt johtavat yritystoiminnassa SLB-rahoitusmuodon käyttöön? Tutkielmassa halutaan kartoittaa myös asiantuntijoiden arvioita siitä, minkälaisia markkinavaikutuksia SLB-rahoitusmuodon käyttöönotto aiheuttaa. Tässä pääluvussa kerrotaan, miten vastausta haetaan tutkimuskysymykseen ja avataan empiirisesti haastattelujen kautta.

### **4.1 Tutkimusmenetelmä ja aineiston keruu**

Pro gradu -tutkielman tutkimuskysymys on luonteeltaan sellainen, että sen tarkasteluun sopii kvalitatiiviselle tutkimukselle tyypillinen lähestymistapa (Hirsijärvi, Remes ja Sajavaara (2013). Tutkielman tarkoitus on ymmärtää yrityksen käyttämää SLB-järjestelyä. Laadullinen tutkimusprosessi voidaan nähdä myös osana tutkijan omaa oppimisprosessia, jossa koko tutkimuksen ajan tutkija pyrkii kasvattamaan omaa asiantuntijuuttaan tarkasteltavasta asiasta ja siihen liittyvistä tekijöistä. (Aaltola & Valli, 2010.)

Tutkimusaineisto on kerätty haastatteleamalla kokeneita liike-elämän asiantuntijoita, joilla on ymmärrys ja kokemusta SLB-ilmiön sisällöstä ja siitä, miksi sitä on käytetty. Heiltä on myös kysytty SLB-rahoitukseen liittyvistä markkinavaikutuksista. Haastattelun etuna on se, että se on joustavaa, ottaa huomioon haastattelutilanteen ja myötäilee vastaajia. Se mahdollistaa myös sen, että saatuja vastauksia voidaan vielä itse haastattelutilanteessa selventää tai niitä voidaan vielä myöhemmin tarvittaessa täydentää. (Hirsijärvi, Remes ja Sajavaara 2013.)

Haastattelut toteutettiin 10.11. – 28.12.2016 välisenä aikana. Haastattelut äänitettiin ja litteroitiin. Purettuina haastattelujen yhteislaajuus oli 21 liuskaa. Haastatteluihin kului aikaa noin yksi tunti haastateltavaa kohden. Haastattelujen pohjaksi oli teorian pohjalta laadittu haastattelulomake (LIITE 1), jota noudatettiin puolistrukturoidun haastattelun periaatteita noudattaen. Haastattelut ovat tutkielman tekijän hallussa tiedostoina ja litteroituina.

Tutkimus toteutettiin yksilöhaastatteluin sovittuina ajankohtina. Asiantuntijat suhtautuivat mielenkiinnolla aiheeseen ja antoivat vastauksia monelta eri kantilta. Ensin keskusteltiin yleisesti SLB-rahoituksesta. Tämän jälkeen haastattelu eteni haastattelurungon mukaisesti. Haastateltavina olivat: salkunhoitaja Hannu Angervuo, eQ varainhoito, toimitusjohtaja Ari Lahti, Icecapital Pankkiiriliike Oy, toimitusjohtaja Jarmo Pietarinen, Masino Group Oy, Revenue Management and Pricing, Mika Stirkkinen, Finnair Oyj ja Vice President Business Controlling Veli-Pekka Turunen, Metsä Board Oyj.

Aineisto ryhmiteltiin haastattelukysymysten mukaan ja tässä järjestyksessä ne on myös kirjoitettu tutkielmaraporttiin.

## **4.2 Tutkimustulokset**

Tässä luvussa esitetään tutkimuksen tärkeimmät tutkimustulokset teoriaan yhdistäen, mutta myös ottaen huomioon niitä käytännönseikkoja, joita haastattelujen aikana tuli esille.

### **4.2.1 Yleinen taloustilanne, toimiala ja yrityksen tila**

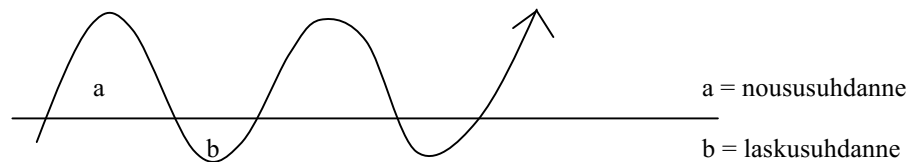
Yleinen taloudellinen tilanne maailmassa, yrityksen toimiala ja yrityksen tila vaikuttavat kaikki yhdessä siihen, millaista rahoitusstrategiaa yrityksessä noudatetaan. Perinteisesti ajatellaan, että rahan lähteinä ovat oma ja vieras pääoma sekä tulorahoitus. Kuitenkin kuten Kirshnan ja Moyer (1994) toteavat, leasing tuottaa kaikki samat hyödyt ja jopa enemmänkin kuin vakuudellinen laina. Heidän mielestään korkean riskin omaavien ja vähemmän vakiintuneiden yritysten tulisi käyttää leasingia laajasti, sillä näiden yritysten ulkoisen pääoman hinta on arvioitu suurimmaksi. Yritykset, joilla on alhaiset ja epävakaammat operatiiviset tuotot, vuokraavat todennäköisemmin.

Pääoman niukkuus vallitsee pitkälti Suomessa varsinkin perhey yrityksissä. Myös rahoituksen saanti on muuttunut. Ennen finanssikriisiä eli vuotta 2008 sai koska tahansa 100 % lainaa, mutta nyt pitää olla puolet omaa rahaa, jotta pankista saa toisen puolet. Pankki on myös kiristänyt vakuusvaatimuksia. Ehdottomasti tämä

hidastaa kasvua tällä hetkellä. Tässä taloudellisessa ympäristössä SLB-järjestely on houkutteleva sellaiselle yritykselle, jolle se sopii. (Pietarinen.)

Yrityksen taloudellinen tila voi myös nostaa esille kiinteistöstä luopumisen. Stockmann Oyj:n Helsingin tavaratalon maa-alueiden ja rakennusten arvo vuoden 2015 tilinpäätöksen mukaan oli yhteensä noin 918 miljoonaa euroa, vastaava arvo edellisessä tilinpäätöksessä oli noin 470 miljoonaa euroa. Ero johtuu siitä, että yhtiö oli uudelleenarvostanut maa-alueet ja rakennukset ja nostanut niiden arvoa noin 448 miljoonaa euroa konsernitaseesta laskettuna. Uudelleenarvostus näkyy yhtiön oman pääoman kasvuna. Stockmann Oyj:llä olisi siis mahdollista myydä maa-alueet ja rakennukset kiinteistösijoittajalle ja toteuttaa SLB-järjestely samalla vapauttaen pääomaa, mutta Angervuon mukaan Stockmann Oyj ei ole myymässä arvokkainta omaisuuttaan eli kiinteistöjä pois. Näin ollen on aina olemassa muita tekijöitä, jotka selittävät sitä, että ei tehdä SLB-järjestelyä ja näin vapauteta pääomaa muuhun käyttöön.

Yritys pyrkii siihen, että sen rahoituksessa on joustoa, mikä toteutetaan niin, että yrityksellä on käytössään omassa omistuksessa olevia lentokoneita, leasingkoneita sekä SLB-järjestelyn kautta hankittuja koneita. SLB-hankinta on joustava, siksi että jos taloudellinen tilanne vaatii, kone voidaan luovuttaa rahoittajalle leasing-sopimuksen päättyessä. On tärkeää, että leasing-sopimukset eivät eräänny samanaikaisesti. Tämä näkyy suunnittelussa siten, että SLB-sopimusten eräpäivät pyritään sopimaan eri vuosille, tällöin voidaan päättää lentokoneiden tarpeen mukaan, jatketaanko sopimusta vai ei. Näin saadaan hajautettua eri vuosille päätöksentekopisteitä siitä, tehdäänkö koneisiin jatko-optioita vai ei. Esimerkiksi vuotta ennen päätöksentekopistettä sopimusta voidaan jatkaa 2+2 -periaatteella, mikä tarkoittaa, että tehdään kahden vuoden sopimus, jota voidaan jatkaa sen jälkeen vielä kaksi vuotta. Tämä antaa liikkumavaaraa sekä rahoitukseen että operatiiviseen toimintaan. Kun yritys omistaa lentokoneensa, niin silloin ne voidaan teoriassa muuttaa rahaksi milloin tahansa eli ne ovat likvidiä omaisuutta edellyttäen, että lentokonemarkkinalla on paljon ostajia. Sen sijaan jos yritys on tehnyt 12 vuoden SLB-sopimuksen ja siitä on vielä 11 vuotta jäljellä, voidaan todeta leasingin olevan joustamatonta. Nämä vaikuttavat päätöksentekoon. (Stirkkinen.)



