

TAMPEREEN YLIOPISTO

Taloustieteiden laitos

YRITYKSEN HALLITTU KASVU

Yrityksen taloustiede, laskentatoimi

Pro gradu- tutkielma

Elokuu 2005

Ohjaaja: Kari Neilimo

Janne Kyröläinen

Mika Lius

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto	Taloustieteiden laitos
Tekijät:	JANNE KYRÖLÄINEN, MIKA LIUS
Tutkielman nimi:	Yrityksen hallittu kasvu
Pro gradu- tutkielma	145 sivua, 13 liitesivua
Aika:	Lokakuu 2005
Asiasanat:	Yrityksen kasvu, hallittu kasvu, kannattavuus, vakavaraisuus, maksuvalmius, taloudelliset toimintaedellytykset, tilinpäätösanalyysi

Tutkimuksen aiheena on yrityksen kasvun tutkiminen taloudellisesta näkökulmasta. Tutkimuksessa tarkastellaan myös yrityksen taloudellisia toimintaedellytyksiä sekä niiden ja yrityksen kasvun välisiä riippuvuussuhteita. Kasvun ja taloudellisten toimintaedellytysten välisten riippuvuussuhteiden ymmärtäminen auttaa yritysjohtoa yrityksen kasvun hallitsemisessa ja voi luoda mahdollisuuden saavuttaa hallitun kasvun uran.

Tutkimusongelmana ja keskeisenä tavoitteena on selvittää, mitä tarkoitetaan yrityksen hallitulla kasvulla ja mitkä ovat yrityksen tosiasialliset kasvunhallintakeinot. Lähestymistavaksi on valittu taloudellinen lähestymistapa ja tutkimusongelmaa käsitellään yrityksen rahoittajien, lainanantajien ja osakkeenomistajien, näkökohdasta. Keskeisimpänä tavoitteena on muodostaa selkeä ja yksiselitteinen näkemys yrityksen kasvun tarkastelemiseksi taloudellisesta näkökulmasta sekä muodostaa kehys yrityksen kasvunhallintaan. Muodostetulla viitekehyksellä on tarkoitus tutkia valittujen neljän kohdeyrityksen kasvua ja kasvun hallinnan onnistuneisuutta.

Teoriaosassa esitetään, mitä yrityksen kasvulla, hallitulla kasvulla sekä taloudellisilla toimintaedellytyksillä tarkoitetaan sekä liitetään em. tekijät laajemmin yritysjohton päätöksentekoprosessiin. Tämän jälkeen esitetään keskeisten tekijöiden välisiä riippuvuussuhteita sekä sellaisia mittareita, joilla voidaan mitata yrityksen kasvun kannalta tärkeitä muuttujia. Lopuksi muodostetaan teoreettinen kehys yrityksen kasvun tarkastelemiseksi. Empiriaosassa on tutkittu sekä kohdeyritysten kasvua ja taloudellisia toimintaedellytyksiä että niiden välisiä vaikutussuhteita. Kasvun osalta on pyritty selvittämään ennen kaikkea kasvun suuruus ja sen tasaisuus. Taloudellisia toimintaedellytyksiä on pyritty mittaamaan mahdollisimman laajasti sekä myös niissä tapahtuneita muutoksia. Yhtä lailla on myös haluttu analysoida kasvun vaikutusta taloudellisiin toimintaedellytyksiin sekä tutkia kasvunhallinnan onnistuneisuutta

Tutkimuksessa havaittiin, että kasvu on monimuotoinen asia, jota on mitattava useilla mittareilla. Kasvun vaikutukset yrityksen talouteen näkyvät taloudellisten toimintaedellytysten muutoksina. Kasvun hallittavuuden arvioimisessa on huomioitava yrityksen mennyt ja nykyinen taloudellinen tilanne sekä yritysjohton itsensä asettamat tavoitteet. Kasvua ja siihen liittyvää päätöksentekoa tulee arvioida osana laajempaa kokonaisuutta, jossa huomioidaan myös yritysjohton tekemät investointi-, rahoitus- ja voitonjakopäätökset.

Sisällysluettelo:

1 JOHDANTO	4
1.1 TUTKIMUKSEN VIITEKEHYS	5
1.2 TUTKIMUSONGELMA, TUTKIMUKSEN TAVOITTEET JA RAKENNE	9
1.3 YRITYKSEN KASVU TUTKIMUSALUEENA	12
2 YRITYKSEN KASVU	15
2.1 KASVUN MÄÄRITELMÄ	15
2.2 KASVUN OMINAISUUDET	17
2.3 KASVUTAVAT	19
2.4 KASVUA RAJOITTAVAT TEKIJÄT	21
2.5 KASVUN MOTIIVIT	24
3 YRITYKSEN TAVOITTEENMUODOSTUS.....	30
3.1 RAHOITTAJEN TAVOITTEENMUODOSTUS	30
3.2 YRITYKSEN TALOUDELLISTEN TOIMINTAEDELLYTYSTEN KOMPONENTIT	32
3.2.1 Kannattavuus.....	33
3.2.2 Maksuvalmius.....	35
3.2.3 Vakavaraisuus	37
3.3 TOIMINTAEDELLYTYSTEN KESKINÄISET VUOROVAIKUTUSSUHTEET	39
4 YRITYKSEN HALLITTU KASVU	41
4.1 HALLITUN KASVUN MÄÄRITTELY	41
4.2 KASVUN VAIKUTUS KANNATTAVUUTEEN	44
4.3 KASVUN VAIKUTUS MAKSUVALMIUTEEN JA VAKAVARAI SUUTEEN	49
5 YRITYKSEN KASVUN HALLITSEMINEN.....	53
5.1 KASVUUN LIITTYVÄ PÄÄTÖKSENTEKO	54
5.2 PERUSPÄÄTÖKSET JA YRITYKSEN KASVUN HALLINTA	57
5.3 KANNATTAVUUDEN HALLINTA.....	60
5.4 MAKSUVALMIUDEN HALLINTA	61
5.5 VAKAVARAI SUUDEN HALLINTA.....	62
5.6 TULORAHOITUS KASVUNHALLINTAKEINONA.....	64
5.7 HALLITUN KASVUVAUHDIN KIIHDYTYSKEINOT	67
5.8 KASVUNHALLINNAN TAVOITTEET - YRITYKSEN MENESTY MIS- JA EPÄONNISTUMISPROSESSI	70
6 YRITYKSEN KASVUN JA TOIMINTAEDELLYTYSTEN MITTAAMINEN.....	73
6.1 TILINPÄÄTÖSANALYYSI JA TOIMINTAEDELLYTYSTEN OPERAATIONALISTAMINEN	73
6.2 TILINPÄÄTÖSANALYYSIN VAIHEET	83
6.3 KASVUN MITTARIT.....	85
6.4 KANNATTAVUUDEN MITTARIT.....	87
6.5 VAKAVARAI SUUDEN MITTARIT.....	88
6.6 MAKSUVALMIUDEN MITTARIT	89
6.7 RAHAVIRTALASKELMAT	90
6.8 KASSAVIRTAPERUSTEISET TUNNUSLUVUT JA NIIDEN TULKINTA	92
6.9 HALLITUN KASVUN MALLIT.....	94
<i>Ahon malli</i>	94
<i>Donaldsonin malli</i>	96
<i>Kinnusen hallitun kasvun malli</i>	98
7 TEOREETTINEN VIITEKEHYS YRITYKSEN HALLITULLE KASVULLE	100
8 EMPIRIA	104
8.1 TUTKIMUSMENETELMÄ	104
8.2 CASE SONERA OYJ	105
8.2.1 Kasvu ja taloudelliset toimintaedellytykset	105
8.2.2 Kasvun analysointi kasvumalleilla	109

8.2.3 Kasvu kasvunhallinnan viitekehyksessä	111
8.3 CASE TIETOENATOR OYJ	112
8.3.1 Kasvu ja taloudelliset toimintaedellytykset	113
8.3.2 Kasvun analysointi kasvumalleilla	116
8.3.3 Kasvu kasvunhallinnan viitekehyksessä	118
8.4 CASE UPM- KYMMENE OYJ	119
8.4.1 Kasvu ja taloudelliset toimintaedellytykset	120
8.4.2 Kasvun analysointi kasvumalleilla	123
8.4.3 Kasvu kasvunhallinnan viitekehyksessä	125
8.5 CASE STOCKMANN OYJ	126
8.5.1 Kasvu ja taloudelliset toimintaedellytykset	127
8.5.2 Kasvun analysointi kasvumalleilla	130
8.5.3 Stockmannin kasvu kasvunhallinnan viitekehyksessä	132
9 TUTKIMUKSEN LOPPUTULOKSET	133
9.1 TULOKSET	133
9.2 JOHTOPÄÄTÖKSET	140
LÄHDELUETTELO	143
LIITTEET.....	148

1 JOHDANTO

Yritysten kasvu herättää yleisesti varsin positiivisia mielikuvia. Tämä johtunee siitä, että kasvavia yrityksiä pidetään tyypillisesti menestyvinä ja näin ollen ne saavat mediassa suurimman huomion. On selvää, että yhteiskunnan näkökulmasta ajateltuna yritysten kasvu vaikuttaa työllisyyteen.

Suomalaiset yritykset kasvoivat 1980-luvun loppupuolella suhteellisen voimakkaasti. 1990-luvun alkupuolen lamakausi osoitti, että yritysten kasvun vaikutukset eivät aina olleet kovin positiivisia. Jälkikäteen on helppo todeta, että yritysten hallitsematon kasvuvauhti aiheutti ylivelkaantuneisuutta, kannattamattomuutta ja irtisanomisia. Kasvun haitalliset seuraukset ilmenivät lukuisina konkurssina 1990-luvun alun laman aikana.

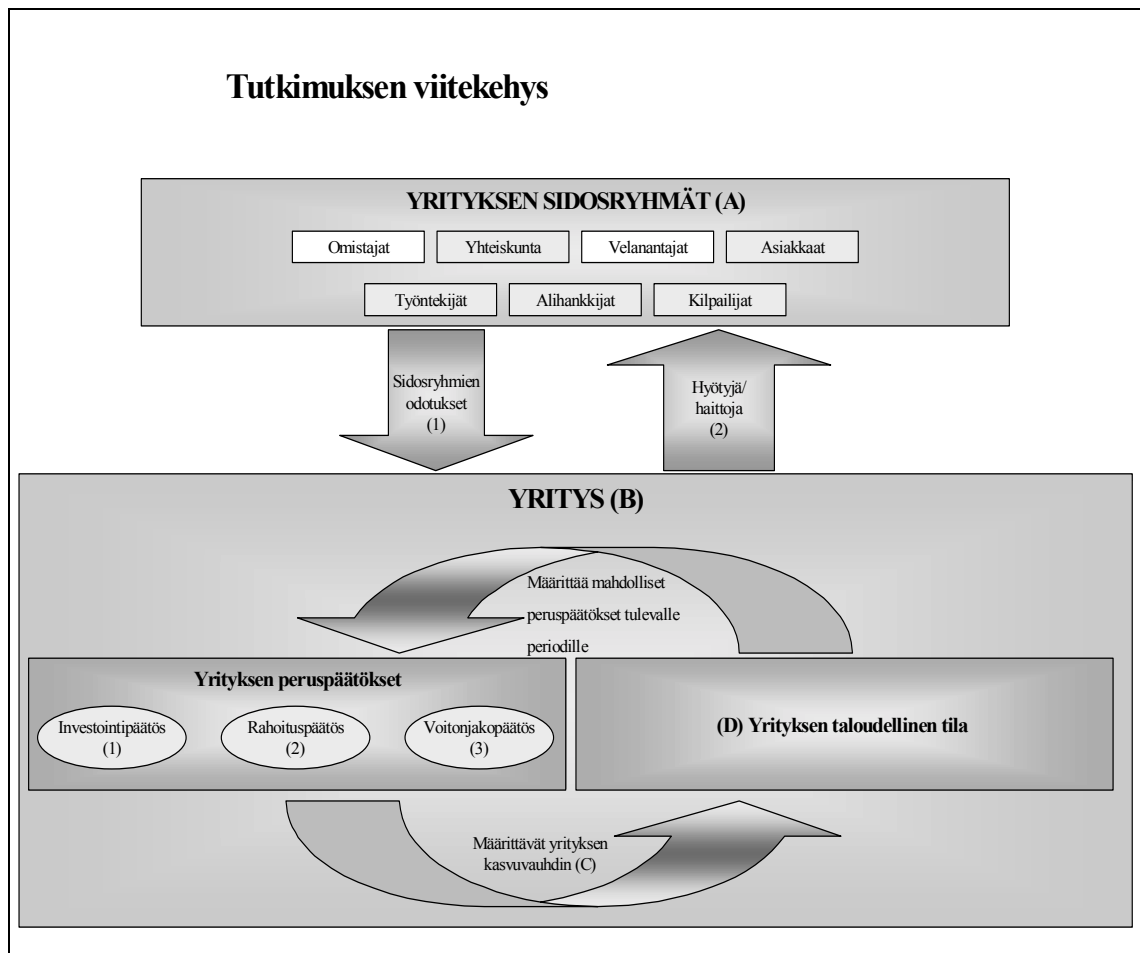
Toivuttuaan 1990-luvun alun lamasta suomalaisyritykset ovat kasvaneet erittäin nopeasti. Kasvu on ollut erityisen nopeaa etenkin informaatioteknologiayritysten kohdalla. Näiden yritysten pörssikurssit nousivat ennen vuosituhannen vaihdetta voimakkaasti. Pörssikurssit nousivat usein, vaikka yritykset olivat kannattamattomia. Koska kannattamattomat yritykset eivät kyenneet käyttämään kasvun rahoittamiseen tulorahoitustaan, ne joutuivat rahoittamaan kasvunsa osakeanneilla ja velanotolla. Vuosituhannen vaihteen jälkeen teknologiayritysten pörssikurssit kääntyivät voimakkaaseen laskuun.

Varsinkin vuoden 2001 aikana oli nähtävissä, että teknologiayritysten on yhä vaikeampi kerätä varoja rahoitusmarkkinoilta. Tämä yhdessä negatiivisen tuloksen kanssa on ajanut monet yritykset rahoituskriisiin. Koska pääomien lisääminen on vaikeutunut, on moni yritys ajautunut vaikeuksiin likviditeettinsä kanssa. Kannattavuus onkin noussut tärkeään asemaan, koska ainoastaan kannattavilla yrityksillä on mahdollisuus säilyä elinvoimaisina pitkällä aikavälillä. Teknologiayrityksetkin ovat joutuneet miettimään uudelleen kasvustrategioitaan varsinkin, jos niiden kannattavuus on ollut heikko. Lisärahoituksen saamisen vaikeutuminen on pakottanut jotkut yritykset valitsemaan maltillisemmän kasvustrategian tai keskittymään oman vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden parantamiseen kasvun asemasta.

Yritysten kasvuhaluus ja toisaalta kasvun mukanaan tuomat ongelmat yritysten taloudenpidossa tekevät yrityksen kasvun tutkimisen mielenkiintoiseksi tutkimusalueeksi. Kasvuyritysten kannattavuus- ja rahoitusongelmat nostavatkin esiin kysymyksen, voidaanko yrityksen kasvua yrittää hallita. Jos yrityksen kasvua voitaisiin hallita silloin yrityksen johdolla olisi mahdollisuus ohjata yritys kasvu-uralle vaarantamatta yrityksen taloutta ja olemassaoloa.