**Kuvio 3. Taloussyklejä ja lentokoneen SLB Stirkkisen mukaan**

SLB mahdollistaa yritykselle monipuolisemman rahoitusrakenteen talouden syklien mukaan, noususuhdanteessa a (kuviossa 3) SLB vapauttaa pääomia uusien koneiden ostoon. Laskusuhdanteessa b (kuviossa 3) on tärkeää, että osa lentokoneista on vuokrattu, koska silloin niistä päästään eroon eivätkä ne rasita kassaa ja tasetta. Strukturoidut rahoitukset voivat olla todella halpoja, mutta niiden joustoelementit ovat pienemmät. Esimerkiksi 12 vuoden vuokrasopimuksen aikana voi tulla matalasuhdanteita, jolloin haluttaisiin vuokrata lentokone ulos (sub-lease) jollekin, koska yrityksellä itsellään ei riitä kysyntää. Tällainen halpa rahoitusjärjestely voi kuitenkin supistaa liikkumavaraa, koska se ei salli jatkoleasingin tekemistä. Taantuman varalle pitäisi olla pikemminkin joustavuutta tuovia ratkaisuja eikä sitovia. (Stirrkinen.)

#### 4.2.2. Rahoitustarve

Rahoitustarvetta piti moni haastateltavista yhtenä tärkeimmistä syistä toteuttaa SLB-järjestely. Rahan tarvetta voidaan tarkastella lyhyellä tähtämellä, jolloin yritys tarvitsee rahaa turvatakseen likviditeetin tai pidemmällä aikavälillä, jolloin voidaan ajatella investoinnin rahoitusta tai kuten nyt käsiteltävässä tapauksessa pääoman vapauttamista taseesta. Myös pääomamarkkinoiden tila voi johtaa siihen, että yritys toteuttaa SLB-järjestelyn, koska rahaa ei ole saatavissa rahoitusmarkkinoilta yrityksen investointeihin. Seuraavassa on nostettu esille haastateltavien tähän aihealueeseen liittämiä vastauksia, joita sitten peilataan teoriassa esiin tullessiin motiiveihin käyttää SLB-rahoitusta.

Aiemmin oli selvemmin aitoa pankkirahoitusta, jonka kautta teollisuus hankki rahoituksen. Nykyään suuret yritykset hankkivat usein itse rahoituksensa suoraan sijoittajilta laskemalla liikkeeseen velkakirjoja. Rahoituksen hakeminen on monipuolistunut ja muuttunut perusteellisesti, pankkirahoituksesta yleiseen

markkinaehtoiseen rahoitukseen (Angervuo). Ympäristöissä, joissa yritysrahoitusta on ollut vaikea saada, on SLB-liiketoiminta saanut suosiota (Wells & Whitby 2012). Leasingjärjestely voi sopia hyvin sellaiselle yritykselle, jonka rahavirrat, tulot ja menot, eivät ole tasapainossa, tai uudelle aloittavalle yritykselle, start-up yritykselle tai jo start-up vaiheen ohittaneelle yritykselle, joka voisi kyllä saada rahaa markkinoilta mutta joutuisi samalla luopumaan puolesta osakkeistaan rahoittajan eduksi. (Angervuo.) Tärkeä syy toteuttaa SLB-järjestely on Finnairin Stirkkisen (2016) mukaan suora rahoitustarve:

”...Se voi olla ihan suora rahoitustarve, että tarvitaan se maksiraha, mitä sieltä irtoaa siitä koneesta” (Stirkkinen).

Turunen toteaa yksinkertaisesti, että tärkeä motiivi on ”...rahoitus.” (Turunen).

Yrityksellä tulee olla joka hetki rahaa tai helposti rahaksi muutettavaa varallisuutta niin paljon, että se selviää maksuvelvoitteistaan (Salmi 2012.) SLB-rahoitus voi liittyä myös siihen, että yrityksellä on likviditeettikriisi ja siksi pitää irrottaa pääomaa olemassa olevasta konekannasta. Myös silloin, jos esimerkiksi tarvittaisiin likviditeettiä yrityskauppaan eikä rahoitusta saataisi pankista, voitaisiin kiinteistöstä luopumalla käyttäen SLB-järjestelyä saada tarvittava pääoma. Kiinteistöön raha on sidottu vuosiksi ja se vapautuu hyvin hitaasti. Jos lasketaan 40 vuodelle, niin rahaa vapautuu 2,5 % vuodessa eli hyvin hitaasti. (Pietarinen.) Tai sitten jos kyseessä on uushankinta, ei halutakaan sitoa pääomaa juuri tähän investointikohteeseen (Lahti).

Barris (2002) on raportoinut Euroopassa tehtyihin SLB-toimintoihin johtaneita motiiveja. Hänen mukaansa näissä liiketoimissa varojen kasvattaminen oli ensisijainen motiivi. Kirjallisuudessa luetellaan myös muita motiiveja SLB-järjestelyn käytölle. Ensinnäkin yritykset voivat haluta vapauttaa pääomia varoista uudelleen investoidakseen ne ydinliiketoimintoihin. (Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008.) SLB-rahoitus on hyödyllistä silloin, kun se tehostaa yrityksen pääoman käyttöä merkittävästi, mutta haitta on se, että SLB-järjestelyt eivät ole halpoja rahoittaa, mikä kylläkin riippuu paljon siitä, millaisista varoista on kysymys (Lahti). ”Esimerkiksi lentokone on niin globaalilla toimivalla markkinalla, että

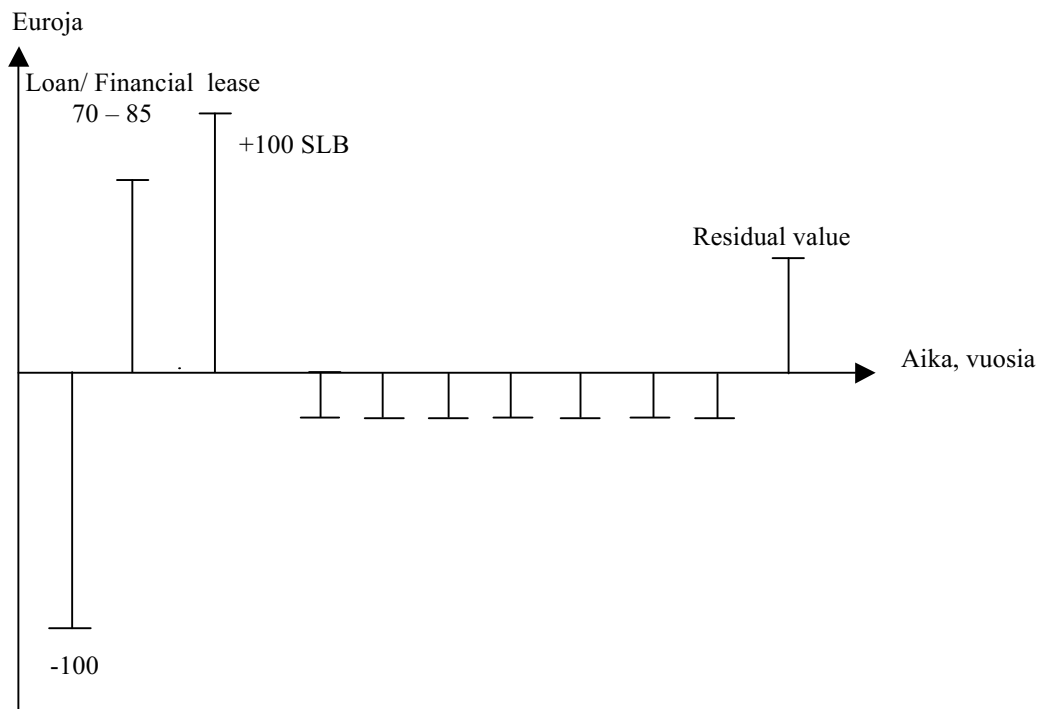
lentokoneeseen liittyen SLB on tehokas rahoituskeino. SLB-järjestelyä tekevät varmasti kaikki lentokonefirmat”. (Lahti).

Kaikki haasteltavat mainitsivat pääoman vapauttamisen tai haluttomuuden sitoa pääomaa kiinni merkittäväksi tekijäksi, kun pohditaan SLB-järjestelyä. Angervuo toteaa, että periaatteessa voitaisiin oma paperikone tai lentokone korvata SLB-järjestelyn kautta, ja näin vapauttaa pääomaa johonkin tärkeämpään tai tuottavampaan kohteeseen. Voi olla myös, että yritys ei millään saa hankittua pääomaa, vaikka korot ovatkin alhaalla. Pääoman niukkuudesta voivat kärsiä myös kasvavat yritykset, joille pankit eivät suostu lainaamaan rahaa, varsinkaan jos yrityksellä ei ole isoja vakuuksia (Angervuo). Lahti toteaa myös, että kiinteistökin voivat olla erittäin räätälöityjä, tiettyä toimialaa tai tekemistä varten suunniteltuja kohteita, jolloin SLB-järjestely on ehkä ainoa tapa irrottaa pääomaa siitä, koska kohdetta voi olla mahdoton myydä kenellekään tai sitten sen hinta voi jäädä niin alhaiseksi ettei myynti ole enää kannattavaa.

Stirkkinen kuvasi lentokoneen rahoittamiseen liittyviä vaihtoehtoja seuraavalla tavalla. Lentokoneen maksaessa esimerkiksi 100 miljoonaa euroa on yhtiöillä erilaisia vaihtoehtoja rahoittaa kone. Yhtiö voi ottaa lainaa 70 - 85 miljoonaa euroa, jonka se saa keskimäärin 100 miljoonan arvoista konetta vastaan (loan to value). Puuttuvan osuuden rahoituksesta se joutuu maksamaan kassasta. Samaan lopputulemaan johtaa rahoitusleasingjärjestely, koska se on lainaan rinnastettava ratkaisu. (Stirkkinen totesi, että hän rinnastaa lainan ja rahoitusleasingin, vaikka niiden sopimusehdoissa onkin eroavuuksia). Jollekin yritykselle 100 miljoonasta puuttuva rahoitusosuus 15 - 30 miljoonaa on liian paljon, joten se tarvitsee koko 100 miljoonaa euroa rahoittaakseen lentokoneostonsa ja sen se saa vain SLB-järjestelyn kautta. (Stirkkinen.)



Stirkkinen kuvasti näkemystään seuraavan kuvion 4 avulla.



**Kuvio 4. Lentokoneen rahoitusvaihtoehdot**

Tarkasteltaessa rahoitustarvetta on huomioitava se, miten laina ja SLB eroavat toisistaan. Lainan päättyessä lentokoneen omistusoikeus siirtyy rahoittajalta lentoyhtiölle, joten jos yhtiölle ei ole enää tarvetta kyseiselle koneelle, voidaan se myydä eteenpäin markkinoille. SLB-sopimuksen päättyessä lentokone palautuu vuokraajalle, jonka huoleksi jää koneen jälleenkäyttö. Tärkeä huomioon otettava kysymys yrityksen vaihtoehtoiskustannuslaskennassa on se, mikä tulee olemaan lentokoneen arvo (residual value) lainan tai vuokrasopimuksen päättyessä. SLB-järjestely voi osoittautua kalliiksi, jos koneen jäännösarvo asettuu korkeaksi ja saattaa tulla edulliseksi, jos jäännösarvo on alhaalla. Esimerkiksi lentokoneen myynnin ja ostosopimuksen erotuksen yhtiö voi kirjata kokonaan voitoksi (Stirkkinen).

Näin tehdessään Finnair on kuitenkin joutunut osoittamaan tilintarkastajalle, että kyseessä olleet leasingsopimukset olivat markkinahintaisia. Mahdollista olisi myös se, että jokainen leasingmaksu on aina vähän kalliimpi, mikä johtaisi sellaiseen nykyarvoon ettei voittoa syntyisi. (Stirkkinen.)

Tärkeätä on ymmärtää myös koneen elinkaari (lifetime) ja tämä ei periaatteessa tarkoita pelkästään sitä, kuinka uusi lentokone on, vaan siihen vaikuttaa myös koneen teknologia. Teknologia vaikuttaa esimerkiksi siihen, paljonko kone kuluttaa polttoainetta, millä on taas tällä toimialalla huomattava merkitys. Voidaan ajatella, että lentokone on pohjimmiltaan kassavirtaa tuottava tuotannontekijä ja kassavirran tuotto-ominaisuudet vaikuttavat koneen arvoon. Merkitystä on siis sillä, missä kohtaa koneen teknologista elinkaarta lentoyhtiö tekee koneesta SLB-sopimuksen. Tämä vaikuttaa sopimuksen arvoon. (Stirkkinen.)

Koneen käyttöikäkin (useful life) on merkittävä tekijä, kun ajatellaan SLB-sopimusta. Jos tehdään SLB-sopimus, joka koskee teknologisesti uutta lentokonetta, niin se on helpohkoa, sillä koneella tulee olemaan tietynlainen jäännösarvo esimerkiksi noin 40 – 60 % alkuperäisestä arvosta. Jatkovuokrien suuruuteen vuodesta 10 - 15 tai vuodesta 20 eteenpäin vaikuttaa esimerkiksi se, minkälaisessa fyysisessä kunnossa lentokone on palautettava (returned condition). Returned condition onkin erittäin tärkeä osa leasing-sopimusta, sillä jos lentoyhtiö ei noudata koneen fyysiseen kuntoon liittyviä sopimuskohtia, se joutuu maksamaan korvauksia vuokraajalle. (Stirkkinen.)

#### 4.2.3. Muita näkökohtia

Tähän lukuun on koottu haastateltavien esittämiä näkemyksiä muutamiin haastattelulomakkeella esitettyihin sellaisiin kysymyksiin, jotka he ohittivat joko maininnalla tai vain yksi haastateltava vastasi syvällisemmin.

Teoriassa puhutaan *verokannustimista*, joilla tarkoitetaan niitä verohyötyjä, joita SLB-järjestely voi synnyttää. Teoriaosuudessa tarkasteltiin verotusta myös toisella tavalla ja tuotiin esiin ongelmia, jotka liittyvät kansainvälisten yritysten verotukseen. Nämä yritykset voivat soveltaa sellaisia verosuunnittelustrategioita, joiden avulla yritykset voivat käyttää hyväkseen verosäännöstöissä olevia aukkoja ja eri maiden verolakien yhteensopimattomuutta (BEPS). Lahti totesi tähän, että SLB:n avulla on hyvä rahoittaa suuria hankintoja ja niihin liittyy varmasti verokikkailua. Järjestelyt ovat monimutkaisia ja joissain järjestelyissä voi olla mahdollista vähentää korot kahteen kertaan, toisen kerran Suomessa ja toisen kerran jossakin toisessa maassa.

Veroedut voivat tehdä SLB-järjestelyn hyvinkin kilpailukykyiseksi. Toisessakin vastauksessa viitattiin kansainväliseen verosuunnitteluun ja sen tuomiin mahdollisuuksiin liittyen eri maiden erilaiseen verolainsäädäntöön ja SLB-rahoitukseen (Angervuo).

Yksi haastateltavista totesi, ettei tunne verotusta, eikä näin ollen vastannut kysymykseen (Turunen.) Muutenkaan tähän kysymykseen ei otettu niin syvällisesti kantaa, mikä saattoi johtua siitä, että ajateltiin veroasiantuntijoiden hallitsevan tarkemmin tämän aihealueen sisällön. Yksi haastateltavista totesi, että kun omistaa laitteen, niin silloin saa tehdä poistoja ja tätä kautta pienentää verotettavaa tulosta. Jos hankinta on tehty velkarahalla, niin lainan korot ovat verotuksessa vähennyskelpoisia. Sen sijaan SLB-rahoitus tuo tuloslaskelmaan vuokratulot, jotka kyllä ovat nekin verotuksessa vähennyskelpoisia. (Pietarinen).

*Informaation epäsymmetria* -kysymykseen saadut vastaukset osoittavat, että sen sisältö ymmärrettiin eri tavoin. Kysymyksellä viitattiin mm. siihen, että yrityksen johdolla on enemmän tietoa kuin omistajilla. Lahti toteaa informaation epäsymmetriasta SLB-järjestelyn yhteydessä, että näitä järjestelyitä tekevät isot yritykset ja ”.. pääseeköhän siellä isoa informaation epäsymmetriaa tapahtumaan” (Lahti.) Hän toteaa myös, että SLB-sopimukset ovat hyvin spesifisiä ja niiden laatiminen edellyttää paljon erityistä ammattitaitoa. Angervuo toteaa sen sijaan, että toimet ovat niin monimutkaisia, ettei informaatio ole aina symmetrinen. Hän jatkaa: ” ... kuvittelisin, ettei Finnairin leasingsopimusta ole kirjoitettu yhdelle A4:lle. Jos esitellään sitä johtoryhmälle, niin talousjohtaja voi olla erittäin tarkkana ja markkinointi ei niinkään”.

*Kovenantteihin* liittyvään kysymykseen saatiin myös vähän vastauksia. SLB nähtiin kyllä mahdollisena ratkaisuna välttää kovenantit, koska SLB:n avulla lainaan sidotut tunnuslukujen arvot eivät muuttuisi. Jos on velkarahaa pankista, niin siihen liittyy kovat ehdot, ja jos tunnusluvut alkavat näyttämään huonolta, saattavat lainat tulla heti maksuun (Turunen). Angervuo toteaa, että kovenantit ovat tulleet IFRS:n mukana. Yhtiön pitää kertoa sijoittajalle, millaisia kovenantteja yhtiöllä on, miten ne erääntyvät ja mikä on niiden merkitys. Angervuo jatkaa, että etenkin velkaisen yhtiön osalta on tärkeä katsoa kovenanttien sisältö. Finnairilla on olemassa operatiivisia

kovenantteja, jotka voivat liittyä mm. siihen, mihin kone saa lentää, ei esimerkiksi sotatila-alueille, tai siihen, että koneen pitää olla tietyssä kunnossa tai konetta ei saa vuokrata edelleen. Näiden kovenanttien tarkkailu toteutuu raportoinnin kautta (Stirkkinen).