1.1 Tutkimuksen viitekehys

Seuraavassa kuviossa (kuvio 1) on esitetty tässä tutkimuksessa käytetty viitekehys:



Kuvio 1 Tutkimuksen viitekehys

Tässä tutkimuksessa yrityksen kasvua tarkastellaan ensisijaisesti taloudellisesta näkökulmasta. Tutkimuksessa tehdyt oletukset on lueteltu alla:

A. *Yritys on sidosryhmiensä muodostama koalitio.* Yrityksen sidosryhmät sijoittavat resurssejaan yrityksen toimintaan. Tämän vuoksi sidosryhmät asettavat vaatimuksia yritysjohdon toiminnalle. Tämä johtuu siitä, että kukin sidosryhmä odottaa saavansa yritykseltä vastinetta sijoittamilleen resursseille. Seuraavassa on kuvattu tärkeimpien sidosryhmien yritykseen kohdistamia odotuksia:

1. *Yhteiskunnalla* on selvä intressi kannustaa yrityksiä kasvamaan.
 - Yritysten kasvun seurauksena bruttokansantuote kasvaa.
 - Yhteiskunnallisesta näkökulmasta yrityksen kasvun positiiviset vaikutukset konkretisoituvat parhaiten verotulojen lisääntymisenä. Suurempien verotulojen avulla hyvinvointiyhteiskunnan ylläpitäminen mahdollistuu. Yhteiskunnallisesti yrityksen toiminnan laajeneminen on siis toivottavaa.
 - Huonosti hallittu kasvu saattaa ajaa koko kansantalouden lamaan. Yrityksen kasvun tulee siis myös yhteiskunnallisesta näkökulmasta olla hallittua.
2. *Yrityksen omistajia* pidetään yleensä yrityksen tärkeimpänä sidosryhmänä. Rahoitusteorian mukaan yrityksen tehtävänä on maksimoida osakkeenomistajien hyvinvointi. Omistajan hyvinvoinnin katsotaan yleensä lisääntyvän, kun:
 - Yrityksen maksamat osingot kasvavat. Osinkojen kasvattamiseksi yrityksen on kasvatettava voitonjakokelpoista voittoaan mikäli investointiaste halutaan säilyttää vakiona.
 - Yrityksen pörssikurssi nousee. Pörssikurssi nousee, kun sijoittajat katsovat yrityksen tulevaisuuteen kohdistuvien odotusten paranevan. Nämä odotukset liittyvät tyypillisesti yrityksen tuloksen ja substanssin kehittymiseen tulevaisuudessa.
3. *Lainanantajien* kannalta yrityksen kasvulla voidaan katsoa olevan positiivisia piirteitä. Ensinnäkin kasvavat yritykset kysyvät lisää luottoja ja toiseksi suurempi yritys voi helpommin tarjota lainoilleen

vakuuksia. Luottojen kysynnän kasvun voidaan olettaa nostavan lainanantajien voittopotentiaalia.

4. *Asiakkaiden* voidaan olettaa hyötyvän yrityksen kasvusta, koska tarjonnan lisääntymisellä on taipumusta laskea hintoja. Lisäksi yrityksen tuotantokustannukset saattavat laskea volyyymien kasvaessa.
5. *Alihankkijat* hyötyvät yleensä yrityksen kasvusta, koska sen tuotteiden/palveluiden kysyntä kasvaa.

Yrityksen kasvun voidaankin tietyllä varauksella sanoa olevan kaikkien intressenttiryhmien kannalta toivottavaa. Tutkimuksessa valitun taloudellisen näkökulman vuoksi yrityksen rahoittajia (omistajat ja velanantajat) pidetään tärkeimpinä sidosryhminä. Tutkimuksessa toisin sanoen oletetaan, että rahoittajien tavoitteet ovat yhdenmukaiset muiden sidosryhmien tavoitteiden kanssa.

B. *Yrityksen tavoitteenmuodostus on yhtenevä sidosryhmien tavoitteiden kanssa.* Yrityksen tavoitteenmuodostuksen katsotaan tapahtuvan rahoittajien tavoitteiden kautta. Yritysjohdon tulee tehdä taloudelliset päätöksensä rahoittajien intressien mukaisesti. Yrityksen taloudellisia peruspäätöksiä Damodaranin (1997, 159) mukaan ovat:

1. *rahoituspäätös*

- Miten suoritettavat investoinnit rahoitetaan?

2. *investointipäätös*

- Mitkä investointiprojektit toteutetaan?
- Yritysjohdon tehtävänä on rahoitusteorian mukaan investoida kaikkiin kohteisiin, joiden nettonykyarvo on positiivinen.

3. *voitonjakopäätös*

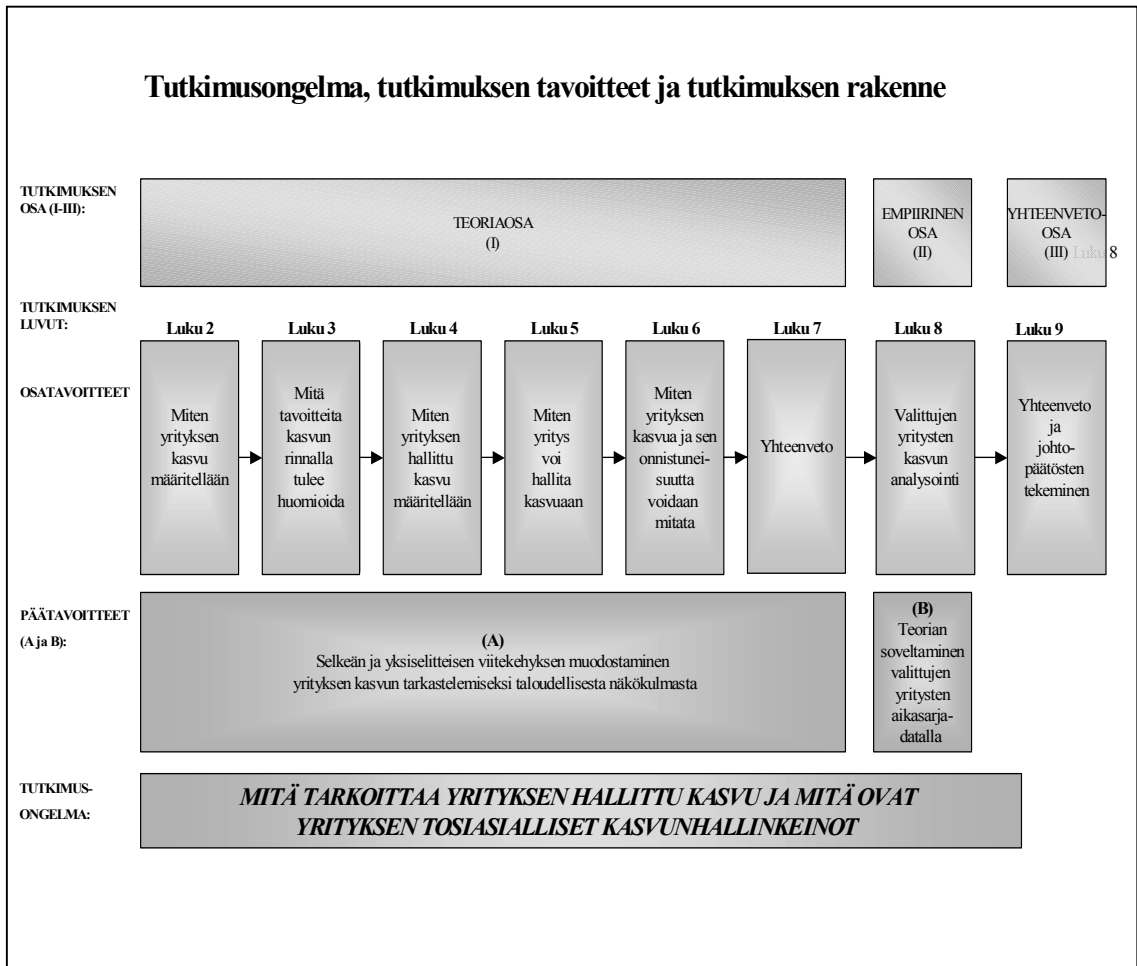
- Miten paljon voitosta palautetaan sijoittajille?

C. *Tässä tutkimuksessa tarkastelun kohteena oleva yrityksen kasvu perustuu kohdassa B esitettyihin peruspäätöksiin.* Yritysjohdo toisin sanoen määrittää tietyn kasvun tekemällä peruspäätökset.

D. Myös yrityksen taloudellinen tila perustuu aiemmin tehtyihin peruspäätöksiin ja niiden aikaansaamiin seurauksiin.

1.2 Tutkimusongelma, tutkimuksen tavoitteet ja rakenne

Seuraavassa kuviossa (kuvio 2) on esitetty tämän tutkimuksen tutkimusongelma, tavoitteet ja työn rakentuminen:



Kuvio 2 Tutkimusongelma, tutkimuksen tavoitteet ja tutkimuksen rakenne

Tutkimus rakentuu kolmesta osiosta (I-III), jotka jakautuvat johdantoluvun sisältäen yhdeksään lukuun. Tutkimuksen tavoitteet on yllä linkitetty lukuihin, joissa niihin etsitään vastausta. Tutkimuksen tavoitteet muodostuvat osatavoitteista ja päätavoitteista (A ja B). Tutkimuksen tavoitteet on seuraavassa linkitetty tutkimuksen rakenteeseen:

I. Teoriaosa

▪ *Osatavoitteet*

1. Määrittää yrityksen kasvu mahdollisimman yksiselitteisesti. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi tarkastellaan yrityksen kasvun eri ulottuvuuksia suhteellisen laajalti. (Luku 2)
2. Määrittää yrityksen kasvun kannalta kriittisimmät taloudelliset tekijät ja niiden sisältö sekä vuorovaikutussuhteet. (Luku 3)
3. Yhdistää yrityksen kasvu luvussa 3 tarkoitettuihin taloudellisiin tekijöihin sekä pohtia yrityksen kasvun ja taloudellisten tekijöiden välistä vuorovaikutussuhdetta (Luku 4)
4. Käsitellä yrityksen peruspäätöksiä ja kasvun hallintaan liittyvää päätöksentekoa keinona hallita yrityksen kasvua sekä esittää, miten kasvun hallittavuuteen voidaan vaikuttaa taloudellisten toimintaedellytysten hallitsemisella. (Luku 5)
5. Selvittää luvussa 2 määritetyn kasvukäsitteen ja luvussa 3 määritettyjen taloudellisten tekijöiden kannalta oleelliset mittarit. (Luku 6)
6. Määrittää se kehikko (periaatteet, taloudelliset tekijät ja mittaristo), jossa yrityksen kasvunhallintaa tulisi tarkastella. Tämä kehikko perustuu kaikkiin aikaisempiin kohtiin. (Luku 7)

▪ *Päätavoite*

- A. Muodostaa selkeä ja yksiselitteinen näkemys yrityksen kasvun tarkastelemiseksi taloudellisesta näkökulmasta sekä muodostaa kehys yrityksen kasvunhallintaan. (Luku 7)

II. Empiirinen osa

▪ *Osatavoitteet*

7. Soveltaa luvussa 7 esitettyä kasvunhallintakehikkoa valittujen kohdeyritysten aikasarjadataan ja tehdä päätelmiä niiden kasvunhallinnan onnistuneisuudesta.

▪ *Päätavoite*

- B. Soveltaa määritettyä viitekehystä erikseen valittujen yritysten aikasarjadataan ja tehdä päätelmiä niiden kasvunhallinnasta. (Luku 8)

III. Yhteenveto

- Esitetään tutkimuksen lopputulokset ja niiden vastaavuus tässä asetettujen tavoitteiden kanssa. (Luku 9)

Tämän työn tutkimusongelmana on selvittää:

MITÄ TARKOITTAÄ YRITYKSEN HALLITTU KASVU JA MITÄ OVAT YRITYKSEN TOSIASIALLISET KASVUNHALLINTAKEINOT

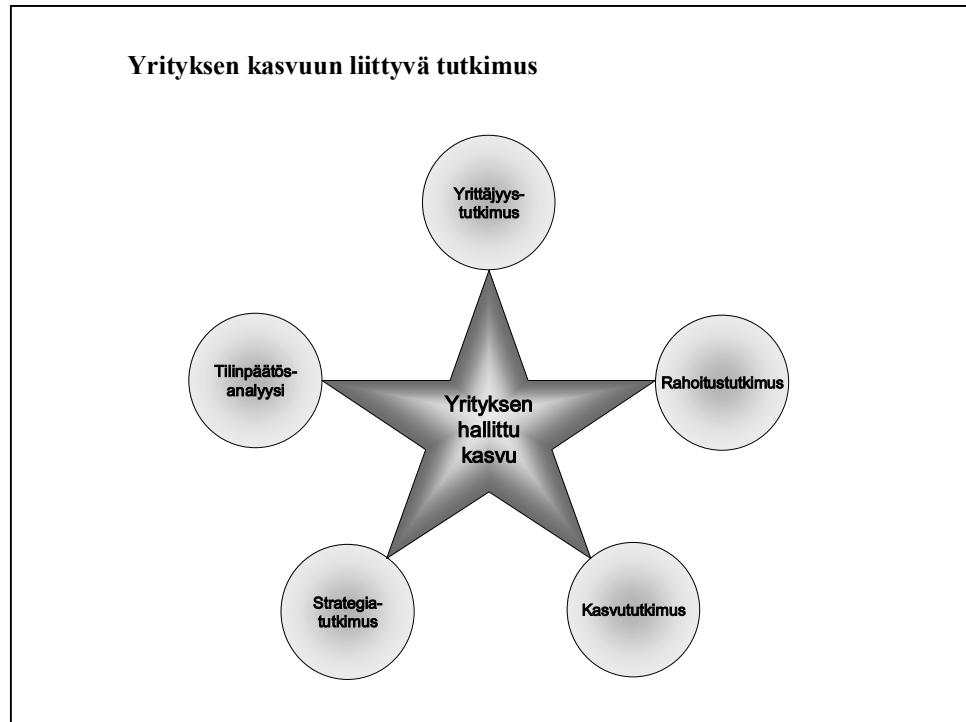
Tutkimuksen tavoitteet on jäsennelty siten, että kunkin osatavoitteen (1-6) saavuttaminen vie lähemmäs päätavoitteiden (A ja B) saavuttamista. Päätavoitteet ovat hyvin lähellä osatavoitteita 6 ja 7, mutta niiden merkitystä on tässä haluttu korostaa erottamalla ne osatavoitteista.

Tämän tutkimuksen tuloksissa tulee heijastumaan se, että tarkastelut rajoittuvat julkiseen materiaaliin. Taloudellisiksi mittareiksi on valittu sellaisia muuttujia, jotka ovat laskettavissa julkisesta materiaalista. Myös teoriaosassa on tästä syystä pitäydytty tilinpäätösanalyttisessä lähestymistavassa. On selvää, että yritysten toimivalla liikkeenjohdolla on käytettävissään huomattavasti yksityiskohtaisempaa tietoa.

Toinen merkille pantava seikka on se, että tilinpäätösanalyysi rajoittuu historiadatan tarkasteluun. Näin ollen tutkimuksen empiirinen osa on luonteeltaan toteavaa – siinä pyritään arvioimaan kohdeyrityksen kasvun hallittavuutta menneellä tarkasteluperiodilla.

1.3 Yrityksen kasvu tutkimusalueena

Seuraavassa kuviossa (kuvio 3) olemme esittäneet tässä tutkimuksessa hyväksikäytetyn kasvuun liittyvän tutkimuksen osa-alueet:



Kuvio 3 Yrityksen kasvuun liittyvä tutkimus

Yrityksen kasvua koskevaa tutkimusaluetta voidaan pitää erittäin kirjavana. Yrityksen kasvua käsitellään useissa tutkimusalueissa, mutta pääsääntöisesti varsin pintapuolisesti. Tutkimuksen edetessä kävi selväksi, että varsinaisesti kasvua käsitteleviä tutkimuksia on valmistunut yllättävän vähän. Varsinkin tässä tutkimuksessa tarkasteltavasta taloudellisesta näkökulmasta ei juurikaan löydy kasvunhallintaa käsittelevää tutkimusta. Alla on lueteltu tämän tutkimuksen kannalta relevantit tutkimusalueet.