Uusi vuonna 2019 voimaan astuva *IFRS 16* tuo vuokrat taseeseen velaksi. Haastateltavien mielestä on luontevaa, että vastuut tuodaan taseeseen, koska ne ovat velkoja, jotka pitää maksaa. Tämä tuo läpinäkyvyyttä. Leasingvastuut ilmoitetaan toki jo tänäkin päivänä, joten tähän ei liity mitään dramaattista muutosta. (Lahti). Koska vuokratut koneet joudutaan laittamaan taseeseen samalla tapaa kuin ne koneet, jotka yhtiö omistaa, tämä tulee vaikuttamaan taseesta laskettaviin tunnuslukuihin. (Turunen). Lentoyhtiöiden osalta Stirkkinen toteaa, että tulee olemaan mielenkiintoista, miten lentoyhtiöitä tullaan vertaamaan toisiinsa, koska toisilla on enemmän off balance sheet -eriä kuin toisilla. Miten laskentakäytännöt tullaan harmonisoimaan tältä osin, herättää myös kysymyksiä. Merkittävää tulee olemaan myös se, millä korkokannalla nämä erät viedään taseeseen ja minkä pituiseksi määritellään vuokratuottoa mahdollisesti seuraavat jatkokaudet. Stirkkinen näkee asian niin, että juuri edellä mainituista kysymyksistä tullaan käymään tulevaisuudessa paljon keskustelua tilintarkastajien ja finanssivalvonnan kanssa.

Haastateltavat ohittivat vain maininnoilla *konkurssin* välttämisen SLB-järjestelyn avulla. Turunen totesi, että joskus joillekin yrityksille SLB voi olla ainoa keino, jotta päästään eteenpäin. Angervuon näkemyksen mukaan joskus sesonkitavaraa valmistavassa yrityksessä, esimerkiksi toimialalla, jossa valmistetaan suksia, on voitu välttää konkurssi leasingin avulla.

#### 4.2.4. Sale and leasebackin hyödyt ja haitat

Tässä luvussa käsitellään SLB-rahoituksen hyötyjä ja haittoja. Esitellään siis haastateltavien esittämiä sellaisia hyötyjä ja haittoja, joita ei ole tuotu esille aiemmin työssä.

SLB-rahoitus on tätä päivää pääomavaltaisille aloille, joissa on isot tekniset riskit. Vaihtoehtona olisi hakea rahaa osakkeenomistajilta ja jos ollaan kasvu-uralla, niin

rahaa pitäisi hakea lähes vuosittain. Tietyillä lentoyhtiöillä voi olla niin vähän omaa pääomaa, etteivät ne ehkä saa lainarahaa. Silloin ainut mahdollisuus on tehdä SLB-järjestely, jota voidaan pitää hyvänä vaihtoehtona velkarahalle. (Angervuo.)

Rahoituksen moninaisuus on hyvä asia ja siksi SLB-järjestely voi sopia joihinkin tilanteisiin hyvin ja sen avulla voi saada enemmän rahoitusta kuin pankkilainalla, koska pankki arvostaa kohteen paljon pienemmäksi. Vakuusarvo voi siis olla korkeampi kuin pankkirahoituksessa ja näin ollen järjestely tehostaa pääoman käyttöä. Tällöin yritys suostuu maksamaankin enemmän tästä rahoituksesta. Jos SLB-rahoitus on suuruudeltaan satoja miljoonia eli kyseessä on ison yrityksen järjestely, ne saavat myös verosuunnittelun kautta verotuksellista hyötyä. (Lahti.)

Suurin hyöty SLB-järjestelystä on se, että yritys pystyy käyttämään vapautuvia varoja vakuutena, jotakin tärkeämpää liiketointa varten (Lahti.) Myös Pietarinen pitää tärkeänä vakuusasiaa ja erityisesti kiinteistöissä vakuusarvoihin kiinnitetään huomiota. Yrityslainoissa ei saa kiinteistöstä 100 %:n vakuusarvosta lainaa, mutta SLB-rahoituksen kautta sen voi saada (Pietarinen.) Tähän samaan viittaa Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008 ja toteaa, että yksi merkittävä ero vakuudellisen velan ja SLB-sopimusten välillä on, että kiinteistö ei anna 100 %:n velkavakuutta. Tämä tarkoittaa, että käyttämällä SLB-järjestelyä, myyjä saa 25 % enemmän vapaata pääomaa verrattuna suoraan vakuudelliseen lainaan. (Grönlund, Louko & Vaihekoski 2008.) Myös yksi etu SLB-järjestelyssä on sen saatavuus, koska voi olla, että yritys ei saisi lainaa pankista johonkin sen toiminnassa elintärkeään (Lahti).

Yrityksen hallitus on asettanut tietyt omavaraisuusastetavoitteet, kun on yksityinen yritys ja käytännössä yksityisomistuksessa niin se sisältää omistajarahaa tai sitten pankkien tai muuta ulkopuolisten rahaa. Mutta voi olla, että yritys ei haluakaan rahaa sijoittajilta tai pankilta, koska ei haluta luovuttaa päätäntävaltaa muille, tällöin SLB-rahoitus on kysymykseen tuleva vaihtoehto. (Pietarinen.)

Kun yritys on saanut SLB-järjestelyllä vapautettua pääomaa, se saa samalla kevyemmän taseen ja näin sen tunnuslukuarvot muuttuvat. Riski on myös pienentynyt, koska omistetun omaisuuden arvon vaihtelulta vältytään. Jos yritys

omistaa kiinteistön, on hyvä, jos sen arvo nousee, mutta samalla syntyy verovelkoja. Näin ei käy, jos kiinteistö on hankittu SLB-järjestelyn kautta. (Turunen.)

Turunen totesi, että seuraava on pieni nyanssi, mutta on niinkin, että SLB-järjestely yksinkertaistaa yrityksen laskentaa, koska yrityksellä on näin yksi hallinnollinen asia vähemmän. Myöskin toimintaan liittyvien maksujen ennakoitavuus on tärkeää. Tämä helpottaa budjetointia ja kassanhallintaa. (Angervuo.)

Haittana voi olla SLB-rahoituksen hinta. Hinta on yleinen syy, minkä vuoksi SLB-järjestelyä ei toteuteta. Sitä pidetään kalliina. (Lahti.) Toisaalta esimerkiksi lentokoneala on niin globaalilla markkinalla toimiva ala, että SLB on tehokas rahoituskeino ja varmasti sellainen järjestely, jota kaikki lentokonefirmat tekevät. Verrattuna siihen, että yritys ottaa itse lainan, siihen liittyvät korot ja mahdollisen teknisen riskin, niin ei leasingrahoitus ylihintaista ole, uskoisin näin. (Angervuo). Jos SLB-järjestely koskee taloudellisesti suurta kokonaisuutta, on se tehokas tapa rahoittaa toimintaa (Lahti). Lyhyet leasingsopimukset ovat kalliita ja pitkät halvempia. Jos joku lentoyhtiö alkaisi tehdä paljon lyhyitä leasingsopimuksia, voisi ihmetellä, mitä yrityksessä silloin tapahtuu. (Stirkkinen.)

Tärkeä kysymys SLB-järjestelyssä on se, kuka kantaa järjestelyyn liittyvän riskin. Riskiin vaikuttaa myös se, missä esimerkiksi kiinteistö sijaitsee, mikä taas vaikuttaa maksettavaan vuokraan, johon rahoittaja sisällyttää ilman muuta riskin siitä, onko kiinteistö sellaisella alueella, että siihen liittyvän sopimuksen voi tarvittaessa siirtää eteenpäin vai ei. (Pietarinen.)

Toinen riski liittyy vuokrauskohteen tekniseen riskiin, joka voidaan SLB-järjestelyn avulla siirtää vuokraajalle. Kun yritys toimii sellaisella alalla, jolle tulee nopeasti uutta teknologiaa vanhentuvan tilalle, voidaan SLB-järjestelyssä siirtää tämäkin riski leasingyhtiölle. (Angervuo.) SLB-järjestelyssä myös vuokra-ajan pituus voi olla riski. Yritys on tehnyt 7-10 vuoden vuokrasopimuksen rahoittajan kanssa, kuitenkin yritystoiminnan perusteet saattavat tänä aikana muuttua huomattavasti eikä vuokrattu kohde olekaan enää toiminnan kannalta oikea mutta sopimuksesta ei pääse ainakaan ilman sanktioita eroon. (Pietarinen.)

Lentokoneliikenteessä SLB-järjestelyn avulla voidaan poistaa koneen arvoon liittyvä jäännösarvoriski, jota Stirckinen pitää tärkeänä, mutta hän toteaa kuitenkin, että riski toisaalta vain muuttaa muotoaan, koska leasingmaksuihin pitää jatkossa löytyä kassasta aina tietty summa rahaa. Lainasta pääsee irti maksamalla vähän sakkoa mutta leasingrahoitukseen on sitouduttu koko sopimusajalle. SLB-rahoituksessa käytännössä maksat jäljellä olevien vuokrien nykyarvoa tai jopa nimellishintaa, joka on karua, koska siinä on jäännösarvoriski ja jäljellä olevien vuokramaksujen riski eli niiden yhdistelmä.

On modernia, että osaan esimerkiksi lentokoneista käytetään SLB-järjestelyä, koska näin pienennetään teknistä, ikääntymis-, varaosa- ja tietotekniikkariskiä (Angervuo.) Tämän muotoinen rahoitus sopii kuitenkin paremmin suuriin hankkeisiin. Se vaatii osaamista ja kokemusta. Pitää pystyä arvioimaan riskit, esimerkiksi valuuttoihin liittyvät, mitkä voivat aiheuttaa yllätyksiä. (Angervuo.)

Ongelmallista on myös sopimusten ajallinen kesto, joka on yleensä pitkä, ja se, mitä toisaalta tapahtuu sinä aikana yritystoiminnassa. Tärkeää on, että yritystoiminnan kasvu ja rahoitus ovat sopusoinnussa. (Angervuo.) Voi käydä kuten Primulan tapauksessa, missä liiketoimintaa ei saatu kunnolla ollenkaan käyntiin ja yritys ajautui konkurssiin. Silloin riippuu sopimusehdoista kumpi osapuoli kärsii enemmän tappiota leasingistä, vuokraaja vai rahoittaja. Tai yritys on sopinut SLB-järjestelyn tavoitteena kasvaa ja sitten käykin niin, että rahat loppuvat ennen kuin kasvu todella käynnistyy. Toisaalta pitkä leasingisopimus voi siirtää rahoittajalle, riippuen tietysti sopimusehdoista, riskin kalliista teknisistä lisäkustannuksista tai riskin korkeasta inflaatiosta. Valuuttariskikin pitää ottaa huomioon, jos käytetään muita valuuttoja kuin euroa. Toisaalta leasingin globaalit yhtiöt osaavat hinnoitella varmasti oikein, ja voi olla myös, että valuuttariski on siirretty vuokralle ottajalle. (Angervuo.)

Moni haastateltavista viittaa riskien osalta siihen, että on tärkeää neuvotella sopimus tarkasti ja käyttää siinä apuna ammattilaisia: ”...Huonosti neuvoteltu sopimus voi käydä kalliiksi. Pitää tietää, mitä on ulkoistamassa” (Turunen.)

#### 4.2.5. Markkinareaktiot

Grönlund, Louko ja Vaihekoski (2008) tutkivat SLB-sopimuksen julkistamisen aiheuttamaa markkinareaktiota julkisesti noteerattujen eurooppalaisten yritysten arvoon vuosien 1998 ja 2004 välillä. Tutkimuksen hypoteesina on, että SLB-järjestelyllä on keskimäärin positiivinen vaikutus osakkeen hintaan ja nämä reaktiot ovat sitä suuremmat mitä suurempaa yrityksen omaisuuden osaa järjestely koskee. Tutkimus osoitti, että SLB-ilmoituksella on positiivinen vaikutus yrityksen arvoon. Samaan päätyivät myös Slovin, Sushka ja Poloncheck (1990).

Whitby (2012) tutki markkinareaktioita eri alojen SLB-liiketoimien yhteydessä. Keskivertoyritykselle, joka tekee SLB-sopimuksen ja ilmoittaa siitä, syntyy positiivinen merkittävä markkinatuotto. Tutkimus osoitti myös, että markkinat reagoivat positiivisemmin kiinteistöihin liittyviin liiketoimiin.

Potentiaali kurssinousulle on huomattava, kun kyseessä on erittäin iso järjestely ja hyvään hintaan. Esimerkiksi jos Finnair ei ole tehnyt lentämällä rahaa, niin hyvillä konekaupoilla varmasti. Lentokoneiden hinnat varmaankin nousevat keskimääräistä inflaatiota nopeammin, koska koneet ovat teknisesti hyvin monimutkaisia ja suuret tilausmäärät voisivat ennustaa, että koneiden jälleenmyyntihinnat pysyvät korkeina. Tämä on molemmille osapuolille tuottoisa näkymä eli osakekurssin pitäisi nousta. SLB voi olla osakekurssille huonokin asia, jos on jouduttu esimerkiksi paperikoneesta tekemään SLB-järjestely, kun muualta ei saatu rahaa. (Angervuo.)

Sijoittajat sijoittavat aina mieluummin yhtiöön, jonka laatu on helpommin tunnistettavissa eli yhtiöllä on omat koneet, henkilökunta jne. Näin ollen yhtiö ei voi käyttää SLB-järjestelyä koko lentolaivastoon, vaan osa pitää omistaa itse. SLB:n avulla yritys kuitenkin hajauttaa riskejä ja saa rahaa halvemmalla kuin esimerkiksi sijoittajalta, joka odottaa esimerkiksi 5 %:n tuottoa. SLB on yritykselle modernia toimintaa. (Angervuo.)

Jos ostetaan 100:lla ja myydään 100:lla, niin ollaan ostettu aivan markkinahintaan ja myydään markkinahintaan, joten kurssireaktiota ei pitäisi tulla. Korkeintaan silloin voisi tulla kurssireaktio, jos yhtäkkiä yritys muuttaisi painopistettään ja alkaisi tehdä



SLB-järjestelyitä enemmän kuin mikä olisi tavanomaista. Yritys ei mieti sijoittajia ja markkinareaktiota, tosin epäsuorasti kylläkin, koska yritys hakee parasta ja järkevintä ratkaisua. Sijoittaja ei aina näe tätä, koska sopimusten aikahorisontti on niin pitkä. (Stirkkinen.)

#### **4.3. Yhteenveto tutkimustuloksista**

Tähän lukuun on koottu haastatteluista tehdyt tärkeimmät havainnot.

SLB-rahoitusta pidettiin nykyaikaisena tapana rahoittaa yritystoimintaa ja sitä voi pitää vaihtoehtona velkarahalle. Finnair Oyj:n haastattelu osoitti, että se on osa yrityksen jokapäiväistä rahoitusstrategiaa. SLB mahdollistaa yritykselle monipuolisemman rahoitusrakenteen talouden syklien mukaan, noususuhdanteessa SLB vapauttaa pääomia uusien koneiden hankintaan ja laskusuhdanteessa, jos sopimusten päätöksentekopisteet on jaoteltu järkevästi, on mahdollista luopua ylimääräisestä konekalustosta tai jälleenvuokrata niitä. Laina ja SLB eroavat siinä toisistaan, että lainaajan päättyessä lentokoneen omistusoikeus siirtyy rahoittajalta lentoyhtiölle, joten jos yhtiölle ei ole enää tarvetta kyseiselle koneelle, voidaan se myydä eteenpäin markkinoille. SLB-sopimuksen päättyessä lentokone palautuu vuokraajalle, jonka huoleksi jää koneen jälleenkäyttö.

Rahoitustarve oli kaikkien haastateltavien mielestä ensisijainen syy toteuttaa SLB-järjestely. Kirjallisuudessa on todettu, että rahoitustarve voi olla lyhytaikaista tai pitkäaikaista. Jos yrityksellä on pulaa likviditeetistä, niin silloin voidaan SLB-järjestelyllä irrottaa rahaa olemassa olevasta kiinteistöstä tai konekannasta. Yleensäkin pääoman vapauttaminen taseesta johonkin muuhun tarkoitukseen oli haastateltavien mielestä tärkein syy toteuttaa SLB-järjestely. Voi myös olla, että yritys ei halua sitoa pääomaa ja siksi toteuttaa SLB-järjestelyn. Konkurssilta välttymistä ei nostettu erityisesti esille syyksi tehdä SLB.

Yleinen taloudellinen tilanne voi olla sellainen, että pääomasta on pulaa, joten rahoitusta ei ole helppo saada, tai lainan vakuusvaatimukset ovat sellaiset, että on houkuttelevampaa toteuttaa SLB-järjestely. Aiemmin oli selvemmin aitoa pankkirahoitusta, nykyään rahan hakeminen on monipuolistunut.