Reijo Ruuhela kehitti 1970-luvulla ns. *KASKARA*- mallin, jossa yrityksen kasvua tarkastellaan kannattavuuden ja rahoituksen näkökulmasta. *KASKARA*- mallin teoreettisena lähtökohtana voidaan pitää sitä, että elävää ja kasvavaa yritystä pidetään sarjana investointeja, jotka tuottavat tuloa pitkähkön ajan (Suvas 1988, 33). Ruuhelan mallissa on tehty ns. steady state –olettamuksia eli yritysten on oletettu kasvavan samalla vakiosuhteisella nopeudella koko tarkasteluperiodin. Ruuhelan mallin avulla voidaan määrittää yritykselle sallitut kasvun ja kannattavuuden yhdistelmät.

KASKARA -malli on karkea esitys yrityksen kasvunhallintaan liittyvistä taloudellisista tekijöistä. Ruuhelan työ on poikanut lukuisia KASKARA –mallin hyväksikäyttöön perustuvia opinnäytetöitä.

Tässä tutkimuksessa tarkoitettua *hallittua kasvua ovat tutkineet* Aho, Donaldson, Kinnunen ja Talonen. Edellä mainitut henkilöt ovat pyrkineet saattamaan yrityksen kasvun helposti mitattavissa olevaksi muuttujaksi yhdistämällä kasvun yrityksen muuhun talouteen. Nämä tutkimukset ovat siis keskittyneet yrityksen kasvunhallintaan juuri samasta näkökulmasta kuin käsillä oleva tutkimus. Näissä tutkimuksissa esitetyistä malleista ja ajatuksista on ollut suuri apu tämän työn valmistumisessa.

Strategiatutkimuksessa sivutaan yrityksen kasvua erittäin runsaasti. Strategiatutkimuksessa ei kuitenkaan pääsääntöisesti tarkastella yrityksen kasvua taloudellisesta näkökulmasta. Valtaosa tästä tutkimuksesta pyrkii selventämään erilaisia kasvutapoja ja kasvun lähteitä sekä kasvuyrityksen johtamisen filosofiaa. Varsin usein strategiatutkimuksessa tyydytään toteamukseen, jonka mukaan yrityksen kasvuinvestointien tulee olla kannattavia. Tässä tutkimuksessa sivutaan strategiatutkimusta vain välttämättömin osin. Tämä tarkoittaa sitä, että tässä tutkimuksessa esitetään karkeahko kiteytys kasvuun liittyvästä strategiakirjallisuudesta.

Rahoitustutkimuksessa yrityksen kasvua tarkastellaan yleensä investointien näkökulmasta. Kirjallisuuden voi jakaa karkealla tasolla kolmeen osaan:

1. Investoinnin kannattavuutta tarkasteleva tutkimus, jossa keskitytään lähinnä yksittäisen investoinnin kannattavuuden tarkasteluun
2. Investointiprosessia koskeva tutkimus, jossa keskitytään täsmentämään toimintatapaa/prosessia, jonka avulla yritys parhaiten voi löytää kannattavia investointikohteita
3. Investoinnin taloudellisten vaikutusten tutkimus, jossa investointeja tarkastellaan osana yrityksen kokonaisinvestointeja. Tässä tutkimuksessa yksittäinen investointi liitetään yrityksen muuhun talouteen esim. tuottavuuteen ja vakavaraisuuteen.

Yrittäjyyttä koskevassa tutkimuksessa on tyypillisesti tarkasteltu aikaperiodia, joka keskittyy yrityksen kokonaiselinkaaren alkupäähän. Taloudellinen näkökulma on tutkimuksessa mukana, mutta useimmiten tutkimuksessa tyydytään vain tunnistamaan yrityksen kasvun aiheuttamat ongelmat sen paremmin niihin perehtymättä. Tämän tutkimuksen kannalta yrittäjyystutkimuksesta ei voida sanoa olleen hyötyä.

Tilinpäätösanalyysiä koskeva tutkimusalue on erittäin laaja. Tämän tutkimuksen kannalta tilinpäätösanalyysiin liittyvällä teorialla on keskeinen merkitys, koska kyseinen tutkimusalue:

- tarkastelee yrityksen menestyksen kannalta kriittisiä taloudellisia ulottuvuuksia
- määrittää mittarit kullekin osa-alueelle
- tarjoaa valmiita malleja, joissa taloudellisista mittareista oleellimmat on yhdistetty yhdeksi kehikoksi

Erityisesti konkurssin ennustamiseen liittyvässä tilinpäätöstutkimuksessa viitataan usein yrityksen kasvuun.

Tilinpäätösanalyttistä tutkimusta on sovellettu tässä työssä suhteellisen laajasti. Tilinpäätösanalyysitutkimus sisältää tämän työn kannalta ehkä liiankin suuren joukon erilaisia mittareita ja malleja – onhan tutkimuksen tavoitteena löytää mahdollisimman yksinkertainen ja sovellettavissa oleva malli kasvunhallinnan onnistuneisuuden kuvaamiseksi.

2 YRITYKSEN KASVU

Yrityksen kasvu on varsin monimuotoinen käsite. Valtaosassa yrityksen kasvua sivuavista tutkimuksista ei ole määritelty kasvun käsitettä. Useimmissa tutkimuksissa ei myöskään ole kiinnitetty huomiota sopiviin kasvumittareihin (Haahti 1996, 128). Tässä luvussa tarkastellaan yrityksen kasvun käsitettä ja määritellään tässä tutkimuksessa käytettävä kasvukäsite.

2.1 Kasvun määritelmä

Yrityksen kasvua voidaan pitää dynaamisena, *yritystä uudistavana prosessina* (Neilimo & Pekkanen 1996, 7). Kasvu on eräs yrityksen *kehityksen ilmenemismuodoista* (Hajba 1978, 8). Kun yritys kasvaa sen organisaation rakenne ja toimintaprosessit kehittyvät johonkin suuntaan. Yrityksen kehittymisen ei kuitenkaan voitane edellyttää kasvamista. Yrityksen voidaan sanoa esim. kehittyvän autoritaarisesta demokraattiseksi, mikä ei sinällään edellytä koon muuttumista. Näin ollen kasvua voidaan käsitteellisesti pitää kehittymisen alakäsitteenä. Vaikka kasvu on vain yksi yrityksen kehityksen ilmenemismuodoista, samaistetaan usein kasvun ja kehityksen käsitteet. (Tastula 1991, 41) Myös koko ja kasvu ovat käsitteinä hyvin läheisiä, sillä jälkimmäinen mittaa edellisen muutosta (Ihamuotila 1989, 8). Penrose (1980, 88) näkee kasvun prosessina ja koon tilana. Kasvuprosessia ei Penrosen mukaan sellaisenaan voida havaita.

Kasvu aiheuttaa koon suurenemisen lisäksi myös muutoksia itse kasvukohteessa. Kasvu voidaankin vaikutuksiltaan jakaa seuraavasti:

1. kasvun kvantitatiiviset vaikutukset

- Jonkin yrityksen kokoa kuvaavan muuttujan arvo
- Yleensä vain kvantitatiivista koon muutosta pidetään kasvuna (Hajba 1978, 9).

2. kasvun kvalitatiiviset vaikutukset

- Kvalitatiiviset muutokset ovat pikemminkin kvantitatiivisen kasvun syitä tai seurausilmiöitä
- Kvalitatiivisten muutosten avulla ei voida todeta, onko kasvua tapahtunut (Hajba 1978, 10).

Tässä tutkimuksessa rajaudutaan kvantitatiiviseen kasvukäsitteeseen.

Seuraavassa taulukossa (taulukko 1) on esitetty keskeisimpien tutkijoiden kasvun määritelmät:

Lähde	Kasvun määritelmä	Kasvun ilmeneminen
Penrose (1980, 1)	-Yrityksen kasvulla voidaan tarkoittaa: <ol style="list-style-type: none"> 1. määrän lisäystä (tuotannon, myynnin tai viennin kasvu) 2. Kehitysprosessista johtuvaa koon suurenemista tai laadullista parantumista 	- Yrityksen kasvu ilmenee valitun muuttujan arvon kehityksestä.
Neilimo & Pekkanen (1996, 2)	- Yrityksen kasvulla tarkoitetaan yleisimmin toiminnan laajentumista.	- Toiminnan laajentuminen ilmenee käytännössä erilaisten yrityksen toimintaa kuvaavien tunnuslukujen kasvuna.
Aho & Rantanen (1993, 50)	- Yrityksen kasvu tarkoittaa toiminnan laajentumista.	- Toiminnan laajentuminen näkyy asiaa ilmaisevan muuttujan kasvuna.
Wiklund (1998, 12)	- Yrityksen kasvu viittaa koon muuttumiseen aikaperiodien välillä.	- Kasvu ilmenee kokoa kuvaavan muuttujan kasvuna.
Ruuhela (1988, 13)	- Yrityksen kasvu tarkoittaa pitkän aikavälin systemaattista muutosta yrityksen investoinneissa ja käyttökatteessa.	- Kasvu ilmenee investointien ja käyttökatteen pitkän aikavälin aikasarjoista. Suunnilleen sama kasvuvauhti voidaan pitkällä aikavälillä havaita muistakin keskeisistä aikasarjoista.

Taulukko 1 Erilaisia kasvun määritelmiä

Yrityksen kasvun voidaan siis katsoa tarkoittavan prosessia, jossa yrityksen toimenpiteet (vrt. investoinnit) aiheuttavat jonkin kokoa kuvaavan indikaattorin arvon muuttumisen ajan funktiona. Jotta kasvun voimakkuuteen voitaisiin ottaa kantaa, tulee kasvulla selvästikin ymmärtää jonkin kasvua kuvaavan muuttujan prosentuaalista tai indeksisuhteutettua kasvua kahden eri aikaperiodin välillä. Lisäksi tarkasteluperiodin tulee olla riittävän pitkä, jotta sen erottaminen olisi mahdollista. Edellä esitettyjen määrittelyjen perusteella voidaan yleisesti todeta, että kasvulla tarkoitetaan yleensä pitkän aikavälin muutosta jonkin yrityksen toimintaa kuvaavan muuttujan arvossa.

Yleisimmin käytettyjä kasvumuuttujia ovat liikevaihto, tulos, henkilöstön lukumäärä, taseen loppusumma ja käyttökate. Yrityksen kasvun määrittelemisen vain yhden muuttujan avulla on erittäin vaikeaa ellei peräti mahdotonta. Yrityksen liikevaihto on esimerkiksi saattanut pienentyä tarkasteluperiodilla ja tulos tai taseen loppusumma kasvaa. Tällöin lienee varsin yksioikoista todeta yrityksen pienentyneen. Liikevaihtoa voidaan kuitenkin perustellusti pitää parhaana yrityksen volyyymiä kuvaavana muuttujana.

Tässä tutkimuksessa yrityksen kasvulla tarkoitetaan:

- Ensisijaisesti pitkällä aikavälillä tapahtuvaa liikevaihdon kasvua
- Toissijaisina kasvumuuttujina pidetään tuloksen ja taseen loppusumman kasvua pitkällä aikavälillä (=apumuuttujat)

Koska on vaikea kuvitella, että kasvusta saadaan objektiivinen ja mahdollisimman harhaton kuva käyttämällä vain yhtä muuttujaa, käytetään tässä tutkimuksessa tuloksen ja taseen loppusumman arvoja apumuuttujina. Näillä apumuuttujilla pyritään täydentämään liikevaihdon kasvuun perustuvaa analyysiä. Menettelyn ongelmaksi saattaa koitua se, että kasvun määrää ei kyetä ilmaisemaan yksiselitteisenä mittalukuna.

2.2 Kasvun ominaisuudet

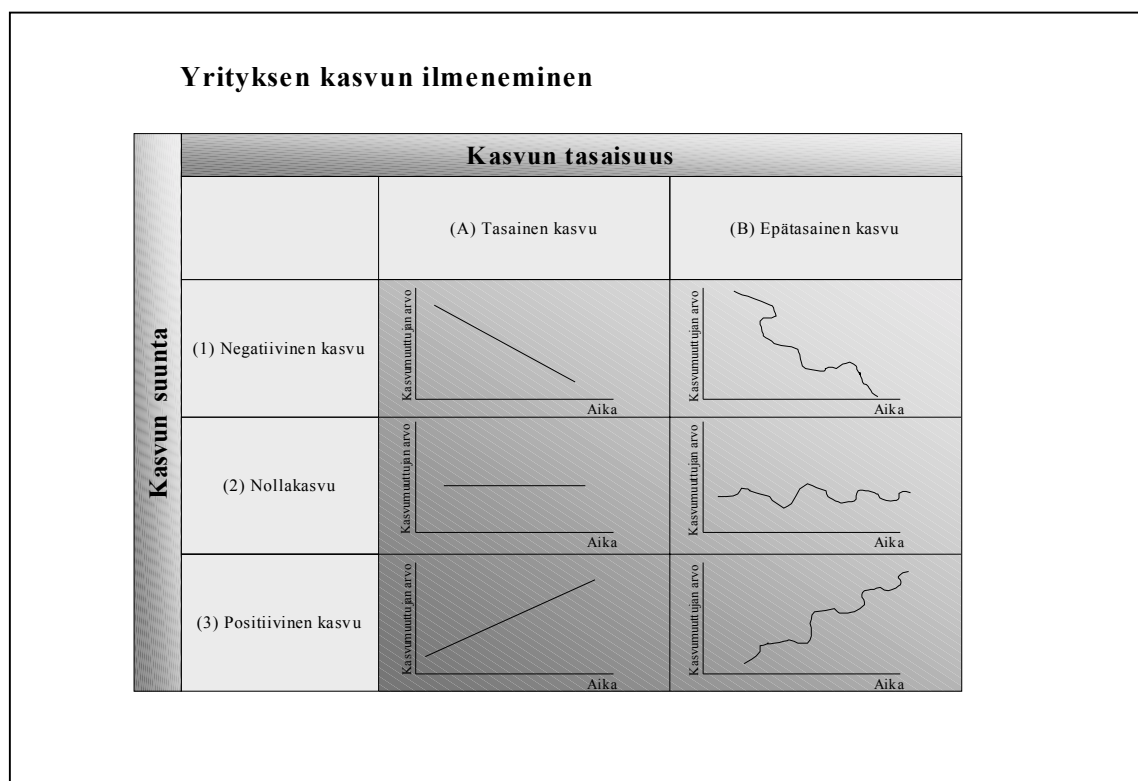
Yrityksen kasvu on siis muutosprosessi, jota ei sellaisenaan voi havaita; yrityksen kasvun toteamiseksi on yrityksen koko mitattava valitulla kasvumuuttujalla kahtena eri

ajanjaksona ja verrattava näitä kokoja keskenään. Mikäli koko on tarkasteluhetkien välillä suurentunut voidaan yrityksen todeta kasvaneen.

Laitisen ja Luotosen (1996, 51) mukaan yrityksen kasvulla on kaksi näkyvää ominaisuutta:

1. **Kasvun nopeus:** Kasvunopeus tarkoittaa yrityksen koon prosentuaalista muutosta ajassa.
2. **Kasvun tasaisuus:** Kasvun tasaisuus tarkoittaa yrityksen koon prosentuaalisten muutosten vakautta ajassa.

Yrityksen kasvun ominaisuudet olemme esittäneet seuraavassa kuviossa (kuvio 4):



Kuvio 4 Yrityksen kasvun ilmeneminen

Yrityksen kasvun voidaan ajatella ilmenevän seuraavasti:

1) Negatiivisena kasvuna

- A. **Tasainen:** yrityksen kokoa kuvaavan muuttujan arvo pienenee stabiilisti
- B. **Epätasainen:** yrityksen kokoa kuvaavan muuttujan arvo pienenee epämääräisissä sykleissä

2) *Nollakasvuna*

- A. **Tasainen:** yrityksen kokoa kuvaavan muuttujan arvo pysyy koko ajan stabiilina
- B. **Epätasainen:** yrityksen kokoa kuvaavan muuttujan arvo vaihtelee, mutta säilyy mittausperiodilla vakiona

3) *Positiivisena kasvuna:*

- A. **Tasainen:** yrityksen kokoa kuvaavan muuttujan arvo kasvaa tasaisella nopeudella
- B. **Epätasainen:** yrityksen kokoa kuvaavan muuttujan arvo kasvaa epämääräisissä sykleissä

Ruuhelan (1988, 12) mukaan vuodet ja suhdanteet aiheuttavat kaikkiin yrityksen kokoa kuvaaviin muuttujiin senlaatuista vaihtelua ja heilahtelua, jota ei voida pitää pelkästään yrityksen kasvun aiheuttamana. Näin ollen on tärkeätä, että kasvua tutkittaessa ei tarkastella liian lyhyitä aikaperiodeja. Ruuhelan mukaan sopiva tarkastelujakso on suhdannekiertoa pidempi aika. Kasvua tapahtuu luonnollisesti lyhyemmilläkin periodeilla, mutta sen erottaminen ja nopeuden määrittäminen on erittäin hankala ellei peräti mahdoton tehtävä.

Kasvun epätasaisuus saattaa ilmetä kertapoikkeamana, jolloin yritys yhtenä kautena voi kasvaa huomattavasti esimerkiksi suuren investoinnin vuoksi. Tämän jälkeen kasvu taas tasoittuu. Tämä on normaali liiketoiminnan laajenemiseen liittyvä ilmiö. Epätasaisuus saattaa myös olla jatkuvaa, jolloin kasvuprosentti heilahtelee voimakkaasti vuodesta toiseen. *Tällöin kasvun epätasaisuus väistämättä muodostaa riskin yrityksen toiminnan jatkuvuudelle.* Kasvua voidaan pyrkiä saamaan tasaisemmaksi kasvattamalla kapasiteettia kysyntää vastaavaksi ja välttämällä suuria kertainvestointeja (Vuokila 1999, 32). Laitisen (1994b) tarkoittama kasvun nopeus ilmenee kuvan 4 kasvukäyrän kulmakertoimen suuruutena. Mitä suurempi kulmakerroin sitä nopeammin yritys kasvaa.

2.3 Kasvutavat

Yritykset kasvavat investoidessaan tuotannontekijöihin. Kasvuprosessi aiheutuu tavallisesti yrityksen tarjoamien tuotteiden tai palveluiden kysynnän lisääntymisestä (Wiklund 1998, 69).

Ruuhelan (1988) määrittelyn mukaan yrityksen kasvunopeus muodostuu kaikista tehdyistä investointipäätöksistä. Ruuhela tarkoittaa määrittelyssään kasvuinvestoinnilla nimenomaan uusinvestointia, ei korvausinvestointia. Yrityksen kasvu-ura muodostuu siis useiden vuosien peräkkäisistä laajennusinvestoinneista.

Laitisen (1994b, 45) mukaan yritys voi kasvaa:

- 1) *toimintaa laajentamalla*
- 2) *yritysostoin tai*
- 3) *toimintaa tehostamalla* Tällöin yritys kasvattaa tuotantomääränsä, mutta pitää tuotannontekijöiden (raaka-aineiden, työvoiman ja pääoman) käytön samana tai pienentää sitä.

Seuraavassa taulukossa (taulukko 2) yrityksen sisäistä ja ulkoista kasvua on tarkasteltu erilaisten muuttujien suhteen:

Muuttuja	Sisäinen kasvu	Ulkoinen kasvu
Aiheutu- minen	- Yrityksen sisäisellä kasvulla tarkoitetaan tuotantokapasiteetin lisäämistä investoimalla erilaisiin tuotannontekijöihin, kuten käyttöomaisuuteen ja henkilöstöön (Mononen 2000, 13). - Yrityksen sisäistä kasvua syntyy, kun investoinnit alkavat vähitellen tuottaa yhä enemmän tuloja ja kun osa yrityksen saamista voitoista sijoitetaan uudelleen yrityksen toimintaan.	- Ulkoinen kasvu johtuu tavallisesti yritysostoista tai fuusioista (Lilius 1993, 22).
Syy	- Sisäinen kasvu on yrityksen luonnollista kasvua, jolloin se tapahtuu omin avuin, esimerkiksi tehostamalla toimintaa tai kysynnän lisääntymisellä (Renko 2000, 24).	- Yritykset käyttävät ulkoista kasvua lähinnä silloin, kun toimialan kysyntä ei riitä halutun kasvun aikaansaamiseksi. - Ulkoisen kasvutavan valinnalla halutaan siis useimmiten kiihdyttää kasvuvauhtia.
Kasvun nopeus	Sisäinen kasvu mahdollistaa yleensä suhteellisen hitaan kasvuprosessin.	- Ulkoisella kasvulla voidaan saavuttaa huomattavasti suurempi kasvunopeus.
Kasvun tasaisuus	- Sisäinen kasvu merkitsee yleensä suhteellisen tasaista kasvuprosessia.	- Ulkoinen kasvu merkitsee yleensä epätasaista kasvuprosessia.
Riskit	- Sisäinen kasvu on selvästi turvallisempaa kuin ulkoinen, koska se ei yleensä edellytä suuria kertainvestointeja.	- Ulkoinen kasvu on yleensä riskipitoisempaa kuin sisäinen kasvu, koska sen toteuttaminen edellyttää yleensä suuria kertainvestointeja.

Taulukko 2 Sisäinen ja ulkoinen kasvu

2.4 Kasvua rajoittavat tekijät

Yrityksen kasvusta päättää yrityksen ylin johto, koska kasvunopeus määräytyy yrityksen tekemien investointien vaikutuksesta. Investointien toteuttaminen edellyttää tuotannontekijöiden käyttöä. Yrityksen toiminnan kasvattamiseksi tarvitaan siis pääomia, työvoimaa ja raaka-aineita. Tuotannontekijöistä kasvua rajoittavana pullonkaulana toimii useimmiten pääomien niukkuus.

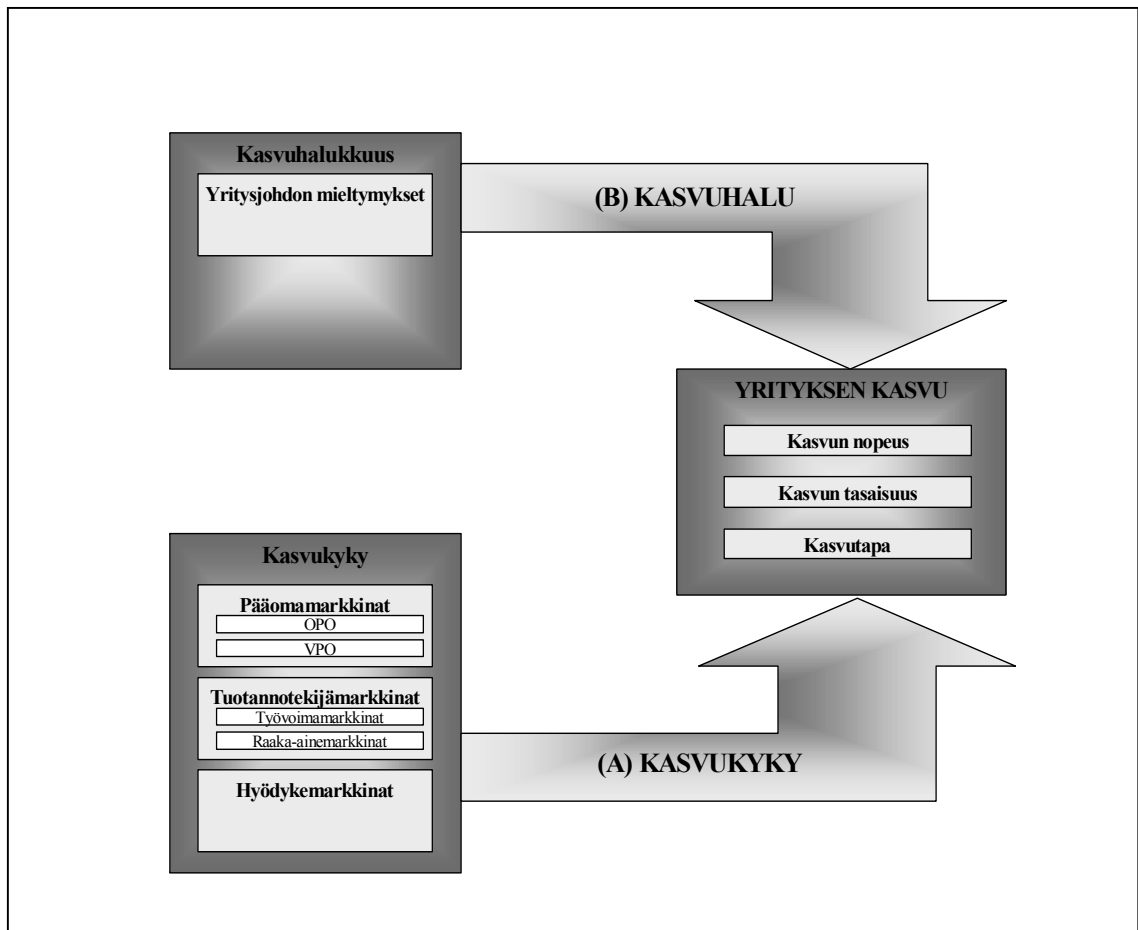
Yleisesti voidaankin sanoa, että nykyaikaisen suuryrityksen kasvukykyä rajoittaa vain pääoman saatavuus (Ruuhela 1988, 3). Viime vuosina myös pula osaavasta henkilökunnasta on alkanut lisääntyvässä määrin rajoittaa korkean teknologian yritysten kasvua. Tuotannontekijöiden ohella toinen yrityksen kasvumahdollisuuksia merkittävästi rajoittava tekijä on ympäröivien hyödykemarkkinoiden kehitys. Kasvavalta hyödykemarkkinalta on huomattavasti helpompi löytää kannattavia investointikohteita kuin taantuvalta. Voidaankin todeta, että yrityksen kasvukyky määräytyy tuotannontekijä- ja hyödykemarkkinoiden yhteisvaikutuksesta.

Suvas (1988, 186) kiteyttää kasvunopeutta rajoittavat tekijät seuraavasti:

Yrityksen johdon kasvupreferenssi (johdon suhtautuminen riskiin)

- a) Yrityksen ulottuvilla olevien riittävän kannattavien investointikohteiden määrä
- b) Rahoittajien luotonantokyvyn rajallisuus

Seuraavassa kuviossa (kuvio 5) olemme esittäneet yritysjohtoon päätöksentekoon vaikuttavat seikat kasvun kannalta ajateltuna:



Kuvio 5 Yrityksen kasvu

Yritysjohdon päätöksentekoon ja toteutuvaan kasvuun vaikuttaa:

A. Yrityksen kasvukyky

- o Yrityksen kasvukyky on riippuvainen sen mahdollisuudesta saada rahoitusta kasvuun (Johansson 1998, 18). Ennen ensimmäistään investointia yrityksen täytyy hankkia pääomia joko oman tai vieraan pääoman ehtoisena (Leppiniemi & Puttonen 1996, 13).

B. Yrityksen kasvuhalu

- o Yritysjohdon mieltymykset saattavat vaikuttaa suuresti yrityksen toteutuneeseen kasvuun.

Kasvunopeuteen vaikuttavaa yritysjohdon päätöksentekoa rajoittaa siis yrityksen kyky kasvaa. Yrityksen johto voi periaatteessa päättää kasvunopeudesta kasvukyvyyn asettamissa rajoissa. Yrityksen toiminnan kasvattamisen kannalta tarkasteltuna

kasvukykyä on pidettävä välttämättömänä, mutta ei riittävänä edellytyksenä. Yrityksen toteutuvaan kasvuun vaikuttaa myös yrityksen halu kasvaa. Yrityksen kasvuhaluukkuus määräytyy johdon riskinottohalukkuuden ja mieltymysten perusteella. Johdon henkilökohtaiset mieltymykset ja riskipreferenssit saattavat siis toimia kasvua rajoittavana tekijänä. Toisaalta ylioptimistiset näkemykset voivat johtaa liian nopeaan kasvuun.

Yrityksen kasvusta aiheutuu kustannuksia, jotka sen on rahoitettava (Renko 2000, 27). Yrityksen kasvu merkitsee siis rahoitus- ja vaihto-omaisuuden kasvua sekä investointeja (Vuokila 1999, 35):

1) *Käyttöomaisuus*

- a. Tuotannon ja palvelujen aikaansaamiseksi yritys tarvitsee käyttöomaisuutta eli rakennuksia, koneita ja laitteita (Ruuhela 1988, 16).
- b. Käyttöomaisuusinvestointien avulla yritys luo kapasiteetin, jolla se voi vastata oletettuun kysynnän kasvuun (Lilius 1993, 25).

2) *Vaihto- ja rahoitusomaisuus*

- a. Toinen pääomaa sitova rahankäyttö yrityksessä on vaihto- ja rahoitusomaisuuden lisäys. Käyttöpääoman kasvu johtuu siitä, että myynnin kasvun seurauksena myös myyntisaamiset kasvavat, varastot tuotantoprosessin eri vaiheissa kasvavat ja myös kassareservejä on kasvatettava liikkumavaran säilyttämiseksi (Lilius 1993, 26).

Yritysjohdon kyky määrittää kasvun aiheuttama rahoitustarve riippuu pitkälti yrityksen valitsemasta kasvustrategiasta: mitä tutummalla sektorilla kasvu aiotaan toteuttaa, sitä enemmän yritysjohdolla on kokemusperäistä tietoa (Hellberg 1985, 55). On helppo ymmärtää, että yrityksen kasvaessa myös pääomia tarvitaan jatkuvasti lisää. Vaikeampi on huomata sitä, että vuotuisen lisäpääoman suhteellinen osuus yrityksen investoinneista on sitä suurempi mitä nopeampi on yrityksen kasvuvauhti (Ruuhela 1988, 16). Sama investointi aiheuttaa nopeammin kasvavassa yrityksessä suuremman lisäpääoman tarpeen kuin hitaammin kasvavassa yrityksessä (Ruuhela 1988, 16).

2.5 Kasvun motiivit

Yleisesti yrityksen luonteeseen kuuluu eräänä määräävänä piirteenä kasvuhakuisuus. Yrityksen kasvu voi olla määrältään, laadultaan ja nopeudeltaan niin vaihtelevaa, että kahta samalla tavalla kasvanutta yritystä voi olla vaikea löytää. Samakin yritys voi kokea monenlaisia muutosilmiöitä eri ajankohtina, eikä edellisten kausien kasvukehitys välttämättä takaa kasvun jatkumista tulevaisuudessa. (Salmi 1996, 1) Kasvu merkitsee kaikille yrityksen intressenteille uusia mahdollisuuksia, uusia haasteita, uusia tehtäviä ja uusia ongelmia (Ruuhela 1988, 12).

Yrityksen kasvunopeudesta, -tasaisuudesta ja -tavasta päättää yrityksen johto. Yleensä päätöstä ei varsinaisesti tehdä kasvunopeudesta, vaan kasvunopeus muodostuu investointipäätösten seurauksena (Ruuhela 1988, 14).

Yleensä muiden tavoitteiden on sanottu asettuvan preferenssijärjestyksessä kasvun edelle. Voidaankin lähteä siitä, että kasvua ei ole pidettävä itsenäisenä tavoitteena vaan keinona saavuttaa muita tavoitteita. (Hajba 1978, 4) Vaikka yrityksen kasvua ei pidettäisikään varsinaisiin tavoitteisiin kuuluvana, on silti luonnollista pitää sitä ainakin sellaisena osatavoitteena, jolla yrityksen elinkelpoisuus voidaan turvata (Johansson 1998, 87). Kasvun voidaan sanoa olevan ainakin eräs mahdollinen yrityksen, sen omistajien tai johdon päämäärä (Suvas 1988, 58).