Tärkeänä pidettiin myös SLB-järjestelyyn liittyvää vakuusasiaa, koska yrityslainoissa ei saa esimerkiksi kiinteistöstä 100 %:n vakuusarvosta lainaa, mutta SLB-rahoituksen kautta sen voi saada. Tämä tarkoittaa, että käyttämällä SLB-järjestelyä yritys saa 25 % enemmän vapaata pääomaa verrattuna suoraan vakuudelliseen lainaan.

Haastateltavat olivat sitä mieltä, että useimmiten kooltaan suuret yritykset tekevät SLB-järjestelyitä ja ne liittyvät lähinnä suurten yritysten rahoitusvaihtoehtoihin. Tämä saattaa johtua ihan siitäkin, että lyhyet leasing sopimukset ovat kalliimpia ja pitkät halvempia. Tosin SLB-rahoituksen hinnan suhteen oltiin toisaalta sitä mieltä, että se on kallista, mutta todettiin myös, että esimerkiksi lentokoneliiketoiminta on. Mutta tilanteessa, jolloin yritys ei halua antaa päätösvaltaa asioissaan rahoittajalle tai halua lisää rahaa osakkeenomistajilta, voi pienempikin perheyritys käyttää SLB-rahoitusta lainarahan tai osakeannin sijaan.

Haastateltavat halusivat nostaa esiin SLB-rahoitukseen liittyvät riskit: Sopimukseen liittyvä ajallinen riski, kiinteistöön liittyvä sijaintiriski, tekniseen kehitykseen liittyvä riski, leasingmaksuihin ja niiden kassastamaksuihin liittyvä riski. Näihin kaikkiin pitää varautua ja haastateltavat kehittivätkin SLB-järjestelyä toteuttavaa yritystä käyttämään aina asiantuntijoita SLB-sopimusten laadintaan, koska sopimukset ovat monimutkaisia. Lentokoneliikenteen osalta on huomattava, että SLB-järjestelyn avulla voidaan poistaa koneen arvoon liittyvä jäännösarvoriski.

Haastateltavat eivät olleet verotuksen asiantuntijoita, mutta tässä yhteydessä viitattiin kuitenkin kansainväliseen verosuunnitteluun ja sen tuomiin mahdollisuuksiin liittyen eri maiden erilaiseen verolainsäädäntöön ja SLB-rahoitukseen. Mahdolliset veroedut voivat tehdä SLB-järjestelyn kilpailukykyiseksi.

Informaation epäsymmetriaan liittyvään kysymykseen saatiin hyvin erilaisia vastauksia, koska kysymys ymmärrettiin hyvin eri tavalla. Toisaalta oltiin sitä mieltä, että informaation epäsymmetriaa ei voi syntyä, koska järjestelyt ovat arvoltaan suuria ja sopimusten laatiminen edellyttää erityistä ammattitaitoa ja toisaalta nähtiin, että nämä ovat niin monimutkaisia järjestelyitä, ettei informaatio ole aina symmetrinen.

SLB-järjestely nähtiin mahdollisuutena välttää lainaan sidottujen kovenanttien laukeaminen, koska sen avulla saadaan tunnuslukujen arvot pysymään lainaehtojen mukaisina. Vuonna 2019 voimaan astuvaa IFRS 16 pidettiin hyvänä: se tuo vastuut taseeseen ja edesauttaa läpinäkyvyyttä. Lentoyhtiöiden osalta todettiin, että standardi tulee aiheuttamaan paljon keskustelua tilintarkastajien ja finanssivalvonnan kanssa.

Markkinareaktioista oltiin sitä mieltä, että potentiaali osakkeen kurssinousulle on olemassa, jos SLB-järjestely on kooltaan suuri ja se on tehty hyvään hintaan. Esimerkiksi Finnair Oyj on tehnyt hyvin rahaa konekaupoilla. Mutta SLB voi olla osakekurssille huonokin asia, jos on jouduttu esimerkiksi paperikoneesta tekemään SLB-järjestely, koska muualta ei ole saatu rahaa. Myös sellainen mielipide esitettiin, että SLB ei aiheuta markkinareaktioita, ellei yritys sitten turvaudu jatkuvasti pelkästään tähän rahoitusmuotoon. Silloin sillä voi olla negatiivinen vaikutus yrityksen arvoon. Yritys ei mieti rahoitusratkaisujaan tehdessään markkinareaktiota vaan se pyrkii tekemään yrityksen näkökulmasta parhaan ratkaisun. SLB:n markkinavaikutuksia koskevaan kysymykseen saatiin vain vähän vastauksia.

## 5 LOPPUYHTEENVETO

Tämän pro gradu -tutkielman tavoitteena oli selvittää, mitkä syyt johtavat yritystoiminnassa SLB-rahoitusmuodon käyttöön? Tutkimuksen tavoitteena oli myös tarkastella sitä, minkälaisia markkinavaikutuksia teorian mukaan SLB-rahoitusmuodon käyttöönotto aiheuttaa ja tuoda esille asiantuntijoiden näkemyksiä näistä vaikutuksista.

Tutkimuskysymyksiin liittyvää teoriaa haettiin alan tieteellisestä kirjallisuudesta ja artikkeleista. Tutkimuksen empiirinen osuus toteutettiin haastatteluin, joiden avulla pyrittiin löytämään näyttöä siitä, mikä tai mitkä asiantuntijoiden esittämistä perusteluista peilaantuvat teoriassa esitettyihin syihin ja millaisia näkemyksiä asiantuntijoilla on SLB-järjestelyn markkinavaikutuksista. Haastateltavat edustivat erilaista asiantuntijuutta ja kokemusta. Joidenkin kysymysten osalta oltaisiin saatu ehkä hieman erilaisia vastauksia, jos haastateltava olisi edustanut esimerkiksi pankkeja tai vakuutusyhtiöitä.

Tutkimuksen empiirinen osuus osoitti, että asiantuntijoiden esiin nostamat syyt ovat yhteneviä teoriassa esitettyihin syihin toteuttaa SLB-järjestely. Toisin sanoen tutkimustulokset peilaavat teoriassa esitettyjä SLB-järjestelyyn liittyviä syitä, mutta kaikkiin kysymyksiin ei saatu kuitenkaan laajoja vastauksia tai niihin viitattiin vain maininnalla. Voi olla, että tämä johtui siitä, että haastateltavilla ei ollut juuri sen alan asiantuntijuutta, mikä tuli esille erityisesti verotuskysymyksen kohdalla tai kun mietittiin SLB-ilmoituksen markkinavaikutuksia. Finnair Oyj:n edustaja totesikin markkinavaikutuksiin liittyvän kysymyksen kohdalla, että tavoitteena on hakea yritykselleärkevin ratkaisu, vaikka välillisesti kyllä mietitään sijoittajiakin.

Tutkimus osoitti, että SLB-rahoitus on yksi käytettävissä oleva vaihtoehto rahoittaa yrityksen toimintaa ja näin se monipuolistaa rahoitusvaihtoehtoja. Haastateltavien mielestä tärkein syy toteuttaa SLB-järjestely on pääoman vapauttaminen muuhun tarkoitukseen. Syyksi nähtiin se, että ei haluta velkaantua lisää, ei haluta rahaa omistajiltakaan tai muuta rahaa ei ole saatavilla. SLB-rahoituksen katsottiin sopivan suurille yrityksille, koska järjestelyn toteuttaminen vaatii aina asiantuntijuutta.

Huomiota kiinnitettiin myös SLB-järjestelyyn liittyviin riskeihin, jotka pitää tunnistaa.

Seuraavaksi tarkastellaan tämän pro gradu -tutkielman luotettavuutta ja pätevyyttä.

”Tutkimuksessa pyritään välttämään virheiden syntymistä, mutta silti tulosten luotettavuus ja pätevyys vaihtelevat” (Hirsijärvi, Remes & Sajavaara 2013). Tutkimuksen reliiabelius tarkoittaa tutkimustulosten toistettavuutta ja validius tarkoittaa tutkimusmenetelmän kysyä mitata juuri sitä, mitä on tarkoituskin mitata. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa reliiabelius ja validius ovat saaneet erilaisia tulkintoja. (Hirsijärvi, Remes & Sajavaara 2013).

Jos nyt tehty tutkimus toistettaisiin ja haastateltaisiin samoja henkilöitä, päädyttäisiin samoihin päätelmiin. Nyt haastateltavia oli viisi. Jos haastateltavien joukkoa kasvatettaisiin ja he edustaisivat useampaa toimialaa ja ennen kaikkea toimialoja, jotka tekevät usein SLB-järjestelyjä, olisivat tutkimustulokset varmasti samansisältöisiä, mutta ehkä saataisiin tarkempaa tietoa esimerkiksi siitä, minkä hintaisia SLB-järjestelyt ovat tai mikä on niiden euromääräinen arvo. Nyt saadut vastaukset myös esimerkiksi SLB-järjestelyn hinta-arvioon olivat vastakkaisia. Olisi ollut myös olennaista saada pankin tai vakuutusyhtiön edustajan haastattelu, mutta haastattelupyyntöihin ei koskaan saatu vastausta. Samoin Keskon tai UPM:n edustaja olisi ollut tärkeä haastattelun kohde, mutta käytettävissä olleen ajan vuoksi ei ollut enää mahdollisuutta pyytää haastatteluja. Tietysti täytyy myös ottaa huomioon se, että SLB-järjestelyyn liittyvät tiedot ovat usein salaisia, joten ihan tarkkoja vastauksia ei ehkä olisi kuitenkaan saanut. Tutkielman tutkimustulokset ovat vain suuntaa antavia ja ne kuvaavat haastateltavien käsitystä asiasta, mutta koska haastateltavien joukko oli pieni, ei tutkimustuloksia voida pitää yleispätevinä.