Salmen (1996, 18) yrityksen kasvumallit ja -teoriat, joissa on tutkittu kasvuun vaikuttavia tekijöitä, voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

- 1) *Monokausaalisten kasvuteorioiden* mukaan kasvulle on vain yksi syy. Esimerkiksi Marxilaisen teorian mukaan kasvu johtuu mekanistisesta pääomien kasautumisprosessista.
- 2) *Multikausaalisisissa teorioissa* kasvun oletetaan aiheutuvan sisäisistä ja ulkoisista tekijöistä. Kasvu aiheutuu multikausaalisisissa teorioissa siis monista eri syistä. Sisäisinä kasvun edellytyksinä voivat toimia esimerkiksi hyväksikäyttämätön tuotantokapasiteetti, henkilöstön lisääntyneet tiedot ja

innovaatiot. Ulkoisia edellytyksiä ovat taas esimerkiksi kysynnän kasvu, kilpailutilanne, tekninen kehitys, suhdanteet ja julkisen vallan toimenpiteet.

- 3) *Stokastisissa kasvuteorioissa* lähdetään liikkeelle siitä, että kasvulle ei voida esittää mitään erityisiä syitä, vaan se on täysin sattumanvaraista.

Yrityksen kasvuun vaikuttavia tekijöitä on tutkinut Hajba. (1978, 43-184) Hajba asetti tutkimuksessaan kasvu determinanteiksi yrityksen toimialan, yrityksen koon, yrityksen iän, yrityksen sijainnin, keskittymisen diversifioinnin, markkinaosuuden, viennin, fuusiot, innovaatiot ja liikkeenjohdon strategiat. Tutkimustulostensa perusteella Hajba on jakanut yrityksen kasvuun vaikuttavat tekijät neljään ryhmään:

1. ***Suorat kasvudeterminantit*** (yrityksen koko, fuusiot ja vientitoiminta), joilla on suora vaikutus yrityksen kasvuun.
2. ***Rinnakkaiset kasvudeterminantit*** (yrityksen ikä ja innovaatiotoiminta), joilla on sekä suoraa että muiden determinanttien kautta tapahtuvaa kasvuvaikutusta.
3. ***Taustadeterminantit*** (liikkeenjohdon strategia ja diversifioituminen), joiden kasvuvaikutus tapahtuu mallin muiden determinanttien kautta.
4. ***Stokastiset tekijät***, jotka selittävät yrityksen kasvua yksittäistapauksissa.

Yksittäisen yrityksen selviytymisen kannalta voi tuotannon ja myynnin kasvattaminen olla selviämisen edellytys (Johansson 1998, 18). Yrityksen elinkykyä pitävät useat tutkijat yrityksen ehdottomana primääritavoitteena. Kilpailuolosuhteissa ja taloudellisen kasvun vallitessa yrityksen kasvu on välttämätöntä, mikäli yritys haluaa *turvata elinkykynsä* (Hajba 1978, 5). Muiden tavoitteiden saavuttaminen on mahdollista vain, jos yritys on elinkelpoinen. Prihdin (1980, 20-21) mukaan suurempi yritys kykenee toimimaan pientä kauemmin konkurssia ennustavan Z-arvon painuttua kriittisen pisteen alle.

Yritysten kasvu on riippuvainen kansantalouden ja yrityksen toimialan kasvusta (Lilius 1993, 12). Jos toimiala ei kasva, eivät sen yrityksetkään ainakaan keskimäärin kasva. On selvää, että yrityksen on kasvettava vähintään samaa vauhtia kuin ympäröivät markkinat, jotta se voi säilyttää kilpailuasemansa. Mikäli yritys kasvaa tätä hitaammin,

se menettää markkinaosuuttaan, kilpailuetuaan ja kehittymismahdollisuuksia kilpailijoilleen (Vuokila 1999, 4). Jos yritys kasvaa ympäröiviä markkinoita nopeammin, se voi parantaa kilpailuasemaansa muiden toimijoiden kustannuksella.

Suuren markkinaosuuden saavuttaminen antaa yritykselle tiettyä varmuutta ja jopa monopolimaista valtaa. (Starbuck 1971, 27-29) Pienten yritysten on vaikeaa uhata suureksi kasvaneen yrityksen asemaa. Suurta markkinaosuutta pidetäänkin yleisesti menestymisen mittana ja sen seuraamista liikkeenjohdon keskeisenä informaationa.

Todennäköinen syy kasvulle on *voiton maksimointiajattelu*, jossa pyritään kasvattamaan yrityksen tulosta suurentamalla markkina-aluetta, suurentamalla markkinaosuutta ja laajentamalla tuotevalikoimaa. Yleisesti voidaan havaita suuremman yrityksen tuottavan absoluuttisesti mitattuna suuremman markkamääräisen voiton kuin pienempi yritys. Voiton maksimointia pitkällä tähtäyksellä onkin aina pidetty eräänä yrityksen tavoitteista. (Hajba 1978, 6) Jos oletetaan, että yrityksen kasvulla on myönteinen vaikutus yrityksen voittoon, näyttäisi siltä, että kasvulla yrityksen päämääränä on laaja kannatus (Bridge & Dodds 1978, 15). Voiton maksimointiin perustuvaan yrityksen teoriaan liittyy ajatus yrityksen optimaalisesta koosta ja yleensä ajatellaan, että tuo optimaalinen koko on suurempi kuin yrityksen alkuperäinen koko (Neilimo & Pekkanen 1996, 7).

Eryteisesti *johdon ambitiot* ovat hyvin yleinen kasvun kannustin (Hajba 1978, 7). Yrityksen johdon kannalta tarkasteltuna kasvuhalu saattavat lisätä toiveet korkeammasta palkasta, vaikutusvallan lisääntymisestä ja statuksen noususta.

Myös *arvovallan tavoittelua* voidaan pitää eräänä kasvun yllykkeenä. Kasvava yritys tulee yhteiskunnassa näkyväksi ja sillä on näin hyvät mahdollisuudet luoda positiivinen yrityskuva. (Hajba 1978, 7) Yrityksen kokoa pidetäänkin yleisesti eräänä menestymisen mittana.

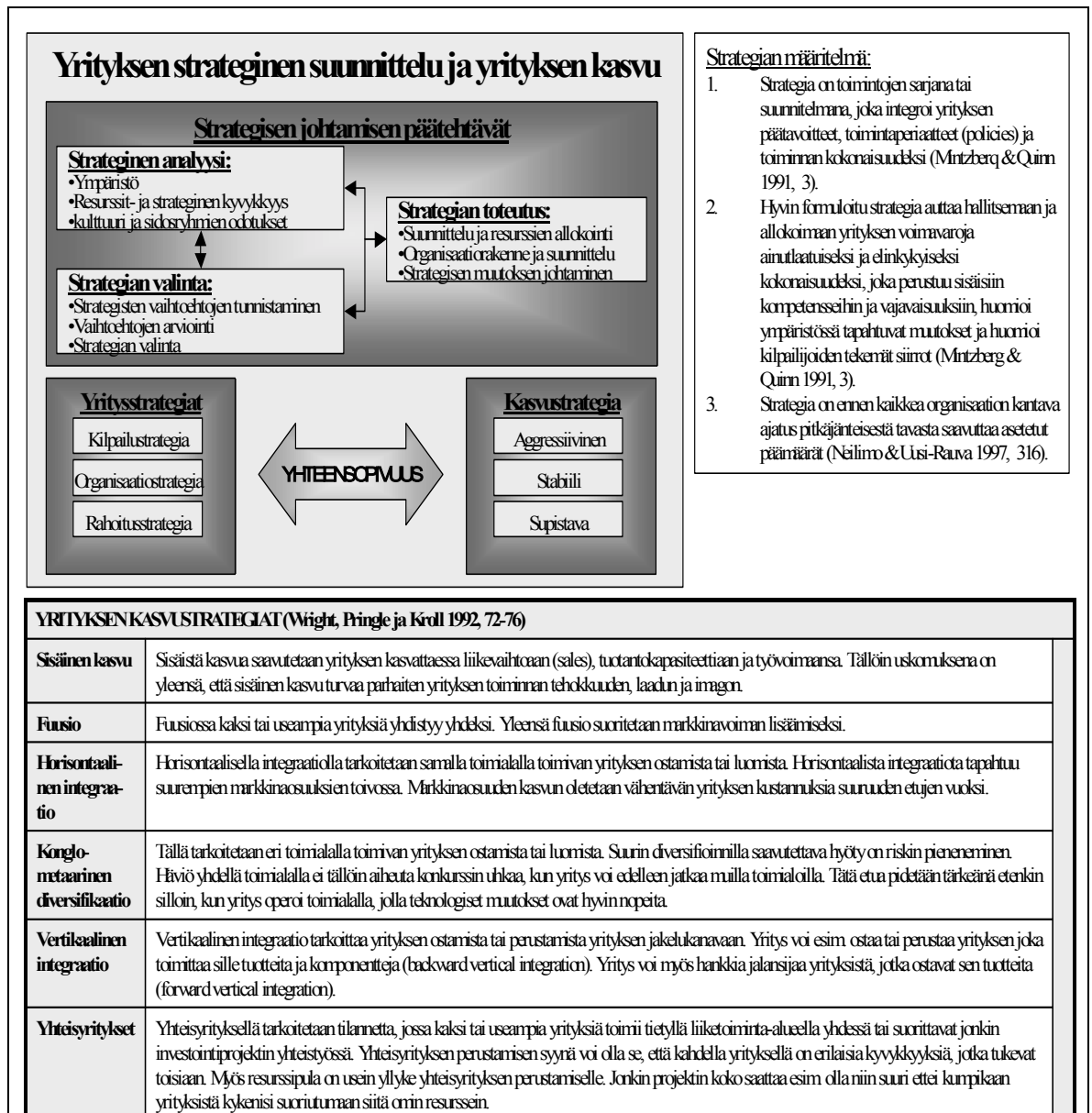
Yrityksen suurempi koko tuo mukanaan *suurtuotannon etuja*. Scherer (1980, 81-84) jakaa suurtuotannon edut kolmeen ryhmään: tuotekohtaisiin etuihin, yksikkötasoisiiin etuihin ja erikoistumiseen liittyviin etuihin. Tuotekohtaisia etuja saavutetaan valmistamalla tai myymällä suuria määriä tiettyä tuotetta. Suurten erien käsittely tulee

yrittäjien eri toiminnossa edullisemmaksi kuin pienten. Yksikkötasolla on mahdollista alentaa keskimääräisiä yksikkökustannuksia valmistusyksikköä laajentamalla, useiden koneiden käytön tuomalla tuotannollisella varmuudella jne. Suuri taloudellinen koko johtaa siihen, että tuotteen yksikköhinta alenee, kun absoluuttinen volyyymi jaksolla lisääntyy (Porter 1980, 27). Suuri yritys voi käyttää tehokkaampia koneita ja tuotantomenetelmiä, palkata palvelukseensa kyvykkämpiä henkilöitä jne. On todettu, että erityisesti pienet yritykset pystyvät kasvaessaan käyttämään hyväkseen näitä alenevien yksikkökustannusten etuja (Hajba 1978, 6). Erikoistumiseen liittyvät edut tarkoittavat kasvun yhteydessä sitä, että suuren yrityksen eri yksiköt voivat erikoistua suorittamaan vain tiettyä tehtävää. Tämä on omiaan lisäämään tehokkuutta.

Suuret yritykset ovat vähemmän alttiita eri syistä johtuville heilahteluille kuin pienet (Hajba 1978, 7). Suurempi koko merkitsee siten yleensä *parempaa stabiiliteettia*. Suuremmalla koolla saatetaan pyrkiä *pienentämään* yritykseen toimintaan kohdistuvaa *riskiä*. Riskiä pyritään vähentämään esimerkiksi diversifioitumalla eri toimialoille. (Hajba 1978, 7)

Yrityksen kasvu on yrityksen strategian muodostuksen keskeisiä osa-alueita (<<http://www.teemuaho.fi/kasvunhallintaraportti.html>>18.2.2002). Yrityshän asemoi itsensä kasvun mukanaan tuomalla koon muutoksella markkinoille suhteessa muihin toimijoihin (kilpailijat, asiakkaat, toimittajat, uudet tulokkaat ja korvaavia tuotteita tarjoavat yritykset). Yrityksen kasvun voidaan siis omalta osaltaan todeta muuttavan toimialan rakenteita. Tällä asemalla on usein hyvin ratkaiseva merkitys yrityksen menestymisen kannalta.

Seuraavassa kuviossa (kuvio 6) on esitetty strategisen suunnittelun päätehtävät (Johnsson & Scholes 1993, 23) , yritysstrategiat (Neilimo & Uusi- Rauva 1997, 318) ja yrityksen kasvustrategiat (Brealey & Myers 1996) sekä näiden linkittyminen toisiinsa:



Kuvio 6 Strateginen suunnittelu ja yrityksen kasvustrategiat

Yrityksen kasvustrategia on osa yritysstrategiaa ja sen kehittämisessä on syytä kiinnittää huomiota kaikkiin Johnsonin ja Scholesin ehdottaman mallin vaiheisiin. Lisäksi on syytä varmistua siitä, että kilpailu-, organisaatio- ja rahoitusstrategiat eivät sisällä ristiriitoja yrityksen kasvustrategian kanssa.

Yrityksen kasvutavoite tulisi aina siis nähdä myös osana strategista kokonaisuutta, koska kasvulla on hyvin voimakkaita vaikutuksia yrityksen menestymismahdollisuuksiin. Varsinkin aggressiivisesti kasvavan yrityksen kannattaa

määritellä erillinen kasvustrategia, joka on osa suurempaa yritysstrategiakokonaisuutta. Teoreettisesti ajateltuna yrityksen kasvupolitiikan/strategian tulisi aina olla yritysstrategiaa tukeva. Voi olla, että jollakin strategiakaudella kasvu on jopa ensisijainen strateginen tavoite. Voidaankin väittää, että yrityksen kasvustrategia on alisteinen yrityksen päästrategialle.

Yritys voi kasvun avulla muuttaa voimasuhteitaan muihin toimijoihin nähden. Näin ollen kasvu saattaa olla yritykselle erittäin merkittävä strateginen tavoite.

Edellä esitetyn perusteella voidaan todeta, että kasvun merkitys voi vaihdella eri yrityksissä ja myös samassa yrityksessä eri aikoina. Se voi äärimmäistapauksessa olla ainoa tavoiteltava päämäärä, ja toisessa ääripäässä saattaa kasvu olla täysin merkityksetön tai sitä pyritään nimenomaan välttämään (Suvas 1988, 58).

3 YRITYKSEN TAVOITTEENMUODOSTUS

Tutkielman johdantoluvussa yritys määriteltiin rahoittajiensa muodostamaksi koalitioksi. Yrityksen tavoitteet voidaan tämän tarkastelunäkökulman mukaan johtaa omistajien ja velanantajien tavoitteista. Yrityksen tavoitteiden tulisi tällöin olla yhtenevät rahoittajien tavoitteiden kanssa.

3.1 Rahoittajien tavoitteenmuodostus

Omistajat ja velkojat sijoittavat pääsääntöisesti rahamääräisiä panoksia yrityksen toimintaan. Rationaalisesti toimivat rahoittajat siirtävät tämän päivän kulutustaan myöhempään ajankohtaan ainoastaan saadessaan korvauksen kantamastaan riskistä. Rationaalinen päätöksenteko edellyttää, että he odottavat saavansa sijoituksistaan riittävän korvauksen, joka rahoitusteorian mukaan on vähintään vaihtoehtoiskustannuksensa suuruinen. Koska yrityksen liiketoimintaa sisältyy aina riskiä, on korvauksen siis oltava suurempi kuin alkuperäinen sijoitus. On kuitenkin selvää, että kummankaan rahoittajaryhmän intresseissä kasvu ei voi olla ensisijainen tavoite.

Yrityksen rahoittajien tavoitteenmuodostusta on tutkinut Yli- Räisänen (1985, 34-56). Yrityksen tavoitteena tulee edellä esitetyn päättelyketjun mukaisesti olla rahoittajien sijoittamien panosten korvaaminen. Yrityksen johdon on toisin sanoen suunniteltava ja järjestettävä yrityksen toiminta siten, että rahoittajien tavoitteet saavutetaan ja yrityskoalitio säilyy (Yli- Räisänen 1985, 15).

Oman pääoman ja vieraan pääoman rahoittajien tavoitteenmuodostus tapahtuu periaatteessa samalla tavalla. Eroavuus on siinä, että vieraan pääoman rahoittajien korvaus on sovittu, mutta oman pääoman rahoittajien sen sijaan ei ole (Yli- Räisänen 1985, 85). Yli- Räisänen mukaan yrityksen rahoittajat asettavat vaatimalleen korvaukselle määrä-, muoto-, ja varmuustavoitteen.

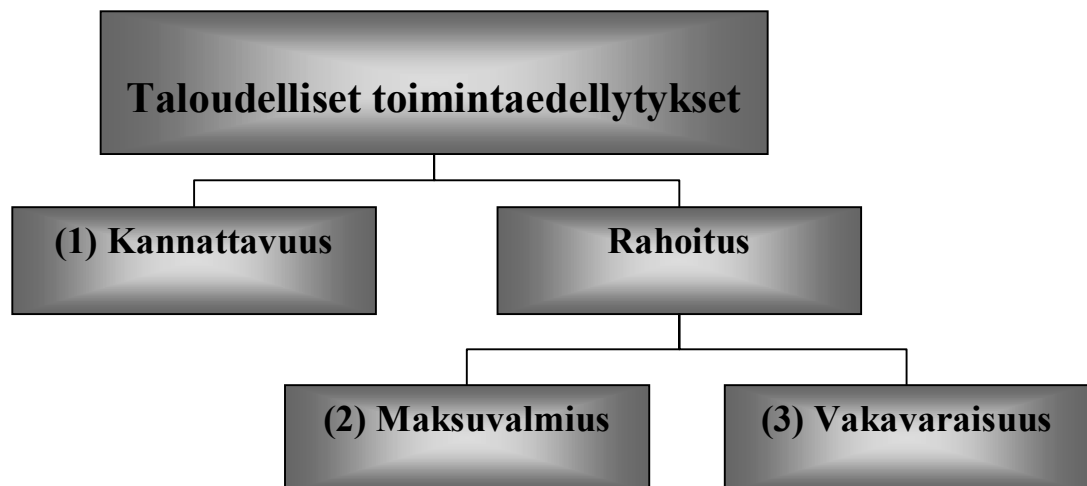
Molempien rahoittajaryhmien korvauksen *määrätavoitteen* tyydyttäminen edellyttää pitkällä tähtäyksellä yritykseltä riittävän hyvää kannattavuutta (Yli- Räisänen 1985, 85). Rahoittajille ei ole mahdollista maksaa korvauksia, jos yrityksen toiminta ei tuota voittoa. Lyhyellä tähtäimellä yrityksen toiminta voi olla kannattamatontakin, jos yritys kykenee hoitamaan juoksevat menonsa. Tämä tarkoittaa sitä, että varsinkin oman pääoman ehtoiset sijoittajat voivat suostua odottamaan korvauksiensa saamista. Tällöin tulevaisuudessa saatavan korvauksen on luonnollisesti oltava suurempi.

Vieraan pääoman rahoittajien korvauksen *muototavoite* on korvaus koron muodossa ja oman pääoman rahoittajien osingonjakona ja/tai myyntivoittona (Yli- Räisänen 1985, 85). Mikäli oman pääoman rahoittajille korvaus suoritetaan osingonjaon muodossa ja vieraan pääoman rahoittajille korkona, edellyttää korvausten suorittaminen yritykseltä maksuvalmiutta (Yli- Räisänen 1985, 85-86). Osakkeenomistajat saavat sijoituksistaan korvauksia myös myymällä osakkeita. Tämä ei sinänsä edellyttäisi yritykseltä maksuvalmiutta, mutta maksuvalmiushäiriöt todennäköisesti laskevat osakkeen kurssia eli pienentävät osakkeenomistajalle koituvia korvauksia. Näin ollen korvauksen muototavoitetta vastaavana johdon vastinkäsittteenä pidetään sellaisen maksuvalmiuden saavuttamista, joka mahdollistaa korvausten suorittamisen rahoittajille osingonjaon ja koron muodossa. (Yli- Räisänen 195, 86)

Korvauksen *varmuustavoitteella* tarkoitetaan sijoituksen menettämismahdollisuuden estämistä. Siten johdon vastinkäsittteen tulisi indikoida sijoitukseen liittyvää riskiä. (Yli- Räisänen 1985, 87) Korvauksen saannin varmuustavoite liittyy molemmilla rahoittajatyypeillä korvauksen määrän saannin varmuuteen ja lisäksi oman pääoman rahoittajilla myös korvauksen saannin muotoon (Yli- Räisänen 1985, 87). Oman pääoman rahoittajan sijoituksen varmuustavoitteena on sellainen rahoitusrakenne, joka ei vaaranna oman pääoman rahoittajien sijoitusta (Yli- Räisänen 1985, 87). Aivan vastaavasti voidaan sanoa myös vieraan pääoman rahoittajan sijoituksen varmuustavoitteen osalta vakuusjärjestelyistä huolimatta (Yli- Räisänen 1985, 88). Kysymys voidaan kiteyttää yrityksen vakavaraisuudeksi, jolla tarkoitetaan pääomien palautuskykyä. Rahoittajien sijoituksen varmuustavoitetta vastaavana operatiivisen johdon vastinkäsittteenä on siten vakavaraisuus (Yli- Räisänen 1985, 88).

3.2 Yrityksen taloudellisten toimintaedellytysten komponentit

Yrityksen taloudelliset toimintaedellytykset (kuvio 7) ymmärretään yleensä kannattavuudeksi ja rahoitukseksi (Leppiniemi & Puttonen 1996, 266). Rahoitusta, joka usein yrityksen tavoitteita määriteltäessä ymmärretään kannattavuustavoitetta palvelevaksi keinomuuttujaksi (ns. function of finance- ajattelu), voidaan tarkastella sekä yrityksen maksukykyisyyden eli likviditeetin että rahoitusrakenteen ”terveyden”, vakavaraisuuden suhteen (Kettunen, Mäkinen & Neilimo 1976, 91). Rahoitusta tarkastellaan sekä lyhyen että pitkän aikavälin kysymyksenä (Leppiniemi & Leppiniemi 1997, 38). Lyhyttä aikaväliä koskevassa lähestymistavassa puhutaan maksuvalmiudesta ja pitkää aikaväliä koskevassa lähestymistavassa vakavaraisuudesta (Leppiniemi & Leppiniemi 1997, 39).



Kuvio 7 Taloudelliset toimintaedellytykset (Leppiniemi & Leppiniemi 1997, 38)

Näiden tilinpäätöspohjaisten taloudellisten toimintaedellytysten lisäksi taloudellisten toimintaedellytysten käsite voidaan haluttaessa ymmärtää laajempänä: taloudellisiin toimintaedellytyksiin voidaan sisällyttää esim. henkilökunnan motivoituneisuus, yrityksen saavuttamat markkinaosuudet ja yrityksen ja sen tuotteiden markkinaosuuskehitys jne. (Leppiniemi & Puttonen 1996, 266). Tässä tutkielmassa yrityksen taloudellisilla toimintaedellytyksillä tarkoitetaan niiden suppeampaa sisältöä eli kannattavuutta, maksuvalmiutta ja vakavaraisuutta.

Seuraavassa (1-3) on määritelty yrityksen taloudellisten toimintaedellytysten sisältö:

3.2.1 Kannattavuus

Yrityksen kannattavuus tarkoittaa yrityksen kykyä tuottaa liiketoiminnallaan tuloja enemmän kuin tulojen hankkimiseksi on tarvinnut uhrata menoja. (Kallunki Kytönen & Martikainen 1998, 73) Kannattavuudella tarkoitetaan yleisessä keskustelussa sijoitetulle pääomalle saatavaa tuottoa (Laitinen 1996, 45). Kannattavuuden perusajatuksena on, että yrityksen menot uhrataan tulojen tuottamiseksi (Renko 2000, 28).

Kahta yritystä ei kuitenkaan voida pitää yhtä kannattavana, jos ne tuottavat samansuuruisia menoja kohti yhtä paljon tuloja, mikäli nämä tulot kertyvät eri nopeuksilla (Laitinen 1994a, 41). Investoinnin sisäinen korkokanta on sitä suurempi mitä nopeammin investoinnin aiheuttamat tulot kertyvät. Tulojen ja menojen välinen aikaviive on merkittävä kannattavuuden tasoon vaikuttava tekijä. Mitä lyhyempi on tulojen ja menojen välinen aikaviive sitä parempi kannattavuus on ja päinvastoin.

Yrityksen kannattavuus voidaan ilmaista:

1. *Suhteellisena kannattavuutena*

- Kannattavuutta mitataan jakamalla yrityksen tilikauden tuotot yritystoiminnan sitoman pääoman määrällä (Kallunki ym. 1998, 73-74). Näin aikaansaatu kannattavuusmittari ilmaisee yrityksen suhteellista kannattavuutta. Kannattavuuden suhteellinen mittaustapa mahdollistaa eri kokoluokkiin kuuluvien yritysten keskinäisen vertailun.

2. *Absoluuttisena kannattavuutena*

- Voittomarkat tms.

Kannattavuuskäsite voidaan yleisessä muodossaan määritellä yrityksen pitkän tähtäyksen tulontuottamiskyvyksi suhteutettuna eri sidosryhmien yrityksille kohdistamiin vaatimuksiin (Kettunen ym. 1976, 85). Kannattavuuden mittaaminen yhden tilikauden lukujen perusteella ei vastaa kannattavuuden pitkän aikavälin luonnetta, mutta tällä tavoin voidaan varsin luotettavasti arvioida yrityksen kannattavuutta (Kallunki ym 1998, 74). Kannattavuusanalyysiä voidaan kuitenkin

tarkentaa tarkastelemalla kannattavuuden tunnuslukujen kehitystä useamman tilikauden ajalta.

Kannattavuus ja kannattamattomuus on lukuisten yrityksessä tehtyjen päätösten ja toimenpiteiden seurausta. Yritys muodostuu tehdyistä investoinneista. Suoritettujen investointien kannattavuuksien yhteisvaikutuksesta muodostuu koko yrityksen kannattavuus. Yrityksen tulot ja menot vaihtelevat investointien ajoittumisen ja suhdannevaihtelujen mukaan, joten kannattavuus määritellään yleensä yrityksen pitkän aikavälin tulontuottamiskyvyksi. (Kallunki ym. 1998, 73)

Kannattavuutta voidaan tarkastella myös erilaisten sijoittajien näkökulmasta laskemalla kannattavuuden tunnuslukuja käyttäen eri pääomalajeja kuten omaa pääomaa ja koko sijoitettua pääomaa (Kallunki ym. 1998, 74). Tästä näkökulmasta kannattavuus voidaan jakaa kahteen osaan:

1. Koko pääoman kannattavuus

- Yrityksen monipuolinen kehittäminen on mahdollista, kun koko pääoman kannattavuus on hyvä (Laitinen 1994b, 40). Liiketaloudellisesti toimiva yritys sijoittaa menoja toimintaansa siinä uskossa, että ne tuottavat tuloja vähintäänkin yhtä paljon ja samalla varmuudella kuin muut sijoituskohteet (Laitinen & Luotonen 1996, 45). Mikäli jokin toinen sijoituskohte tarjoo samalla riskitasolla paremman odotetun tuoton tai pienemmällä riskitasolla saman odotetun tuoton, kannattaa yrityksen sijoittaa oman toimintansa sijasta tähän kohteeseen.

2. Oman pääoman kannattavuus

- Omistajien näkökulmasta yritys voidaan nähdä sijoituskohteena, johon investoidaan tulojen toivossa. Markkinataloudessa omistajat perustavat yrityksen ja sijoittavat siihen varojaan siinä uskossa, että he saavat sijoitukselleen riskiin nähden kilpailukykyisen tuoton (Laitinen & Luotonen 1996, 46). Oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus määrittelee oman pääoman kannattavuudelle riittävän tason. Rahoitusteoria suosittaa oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämiseen capital asset pricing- mallia, jonka avulla voidaan

määrittää arvopaperimarkkinoiden riski/tuotto- suhteen mukainen tuottovaatimus. Mikäli yritys ei kykene tällaista tuottoa tarjoamaan, ei sen olemassaololle ole perusteita. Tämä johtuu siitä, että oman pääoman ehtoisen sijoittajan kannattaa investoida muihin kohteisiin.

Vieraan pääoman sijoittaja saa korvauksensa ennalta sovitun koron muodossa. Loppuosa yrityksen nettotuloista eli voitosta kuuluu omalle pääomalle. Näin oman pääoman kannattavuus riippuu siitä, miten paljon yritykseen on sijoitettu oman pääoman lisäksi vierasta pääomaa (Laitinen & Luotonen 1996, 47). Velkarahoituksen vipuvaikutus tarkoittaa sitä, että oman pääoman kannattavuus nousee velan määrän kasvaessa, jos koko pääoman kannattavuus on hyvä. Vipuvaikutus toimii myös toiseen suuntaan: koko pääoman kannattavuuden ollessa huono alenee oman pääoman kannattavuus velan määrän kasvaessa. Vieras pääoma saattaa siten hyvin sijoitettuna tuottaa omistajille suuren tuoton, mutta vastaavasti se tuo mukanaan myös suuren tappiovaaran eli riskin. (Laitinen & Luotonen 1996, 47)

Yrityksen kannattavuutta pidetään perinteisesti yhtenä yrityksen tärkeimmistä tavoitteista. Kannattava yritys suoriutuu velvoitteistaan helposti ja kykenee maksamaan osan voitoista osinkoina omistajille. Kannattamaton yritys ajautuu usein rahoituskriisiin, koska sen tulorahoitus ei riitä edes korvausinvestointien rahoittamiseen. Jos tämä olotila jatkuu pitkään vaarantuu koko yrityksen olemassaolo. (Laitinen & Luotonen 1996, 9) Yrityksen kannattavuus on siis eräs tärkeä yrityksen toiminnan jatkuvuuteen liittyvä tekijä. Kannattamattomat yritykset kuolevat ja kannattavat yritykset säilyvät hengissä. Mikäli yrityksen pitkän aikavälin kannattavuus ja kasvu eivät ole keskenään tasapainossa, joutuu yritys rahoituksen riittämättömyydestä aiheutuvien ongelmien eteen, ts. rahoituskriisiin (Suvas 1988, 8).

3.2.2 Maksuvalmius

Määritelmänsä mukaisesti maksuvalmius kuvaa yrityksen lyhyen aikavälin rahoituksen riittävyttä (Kallunki ym. 1998, 82). Maksuvalmius kertoo yrityksen kyvyn selviytyä maksuistaan joka hetki, sekä ajallaan että edullisimmin (Renko 2000, 29). Jos yrityksen käytettävissä oleva rahoitus ei riitä, on yritys maksuvalmiuskriisissä riippumatta siitä, miten hyvin sen toiminta kannattaa. Maksuvalmius on sitä parempi, mitä enemmän

yrityksellä on rahoitusta suhteessa maksuvelvoitteisiin. Maksuvalmiuden ollessa riittävällä tasolla yrityksellä on aina tarpeeksi kassareservejä tai muuta tarvittaessa nopeasti rahaksi muutettavaa omaisuutta maksuvelvoitteidensa hoitamiseksi. (Kallunki ym. 1998, 82) Jos yrityksen rahoitus ei riitä maksuvelvoitteiden maksamiseen, ei se voi jatkaa toimintaansa entiseen tapaan, vaikka sen kannattavuus olisi hyväkin (Laitinen 1996 & Luotonen, 47).