Mielenkiintoisena jatkotutkimusalueena voisi pitää SLB-sopimuksiin sisältyviä juridisia kysymyksiä ja niiden tarkastelua sekä vuokralle ottajan että rahoittajan näkökulmasta. Toinen jatkotutkimuskohde voisi olla, IFRS 16 tultua voimaan, tutkia, vaikuttaako se yritysten päätöksiin toteuttaa SLB-järjestely. IFRS tulee muuttamaan yrityksen tilinpäätöksestä laskettavia tunnuslukuja, joten olisi mielenkiintoista tietää, miten niiden arvot muuttuvat. SLB-järjestelyyn liittyvät markkinavaikutukset jäivät

tässä tutkimuksessa vähälle huomiolle. Tähän liittyvä tutkimusalue olisi kiinnostava. Tosin Suomessa on ehkä liian vähän julkisesti noteerattuja yhtiöitä, joiden markkina-arvoon SLB-rahoitus vaikuttaa ja siksi tutkimus edellyttäisi tutkimuksen laajentamista koskemaan laajempaa aluetta. Näin tekivät juuri Grönlund, Louko ja Vaihekoski (2008) tutkiessaan SLB-sopimuksen julkistamisen aiheuttamaa markkinareaktiota julkisesti noteerattujen eurooppalaisten yritysten arvoon.

## LÄHTEET

- Aaltola, J ja Valli, R. (2010). *Ikkunoita tutkimusmetodeihin* (3. uudistettu ja täydennetty painos). Juva. PS-Kustannus.
- Alhola, K. & Lauslahti, S. (2002). *Laskentatoimi ja kannattavuuden hallinta* (1.-2. painos). Vantaa. WSOY.
- Allen, M. T., Rutherford, R. C. & Springer, T. M. (1993). The wealth effects of corporate real estate leasing. *Journal of Real Estate Research* 8(4), 567.
- Angervuo, H. (2016). Salkunhoitaja, eQ varainhoito. Haastattelu 10.11.2016.
- Barris, R. (2002). Sale-leasebacks move to the forefront: What is motivating buyers and seller and what are their preferred methods? *Briefings in Real Estate Finance* 2(2), 103.
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance* (Third Edition). Harlow. Pearson Education
- Bierman, H., Jr. (1982). *The Lease Versus Buy Decision*. New Jersey. Prentice-Hall.
- Bowman, R. G. (1980). The debt equivalence of leases: An empirical investigation. *Accounting Review* 55(2), 237.
- Brealey, R., Myers, S. & Allen, F. (2006). *Corporate Finance* (Eighth Edition). New York. McGraw-Hill.
- Copeland, T., Weston, J. & Shastri, K. (2005). *Financial Theory and Corporate Policy* (4<sup>th</sup> edition). Boston: Education Inc.
- Eisfeldt, A. L. & Rampini, A. A. (2009). Leasing, ability to repossess, and debt capacity. *Review of Financial Studies* 22(4), 1621-1657.
- Elinkeinoverolaki 1968/360
- Ellimäki, P. (2016) *Transition to IFRS 16 Leases and its Impact on Key Financial Ratios for Construction Companies in Finland*. Bachelor's Thesis. Haaga-Helia amk. Helsinki.
- Engblom, J. (2003). *Liikeriskit – Luonne, lajit ja riskikentän mallintaminen*. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja. Sarja Ae-2:2003. Turku.  
[https://www.doria.fi/bitstream/handle/10024/96678/Ae2\\_2003.pdf?sequence=2](https://www.doria.fi/bitstream/handle/10024/96678/Ae2_2003.pdf?sequence=2).  
 Luettu 30.12.2016
- Ezzell, J. R. & Vora, P. P. (2001). Leasing versus purchasing: Direct evidence on a corporation's motivations for leasing and consequences of leasing. *Quarterly Review of Economics and Finance* 41(1), 33-47.

- Fisher, L. M. (2004). The wealth effects of sale and leasebacks: New evidence. *Real Estate Economics* 32(4), 619-643.
- Friedman, R. (2015). Sale/Lease Back Deals Catch on. *The Wall Street Journal* 11.8.2015.
- Grönlund, T., Louko, A. & Vaihekoski, M. (2008). Corporate real estate sale and leaseback effect: Empirical evidence from Europe. *European Financial Management* 14(4), 820-843.
- Hirsjärvi, S. & Hurme, H. (2010) *Tutkimushaastattelu*. Helsinki: Gaudeamus.
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. (2013) *Tutki ja kirjoita* (15.-17.painos). Helsinki: Tammi.
- Van Horne, J. & Wachowicz, J. Jr. (2008) *Fundamentals of Financial Management* (13<sup>th</sup> edition). Harlow. Pearson Education Ltd.
- Hukkinen, J., Kajanoja, L., Kerola, E., Mäki-Fränti, P., Pylkkönen, P. & Vauhkonen, J. (2015). Mistä investointien vaimuus johtuu? Euro ja talous. Suomen Pankin julkaisu. Saatavilla: <http://www.eurojatalous.fi/fi/2015/artikkelit/mista-investointien-vaimuus-johtuu/> Viitattu 15.12.2016.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- Jormakka, R., Koivusalo, K., Lappalainen, J. & Niskanen, M. (2015). *Laskentatoimi*. Keuruu. Edita.
- Kasanen, E., Koskela, M., Leppiniemi, J., Puttonen, V. & Virtanen, K. (1996). *Laskentatoimen ja rahoituksen perustiedot*. Keuruu. Ky-Palvelu Oy.
- Kettunen, P. (1963). *Ekonomia lehti* 1/1963, 129-134.
- Kirjanpitolaki (30.12.2015/1620)
- Krishnan, V. S. & Moyer, R. C. (1994). Bankruptcy costs and the financial leasing decision. *FM: The Journal of the Financial Management Association* 23(2), 31-42.
- Lahti, A. (2016) *Toimitusjohtaja*, Icecapital pankkiiriliike Oy. Haastattelu 16.12.2016.
- Laitila, M. (2011). *Primula murenee*. *Talouselämä*. 42/2011.
- Lauriala, J. (2008). *Rahoitusstrategia – modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet*. Juva: WSOYpro



- Lentoposti (2013). Finnair järjestee kaukoliikennekoneiden myyntiä leasing-yhtiölle. 13.12.2013.  
[http://www.lentoposti.fi/uutiset/finnair\\_jarjestee\\_kaukoliikennekoneiden\\_myyntia\\_leasing\\_yhtiolle](http://www.lentoposti.fi/uutiset/finnair_jarjestee_kaukoliikennekoneiden_myyntia_leasing_yhtiolle). Luettu 13.1.2017
- Leppiniemi, J. (2005). *Rahoitus* (4. uudistettu painos). Helsinki.WSOY.
- Lewis, C. M. & Schallheim, J. S. (1992). Are debt and leases substitutes? *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 27(4), 497-511.
- Mueller,L. (2013). LCCs profit from sales and leaseback strategy. *Flight Global*. 20.5.2013
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39(3), 575-592.
- OECD Home. Centre for Tax Policy and Administration. Base erosion and profit shifting. <http://www.oecd.org/ctp/beps/>. Luettu 12.01.2017
- Pekkarinen, P. (2016). IFRS 16 Vuokrasopimukset tuo vuokrat taseisiin.  
<http://www.suomentilintarkastajat.fi/blogi/talouden-ammattilaiset/ifrs-16-vuokrasopimukset-tuo-vuokrat-taseisiin>. Luettu 18.12.2016
- Pietarinen, J. (2016) Toimitusjohtaja, Masino Group Oy. Haastattelu 28.12.2016
- Prihti,A. (1975) Konkurssin ennustaminen taseinformaation avulla.  
 Väitöskirjatutkimus. Helsingin kauppakorkeakoulu 1975, Series A:13. Helsinki
- Pulliainen, J. (2014) Sale and leaseback -syitä, seurauksia ja markkinavaikutuksia. Kandidaatintutkielma. Oulu yliopisto, Oulu
- Richard, P (2003) Corporate property sale and leaseback securitisation. *Real Estate Finance an International Journal*. Volume 3, Issue 2, 113-128
- Riistama, V & Jyrkkiö, E. (1995) *Operatiivinen laskentatoimi* . Porvoo:WSOY
- Rutherford, R. (1990). Empirical Evidence on Shareholder Value and the Sale-Leaseback of Corporate REAL Estate. AREUEU Journal, VOL. 18, NO. 4, 1990.
- Salmi,I.( 2012). *Mitä tilinpäätös kertoo*).Porvoo.Edita.
- Schallheim, J., Wells, K. & Whitby, R. J. (2013). Do leases expand debt capacity? *Journal of Corporate Finance* 23 368-381.
- Sharpe, S. A. & Nguyen, H. H. (1995). Capital market imperfections and the incentive to lease. *Journal of Financial Economics* 39(2-3), 271-294.
- Sirmans, C. F. & Slade, B. A. (2010). Sale-leaseback transactions: Price premiums and market efficiency. *Journal of Real Estate Research* 32(2), 221-241.