Yrityksen maksuvalmius voi ilmetä sen kassavaroissa ja pankkitalletuksissa. Maksuvalmiutta edustavat myös helposti käyttöön saatavat joustot, kuten saamiset, vaihto-omaisuusvarasto sekä velkaantumismahdollisuus. (Leppiniemi & Leppiniemi 1997, 213)

Maksuvalmiusvaikeuksiin ajautuneen yrityksen on kyettävä ratkaisemaan maksuvalmiuskriisinsä, jotta sen toiminta voi jatkua. Kun yritys joutuu maksuvalmiuskriisiin, se joutuu turvautumaan yhä kalliimpiin rahoitusmuotoihin ja samalla sen toiminnan riskit kasvavat (Rantanen 1987, 21). Maksuvalmiuskriisin pitkittyminen johtaa menojen karsimiseen, jolloin yritys joutuu myöhemmin tyytymään pienempiin tuloihin. Maksuvalmius on siten toiminnan häiriöttömän jatkumisen kannalta erittäin tärkeä toimintaedellytys (Laitinen & Luotonen 1996, 47). Korkea maksuvalmius toisaalta sitoo yrityksen omaisuutta huonosti tuottavaan kassareserviin (Kallunki ym. 1998, 79). Tämän vuoksi tarpeettoman suuri maksuvalmius ei ole suositeltavaa.

Yrityksen maksuvalmius voidaan jakaa kahteen osaan:

1. ***dynaamisessa maksuvalmiudessa*** on kysymys siitä, miten hyvin yritys pystyy tulo-rahoituksellaan huolehtimaan maksuvelvoitteista tarvitsematta turvautua ulkopuoliseen rahoitukseen (Laitinen & Luotonen 1996, 47). Lähestymistapa keskittyy juokseviin virtoihin (tulo- ja maksuvirtoihin), jonka vuoksi se on dynaaminen. Mitä paremmin yrityksen tulo-rahoitus riittää maksuvalmiuden ylläpitoon, sitä parempi on yrityksen dynaaminen maksuvalmius. Dynaamista maksuvalmiutta kutsutaan usein myös tulo-rahoituksen riittävydeksi.
2. ***staattisessa maksuvalmiudessa*** on kysymys siitä, miten hyvin yrityksen nopeasti rahaksi muutettava (tai muuttuva) eli likvidi omaisuus kattaa lyhyellä tähtäyksellä erääntyvät velat (Laitinen & Luotonen 1996, 48). Lähestymistapaa

pidetään staattisena, koska se perustuu seisoviin omaisuus- ja velkavarantoihin. Yrityksen staattinen maksuvalmius on sitä parempi, mitä enemmän sillä on likvidiä omaisuutta suhteessa lyhytaikaisiin velkoihin. Staattista maksuvalmiutta kutsutaan myös rahoituspuskuriksi, koska likvidit varat muodostavat puskurin, jota voidaan käyttää äkillisiissä rahoitustarpeissa. Jos yrityksen tulorahoituksessa tapahtuu heilahteluja, on staattinen maksuvalmius erityisen tärkeä toimintaedellytys. Toisaalta tulorahoituksen kertymän ollessa suuri ja tasainen, riittää pienikin puskuri takaamaan maksuvalmiuden säilymisen.

Yritysprosessin läpimenoaika on eräs tärkeä maksuvalmiuden osatekijä (Laitinen & Luotonen 1996, 48). Jos yritys maksaa omat tuotannontekijänsä pitkällä maksuajalla, valmistaa ja markkinoi tuotteen nopeasti ja saa asiakkaansa maksamaan laskunsa lyhyellä maksuajalla, pysyy dynaaminen maksuvalmius yleensä kunnossa edellyttäen, että yritys saa myös katetta menoilleen (eli toiminta yleensä kannattaa) (Laitinen & Luotonen 1996, 48-49).

Yritysprosessin läpimenoajan lyhentäminen parantaa dynaamista maksuvalmiutta, mutta saattaa heikentää samanaikaisesti staattista maksuvalmiutta. Täten dynaaminen ja staattinen maksuvalmius saattavat muuttua toimintaa tehostettaessa eri suuntiin. (Laitinen & Luotonen 1996, 49) Tämä aiheutuu siitä, että likvidi omaisuus eli rahoitusomaisuus ja varastot vähenevät tai siitä, että ostovelkojen maksuaikaa pidennetään eli yrityksen lyhytaikaisten velkojen määrää kasvatetaan. Selvää kuitenkin on, että tulorahoituksen riittävyyden parantuessa rahoituspuskurin tarve myös pienenee, joten maksuvalmiuden häiriöherkkyys ei tehostamisesta tavallisesti heikkene, vaan saattaa päinvastoin parantua. (Laitinen & Luotonen 1996, 49)

3.2.3 Vakavaraisuus

Yrityksen vakavaraisuus tarkoittaa vieraan ja oman pääoman osuutta koko pääomasta (Kallunki ym. 1998, 79). Vakavaraisuudella tarkoitetaan yleisesti yrityksen rahoitusrakenteen terveyttä siten, ettei vieraan pääoman osuus ole liian hallitseva (Laitinen & Luotonen 1996, 49). Vakavaraisuuden voidaan katsoa tarkoittavan yrityksen pitkän aikavälin maksuvalmiutta (Leppiniemi & Leppiniemi 1997, 224).

Vakavaraisuudesta käytetään myös nimityksiä velkaisuus tai rahoitusrakenne (Kallunki ym. 1998, 79).

Vakavaraisuutta osoittavat tunnusluvut pyrkivät mittaamaan yrityksen rahoitusriskiä. Rahoitusriskissä on kysymys siitä, millä todennäköisyydellä yritys pystyy hoitamaan juoksevat velvoitteensa (Leppiniemi & Leppiniemi 1997, 225). Mitä enemmän yritys on käyttänyt investointiensa rahoittamiseen vieraan pääoman ehdoin saatua rahoitusta, sitä raskaammaksi muodostuvat tästä pääomankäytöstä maksettavaksi tulevat voitonjakomaksut ja pääoman lyhennykset (Kettunen ym. 1976, 91). Koska tulevaisuus on epävarma ja kassavirroissa tapahtuu ennalta tietämättömiä vaihteluita, merkitsee vieraan pääoman käyttäminen riskin lisääntymistä. (Majala 1975, 205) Raskas velkataakka nostaa omistajaan kohdistuvaa korvauksetta jäämisen riskiä. Tällöin on oletettavissa, että yrityksen pääomarakenteen tullessa vieraspääomavaltaiseksi katsovat yrityksen oman pääoman sijoittajat riskin kasvaneen ja vaativat sijoituksilleen lisätuottoa kasvaneesta riskistä johtuen. (Kettunen ym. 1976, 111) Nousevan oman pääoman kustannuksen lisäksi yrityksen pääomakustannuksia saattaa nostaa myös lisävelkojen kustannusten nousu. Myös velanantajan riski jäädä ilman täysimääräistä pääomanpalautusta nimittäin kasvaa yrityksen velkaantuessa. Vakavaraisuus on yrityksen pitkän aikavälin ominaisuus, sillä korollinen vieras pääoma on pääosaltaan pitkäaikaista rahoitusta. (Kallunki ym. 1998, 79)

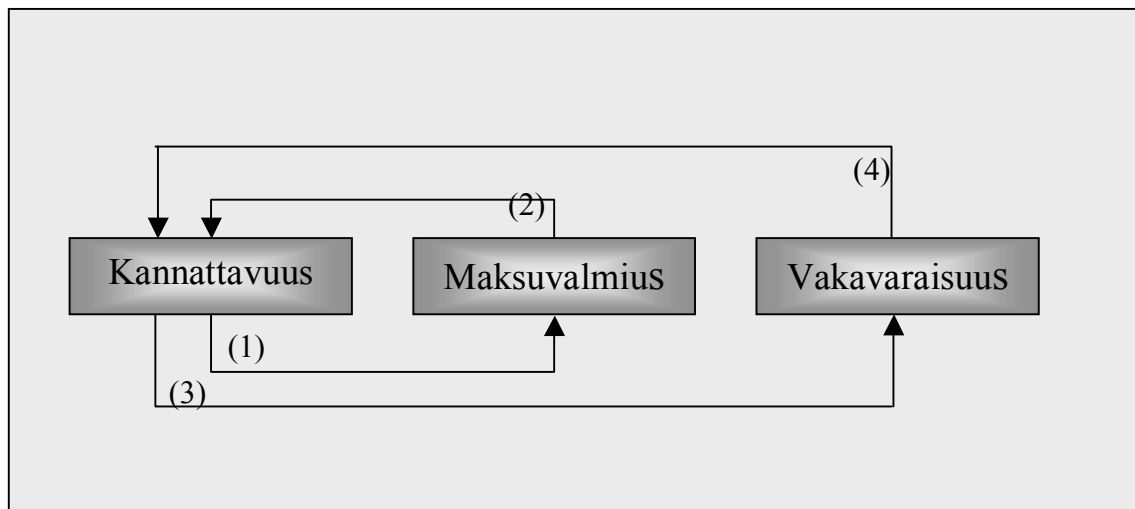
Yrityksen vakavaraisuus voidaan jakaa kahtia:

1. *Staattinen vakavaraisuus* eli pääomarakenne perustuu varantoihin aivan samalla tavalla kuin staattinen maksuvalmius (Laitinen & Luotonen 1996, 49). Staattisessa vakavaraisuudessa tarkastellaan sitä, miten hyvin yrityksen omaisuuden arvo vastaa yrityksen vierasta pääomaa. Mitä enemmän omaisuuden arvo ylittää vieraan pääoman määrän, sitä paremmaksi staattinen vakavaraisuus katsotaan. (Laitinen & Luotonen 1996, 50) Staattinen vakavaraisuus samaistetaan usein rahoitusriskin käsitteeseen, koska rahoittajien saamat osuudet riippuvat likvidointitilanteesta siitä.
2. *Dynaamisessa vakavaraisuudessa* on kyse kysymys vieraan pääoman takaisinmaksukyvystä. Dynaaminen vakavaraisuus eli takaisinmaksukyky perustuu virtakäsitteisiin. (Laitinen & Luotonen 1996, 50) Dynaaminen

vakavaraisuus tarkoittaa sitä, miten hyvin yritys selviytyy tulo-rahoituksensa avulla vieraan pääoman maksuvelvoitteista.

3.3 Toimintaedellytysten keskinäiset vuorovaikutussuhteet

Yrityksen taloudelliset toimintaedellytykset omaavat monia keskinäisiä vaikutussuhteita. Toimintaedellytyksiä ei voida tämän vuoksi käsitellä toisistaan erillisinä tekijöinä, vaan niiden väliset vuorovaikutussuhteet on aina pyrittävä huomioimaan päätöksenteossa. Seuraavassa kuviossa (kuvio 8) on esitetty yrityksen taloudellisten toimintaedellytysten keskinäiset vuorovaikutussuhteet.



Kuvio 8 Johdon vastinkäsitteiden keskinäiset suhteet (Yli- Räisänen 1985, 91).

Kannattavuuden ja vakavaraisuuden keskinäisistä suhteista (3 ja 4) todetaan: mitä parempi kannattavuus on sitä parempi on yrityksen vakavaraisuusaste ja päinvastoin ceteris paribus (Yli- Räisänen 1985, 89). Jos syntynyttä voittoa ei jaeta kokonaisuudessaan omistajille, ilmenee hyvä kannattavuus pääomarakenteen painottumisena oman pääoman suuntaan. Toisaalta voidaan ehkä tietyissä tilanteissa sanoa, että mitä parempi vakavaraisuus on sitä huonompi kannattavuus on ja päinvastoin. (Yli- Räisänen 1985, 89) Tämä johtuu siitä, että vieraan pääoman rahoituksella aikaan saatavaa mahdollista vipuvaikutusta ei käytetä hyväksi.

Maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden keskinäiset vaikutukset ovat kaikkein ongelmallisimmat. Tämä johtuu siitä, että maksuvalmius on lyhyen tähtäyksen käsite ja vakavaraisuus nähdään pidemmän tähtäyksen ominaisuutena. Näin ollen samanlaiset vastakkainasettelut kuin edellä eivät ole mielekkäitä. Ei voida sanoa, että hyvä maksuvalmius ja vakavaraisuus korreloisivat keskenään tai päinvastoin. (Yli- Räsänen 1985, 90) Pitkälläkin tähtäyksellä maksuvalmius ja vakavaraisuus voivat Yli- Räsänen mukaan korreloida sattumanvaraisesti.

4 YRITYKSEN HALLITTU KASVU

Luvussa 2 esitetyn perusteella on selvää, että kasvulla voidaan aikaansaada positiivisia muutoksia yrityksessä. Kasvua pidetään yleensä yrityksen kehityksen myönteisenä piirteenä ja monelle yritykselle se on kannattavuuden ohessa toiminnan tärkeimpiä tavoitteita (Salmi 1996, 1). Asia ei kuitenkaan ole aivan näin yksinkertainen. Varsinkin liian nopea kasvu suhteessa kannattavuuteen aiheuttaa monenlaisia kasvukipuja, joiden seurauksena yritys voi vaarantaa elinkykynsä ja toiminnan jatkuvuuden (Salmi 1996, 1). Tämän vuoksi yrityksen johdon on tärkeää ymmärtää kasvun vaikutuksia ja kyetä hallitsemaan niitä. Tässä pääluvussa selvennetään kasvun ja yrityksen taloudellisten toimintaedellytysten välisiä vuorovaikutussuhteita.

4.1 Hallitun kasvun määrittely

Laitinen ja Luotonen (1996, 52-53) ovat esittäneet yrityksen toimintaedellytykset terveyskolmiona (kuvio 9). Terveyskolmio seisoo pystyssä kannattavuuden varassa, koska pitkällä tähtäimellä kilpailukykyinen kannattavuus on liiketoiminnan välttämätön edellytys. Kannattavuuden saavuttaminen ei kuitenkaan ole riittävä edellytys järkevänä pidettävälle liiketoiminnalle, sillä hyvinkin kannattava yritys saattaa kaatua maksuvalmius- tai vakavaraisuusongelmiin. Tällöin Laitisen terveyskolmio saattaa kaatua nurin vasemmalle tai oikealle puolelle. Voidaankin sanoa, että yhtymän keskeisenä tavoitteena tulee olla yrityksen kaikista taloudellisista toimintaedellytyksistä huolehtiminen (Uusi- Rauva 1982, 19).



Kuvio 9 Yrityksen terveyskolmio (Laitinen & Luotonen 1996, 53)

Terveykskolmion kärkien vahvuus on sidoksissa yrityksen kasvustrategian onnistumiseen. Heikosti hallittu (liian nopea, liian hidaskasvu tai epätasainen) kasvu rasittaa kaikkia yrityksen toimintaedellytystekijöitä. Siten se muodostaa perustan, jolla koko terveyskolmio lepää. (Laitinen & Luotonen 1996, 52)

Empiiriset tutkimukset ovat selkeästi osoittaneet, että liian nopea kasvu vaarantaa yrityksen toimintaedellytykset. Liian nopea ja epätasainen kasvu rasittaa yrityksen rahoitusta ja voi johtaa sekä maksuvalmius- että vakavaraisuusvaikeuksiin. (Neilimo & Pekkanen 1996, 5) Konkurssitutkimuksessa on havaittu, että eräs yleisimmistä konkurssin syistä on liian nopea kasvu, joka heikentää yrityksen vakavaraisuuden muutamassa vuodessa konkurssitasolle (Aho 1994b, 20). Näin ollen voidaan sanoa yrityksen pitkän aikavälin toteutuvan kasvunopeuden riippuvan siitä, missä määrin yrityksen johto preferoi toimintaedellytyksiä kasvun (tai kasvua toimintaedellytysten kustannuksella) (Suvas 1988, 59).