- Slovin, M. B., Sushka, M. E. & Polonchek, J. A. (1990). Corporate sale-and-leasebacks and shareholder wealth. *Journal of Finance* 45(1), 289-299.
- Smith, J., Clifford, W. & Wakeman, L. M. (1985). Determinants of corporate leasing policy. *Journal of Finance* 40(3), 895-908.
- Stirkkinen, M. (2016) Revenue Management and Pricing, Finnair Oyj. Haastattelu 16.12.2016.
- Tilisanomat (2017) Sale and leaseback –järjestely. (<http://tilisanomat.fi/content/sale-and-lease-back-jarjestely>). Luettu 12.01.2017.
- Turunen, VP. (2016) Vice President Business Controlling, Metsä Board Oyj. Haastattelu 30.11.2016.
- Tuomola, H. (2016) Rahoitusleasingsopimuksella hankitun omaisuuden verotus. <https://uutishuone.pwc.fi/rahoitusleasingsopimuksella-hankitun-omaisuuden-verotus/>. Luettu 13.01.2017
- Uusitalo, I (2015). Rahoituksen lehtori, Haaga-Helia amk. Haastattelu 24.4.2015
- Webb, D. R. (1964). Is leaseback better financing than long-term debt? *Journal of Retailing* 40(4), 42.
- Wells, K. & Whitby, R. (2012). Evidence of motives and market reactions to sale and leasebacks. *Journal of Applied Finance* 22(1), 57-70.
- Whitby, R. (2012). Market Responses to Sale-and-Leasebacks.
- YK. Subcommittee on Base Erosion and Profit Shifting Issues for Developing Countries. [http://www.un.org/esa/ffd/tax/BEPS\\_note.pdf](http://www.un.org/esa/ffd/tax/BEPS_note.pdf). Luettu 12.01.2017

## LIITE 1

### Haastattelurunko/Joonas Pulliainen

#### Lähtökohta

**Silloin kun yritys toimii sellaisella toimialalla, joka vaatii erikoistyyppisen kiinteistön tai koneen, on mahdollista, että yritys ensin ostaa kiinteistön tai esimerkiksi lentokoneen, joka tämän jälkeen myydään ja sitten vuokrataan takaisin ostajalta. Kun toimitaan näin, on kyse sale and leaseback -sopimuksesta. Usein tällaiset sopimukset tehdään jo etukäteen ennen kuin esimerkiksi kiinteistö on rakennettukaan, koska näin toimittaessa yrityksellä on mahdollisuus rakennuttaa kiinteistö tai tilata lentokone omien tarkoituksien mukaisena. (Kettunen 1963.)**

Sales & Lease tapahtuma on käänteinen tavanomaiselle investointitapahtumalle.

Teen tätä opinnäytetyötä Oulun yliopiston kauppatieteiden maisterin tutkintoon liittyen. Pro gradu -tutkielman tutkimuskysymys on: Mitkä syyt johtavat yritystoiminnassa SLB-rahoitusmuodon käyttöön? Tutkimuskysymystä laajennetaan siten, että tarkastellaan myös sitä, miksi SLB-rahoitusta ei käytetä. Pääkysymyksen ohella kysytään myös sitä, minkälaisia markkinavaikutuksia SLB-rahoitusmuodon käyttöönottoon aiheuttaa. Tutkimus tarkastelee käsiteltävää asiaa yrityksen näkökulmasta. Pääsääntöisesti näin mutta joissakin kohdin asiaa voidaan tarkastella myös vuokran antajan näkökulmasta esim. tarkasteltaessa riskejä. (Tekstissä vuokralle ottajalle (yritys, joka ryhtyy SLB-järjestelyyn) ja vuokralle antaja (yritys/rahoittaja, joka toteuttaa järjestelyn).

Tutkielmatyön teoriaosassa esitetyt motiivit toteuttaa SLB-järjestely, pohjautuvat aikaisemmin tehtyihin tutkimuksiin.

Haastateltava \_\_\_\_\_

Yritys \_\_\_\_\_

Asema/tehtävä \_\_\_\_\_

## Haastattelukysymykset

Käsityksenne ja kokemuksenne mukaan, voitteko luetella muutamia tärkeimpiä syitä toteuttaa SLB-järjestely (Tämä kysymys ensin ennen kuin teorian nostamat motiivit on nostettu esille).

- 1) Mitkä mielestänne seuraavista, kirjallisuuden esiin nostamista syistä ovat tärkeimpiä/tärkein syy tehdä SLB-järjestely?

Mitä ajatuksia nämä syyt herättävät? Millaisiin tilanteisiin ne saattavat liittyä yrityksessä eli miten tähän tilanteeseen on jouduttu.

### I Yrityksestä nousevat syyt:

- a) likviditeettitarpeet
- b) pääomien niukkuus
- c) konkurssin uhka
- d) verotus
- e) Informaation epäsymmetria, joka tarkoittaa sitä, että yrityksen johto tietää jostakin asiasta enemmän kuin ulkopuolinen taho ts. vuokralle ottaja tietää jotakin yrityksestään enemmän kuin vuokralle antaja. Mitä tällainen tieto voisi olla? (esim. huono johto, jota rahoittaja (= vuokralleantaja) ei tiedä)
- f) Millaisia hyötyjä voisit nähdä SLB-järjestelyn tuovan yritykselle?
- g) Millaisia haittoja voisit nähdä SLB-järjestelyn tuovan yritykselle?

### II Muita näkökohtia (markkinat, sijoittajat, SLB-sopimus):

- a) Markkinareaktiot SLB-ilmoitukseen eli vaikutus yrityksen arvoon ja osakekurssiin.
  - Mitä mieltä olette, voiko SLB-ilmoituksella olla vaikutus yrityksen/osakkeen arvoon?
  - Ottavatko yritykset huomioon SLB-järjestelyä miettiessään sen, että SLB voi vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon?
- b) Miten sijoittajat (tai joku muu taho) saattavat reagoivat ilmoitukseen eli voiko SLB-ilmoitukseen kokemuksenne/käsityksenne mukaan liittyä vielä muitakin huomioon otettavia seikkoja/reaktioita?

- c) Mikä on mielestänne SLB-leasingsopimuksen ajallisen keston (vuosia) vaikutus yrityksen taloudelliseen arvoon.
- d) Mikä on SLB-järjestelyn ja tavanomaisen investoinnin kustannusero? Ajatuksianne tästä (Tähän voi vastata ehkä vain pankin/vakuutusyhtiön edustaja tai itse SLB-yritys)
- e) Ongelmakohdat SLB-järjestelyssä vuokralle ottajan näkökulmasta( ja/tai vuokralle antajan näkökulmasta?)

### III Muuta

- 2) Riskin merkitys sekä vuokralle ottajalle /vuokralle antajalle?

Mitä mieltä olette SLB-järjestelyyn liittyvistä riskeistä?

- 3) Kovenantit (esim. sopimusvakuuksissa on sovittu tietty velkaantumisaste, ja jos se rikkoutuu seuraa siitä esim. velan tiukemmat takaisinmaksuajat tai korkeampi korko. Näin ei käy kun tehdään SLB-järjestely, joka keventää tasetta.) Mitä ajatuksia tämä herättää?
- 4) Mikä merkitys on sillä, että IFRS 17 korvaantuu uudella standardilla IFRS 16:sta, joka liittyy vuokrasopimusten kirjanpitokäsittelyyn.
- 5) Mitä erilaisia näkökohtia pitää ottaa huomioon kun pohditaan, että SLB-rahoitus katsotaan vaihtoehdoksi velkarahalle?
- 6) Mitkä syyt voisivat selittää sitä, että yritykset eivät kuitenkaan aina ryhdy SLB-järjestelyyn.
- 7) Sopimuksen koko euroissa ja sopimuksen ajallinen kesto (pankilta, vakuutusyhtiöltä)
- 8) Muita näkökohtia