Laitisen mukaan yrityksen toimintaedellytykset ovat yhtä vahvat kuin terveyskolmion heikoin lenkki. Tilinpäätösanalyysin yleisenä tehtävänä on selvittää, kuinka vahvat yrityksen taloudelliset toimintaedellytykset ovat ja mikä niiden heikoin lenkki on.

Yrityksen on mahdollista säilyttää elinkykynsä huolehtimalla toimintaedellytyksistään. Kasvun avulla yritys voi lisätä tai heikentää elinkykyään. Hallitsematon kasvu merkitsee yleensä toimintaedellytysten perusteetonta heikkenemistä. Tämä saattaa aiheuttaa sidosryhmien haluttomuutta sitoutua yrityksen toimintaan. Esim. uusien velkojen saaminen saattaa olla erittäin vaikeaa, kun rahoittajat ovat havainneet, että yrityksen toimintaedellytykset ovat heikentyneet. Tässä luvussa määritellään hallitun kasvun käsite teoreettisella tasolla.

Hallitun kasvun käsitettä ei useimmissa tutkimuksissa ole määritelty mitenkään. Aho ja Ruuhela ovat määritelleet hallitun kasvun seuraavasti:

- Aho (1994b, 20) tarkoittaa hallitulla kasvuvauhdilla sellaista liikevaihdon kasvuvauhtia, joka turvaa yrityksen rahoitusrakenteen. Yrityksen rahoitusrakenne ei voi olla turvattu, jos kannattavuus tai maksuvalmius häiriintyy kasvun seurauksena, koska molempien tekijöiden heikkeneminen aiheuttaa velkaantumistarvetta.
- Ruuhelan (1988, 14) mukaan kasvuvauhtia voi pitää sopivana silloin, kun yrityksen käyttökate lähtee seuraamaan samaa kasvuvauhtia kuin investoinnit ja rahoitus pysyy kunnossa.

Kummastakin määrittelystä on suhteellisen yksiselitteisesti luettavissa se, että hallittu kasvu edellyttää riittävää kannattavuutta, maksuvalmiutta ja vakavaraisuutta.

Tässä tutkimuksessa hallitulla kasvulla tarkoitetaan sitä, että:

- kasvu tapahtuu siten, että yritys säilyttää taloudelliset toimintaedellytyksensä

Järkevänä pidettävä kasvuvauhti edellyttää, että yrityksen taloudelliset toimintaedellytykset säilyttävät hyväksyttävänä pidettävän tason. Tämä taso on aina tilannesidonnainen ja riippuu mm. yrityksen tavoitteista, suhdanteesta, kilpailijoiden

toimenpiteistä, markkinoiden kasvuvauhdista ja riskinottohalukkuudesta. Mikäli yritys tuottaa erittäin nopeasta kasvuvauhdista huolimatta voittoa, on maksukykyinen ja vakavarainen, ei nopeankaan kasvun voida sanoa olevan vaarallista. Toisaalta toinen jopa samalla toimialalla operoiva yritys saattaa olla toimintaedellytyksiltään niin huonossa kunnossa, että sen on pyrittävä supistamaan toimintaansa turvatakseen olemassaolonsa.

Määrittelyn mukainen hallittu kasvu edellyttää, että yrityksen johto määrittää toimintaedellytyksiä kuvaaville mittareille minimi- ja maksimiarvot, joiden välissä tapahtuvaa kasvua voidaan pitää hallittuna. Rajojen rikkoutuessa kasvu on hallitsematonta. Yrityksen kasvukyky saattaa olla huomattavasti suurempi kuin järkevänä pidettävä kasvuvauhti. Jos yritys kasvaa nopeammin kuin hallittu kasvuvauhti edellyttäisi, rahoitusrakennetta ei kyetä turvaamaan ja yrityksen omavaraisuusaste heikentyy. (Aho 1994b, 20)

Hallitun kasvun käsitteestä ei ole yrityksen johdolle kovin paljon hyötyä, mikäli kasvun ja toimintaedellytysten riippuvuussuhteita ei tunneta. Koska kasvulla on kiistattomat vaikutukset toimintaedellytyskomponenttien tasoon tulee yritysjohton ymmärtää kasvun vaikutukset kuhunkin toimintaedellytyskomponenttiin. Ongelmien välttämiseksi kasvun ja toimintaedellytys-komponenttien jatkuva seuranta ja suunnittelu on myös tarpeen.

4.2 Kasvun vaikutus kannattavuuteen

Lähes kaikissa yrityksen kasvun ja kannattavuuden väliseen suhteeseen keskittyneissä tutkimuksissa on havaittu positiivinen korrelaatio muuttujien välillä (Ihamuotila 1989, 10). Tällöin kannattavuuden on yleensä todettu olevan syy ja kasvun seuraus, mutta aiheen syvempi tutkimus muuttujien vaikutussuuntien voimakkuudesta on vähäistä.

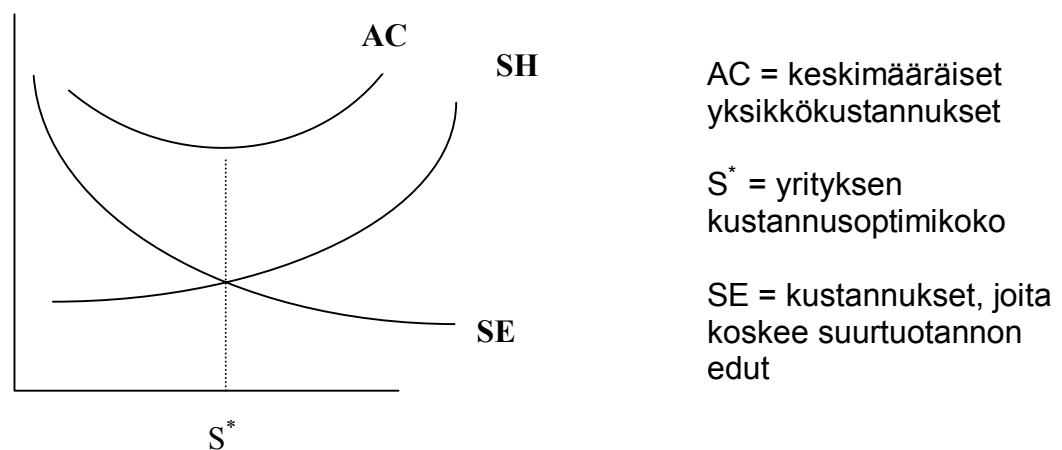
Yrityksen kasvu ja kannattavuus määräytyvät yrityksen investointipolitiikan perusteella. Näin ollen yrityksen menestymisen suunnan tulevaisuudessa määräävät ensisijaisesti suoritettavat investoinnit. (Soveri 1983, 10) Mikäli kannattavuus keskimäärin paranisi koon myötä, olisi yrityksen kasvu perusteltua (Ihamuotila 1988, 8). Empiiristen

havaintojen perusteella tällaista suhdetta ei varsinkaan suurilla kasvunopeuksilla ole olemassa. Tämän vuoksi on syytä tarkastella kyseistä relaatiota mahdollisimman tarkasti.

Yrityksen kasvun ja kannattavuuden välinen suhde on merkittävä yrityksen kasvuhaluutta selittävä tekijä. Ihamuotilan (1988, 20) mukaan tässä yhteydessä tulee kuitenkin erottaa saavutetusta uudesta koosta aiheutuva kannattavuusvaikutus ja itse kasvuprosessista johtuva kannattavuusvaikutus.

Yrityksen koon kannattavuutta parantavat tekijät

Koon kannattavuusvaikutuksen tarkastelu pohjautuu voitonmaksimointitavoitteeseen perustuvaan talousteoriaan, jossa yrityksellä ajatellaan olevan tietty optimikoko. Teorian mukaan yrityksen kasvu on perusteltua kyseiseen optimikokoon saakka. Teoria ei kuitenkaan ota kantaa siihen, miten nopeasti yrityksen olisi kasvettava tuohon optimikokoonsa eikä siihen, miten kasvunopeus vaikuttaa kannattavuuteen. Voitonmaksimointiin perustuvan teorian mukaan yrityksellä voidaan nähdä olevan tuotannon volyyymista tai koosta riippuva keskimääräisten yksikkökustannusten käyrä (kuvio 10).



Kuvio 10 Yrityksen koon vaikutus keskimääräisiin yksikkökustannuksiin (Ihamuotila 1988, 11)

Ihamuotilan (1988, 12) mukaan on perusteltua, että suurtuotannon edut vähentävät koon myötä keskimääräisiä yksikkökustannuksia logaritmisesti ja suurtuotannon haitat

kasvattavat niitä eksponentiaalisesti kuvion osoittamalla tavalla. Kuviosta on helposti havaittavissa se, että yrityksen optimikoko löytyy pisteestä, jossa keskimääräiset yksikkökustannukset saavuttavat minimin. Tämän jälkeen kasvu ei ole perusteltua yrityksen käyttäytyessä voittoa maksimoiden.

Yrityksen koon kannattavuutta parantavan vaikutuksen ajatellaan useimmiten aiheutuvan keskimääräisten yksikkökustannusten alenemisen eli suurtuotannon etujen seurauksena (Ihamuotila 1988, 9). Penrose (1980, 89) jaottelee suurtuotannon edut teknologisiin, johdollisiin ja rahoituksellisiin tekijöihin:

1. Jos yritys kykenee käyttämään tuotannollisia resursseja tehokkaammin koon suurenemisen vuoksi, puhutaan koon *teknologisista kannattavuusvaikutuksista*. Tällaisia suurtuotannon etuja voidaan saavuttaa työvoiman erikoistumisella, automaatiolla jne. (Ihamuotila 1988, 10)
2. *Johdollisia kannattavuusvaikutuksia* voidaan saavuttaa esim. lisäämällä työnjakoa koon kasvaessa. On usein lähes samantekevää koulutetaanko kerralla kymmenen vai sata työntekijää tai mille tuotetulle määrällä jokin projekti suunnitellaan. (Ihamuotila 1988, 10) Pienessä yrityksessä johto- ja suunnittelutehtävien erikoistumiseen ei useinkaan ole edes mahdollisuutta.
3. *Rahoitukselliset kannattavuusvaikutukset* aiheutuvat paremmasta mahdollisuudesta saada määräalennuksia sekä rahoituspalveluiden saatavuudesta ja hinnoista (Ihamuotila 1988, 11).. Rahoituspalveluiden saatavuus paranee usein, koska suurempi yritys on usein tunnetumpi ja siihen kohdistuu suurempi luottamus kuin pieneen. Suuri koko on usein edellytys myös julkisille osakeanneille, yritystodistuksille, debentureille ja osakeoptioille. Yrityksen koon kasvaminen saattaa siten lisätä valittavissa olevia rahoitusmuotoja. Sekä määräalennukset että rahoituspalveluiden hintojen alentuminen puolestaan aiheutuu volyymin kasvusta. Eriksonin (1978, 17) mukaan on myös havaittu, että suurten yritysten täytyy ylläpitää sitoutuneeseen pääomaan nähden alhaisempaa likviditeettiä kuin pienen yrityksen.

Yrityksen koon kannattavuutta heikentävät tekijät

Yrityksen kasvusta voi aiheutua myös ns. suurtuotannon haittoja, kuten tehottomuutta. Tehokkuuden heikentyminen johtuu useimmiten organisatorisista tekijöistä. Yrityksen

johdon on usein vaikeampaa suunnitella ja organisoida laajalle levinneen ja mahdollisesti monitasoisen yksikön toimintoja (Ihamuotila 1988, 11). Häiriöt yhteistyössä ja viestinnässä lisääntyvät, kun päätöksentekoa hajautetaan. Penrosen (1980, 43) mukaan organisaatiossa on tehottomuutta, koska kookkaaseen yhteisöön mahtuu usein laiskuutta.

Eriksonin (1978, 17) mukaan suurilla yrityksillä on suhteellisen laajoja sosiaalisia ja yhteiskunnallisia velvoitteita, jotka saattavat aiheuttaa organisatorista joustamattomuutta. Yrityksen koolla on usein sekä myönteisiä että kielteisiä kannattavuusvaikutuksia, joiden aikaansaaman kokonaisvaikutuksen arvioiminen on hyvin hankalaa (Ihamuotila 1988, 12).

Yrityksen kasvuprosessista aiheutuvat kannattavuusseuraamukset

Kasvuprosessista aiheutuva kannattavuusvaikutus taas johtuu nimenomaan kasvun mukanaan tuomista muutoksista, ei koosta sinänsä. Yrityksen optimikokoa vastaavasti tulisi pyrkiä määrittämään optimaalinen kasvuvauhti, joka maksimoi yrityksen kannattavuuden. Teoreettisesti tarkasteltuna yrityksen kasvun kannattavuus aiheutuu kasvulla saatavien hyötyjen ja kustannusten perusteella. Jos hyödyt ovat kustannuksia suuremmat, on kasvu kannattavaa. Kasvuprosessin näkökulmasta on tällöin selvitettävä, missä suhteissa hyödyt ja kustannukset kehittyvät kasvuvauhdin kiihtyessä.

Eriksonin (1978, 34) mukaan *kasvun kustannusvaikutukset* lisääntyvät kiihtyvästi kasvuvauhdin noustessa riittävän suureksi. Tämä johtuisi siitä, että kasvuvauhdin nopeutuessa esim. johdon suunnittelu- ja toimeenpanofunktioiden vaatima ajankäyttö kasvaa kiihtyvästi. Tämä taas johtaa kustannusten kiihtyvään kasvuun. Yrityksen toiminnan laajentuessa ammattitaitoinen työvoima tai tietyllä alueella saatavilla olevat muut tuotannontekijät käyvät yhä niukemmiksi ja siten myös kalliimmiksi (Ihamuotila 1988, 24).

Kasvun kustannusten nouseminen kiihtyvällä tahdilla vaikuttaa luonnolliselta myös investointien näkökulmasta. Yrityksellä on valittavanaan potentiaalinen joukko investointeja. Mitä nopeammin yritys haluaa kasvaa, sitä enemmän sen on ainakin periaatteessa hyväksyttävä kannattamattomampia ja epävarmempia investointeja. Ruuhelan (1988, 16) mukaan sama investointi aiheuttaa nopeammin kasvavassa

yrityksessä suuremman lisäpääoman tarpeen kuin hitaammin kasvavassa yrityksessä. Tämä johtuu Ruuhelan mukaan siitä, että vuotuisen lisäpääoman suhteellinen osuus yrityksen investoinneista on sitä suurempi mitä nopeampi on kasvuvauhti. Suurempi lisäpääoman tarve saattaa aiheuttaa kannattavuuden heikentymistä rahoituskustannusten nousun ja liikepääoman kasvun seurauksena

Yrityksen *kasvun hyödyt* voivat aiheutua esim. uusien työntekijöiden mukanaan tuomista ideoista ja aloitteista sekä siitä, että muuttunut yritys on usein dynaamisempi ja vähemmän urautunut, mikä vaikuttanee välillisesti kasvavan yrityksen kannattavuuteen (Erikson 1978, 36). Penrosen (1980, 102) mukaan kaikilla yrityksillä on käyttämätöntä kapasiteettia ja velttoutta, jotka vähenevät yrityksen kasvaessa. Tuotannollisten resurssien jakamattomuuden vuoksi työvoimaa ja pääomaa voidaan aina kasvun seurauksena hyödyntää tehokkaammin (Penrose 1980, 102). Tuotannontekijöiden sopeuttaminen vaatii kuitenkin oman aikansa ja voidaankin myös väittää, että mitä nopeammin yritys kasvaa sitä enemmän sillä voi olla hyödyntämättömiä tuotannontekijöitä (Ihamuotila 1988, 24).

Kasvunopeuden vaikutusten arviointi on erittäin haasteellinen tehtävä. Koska yrityksen koko muuttuu jatkuvasti yrityksen kasvaessa, on kasvuprosessin aiheuttaman kannattavuusvaikutuksen erottaminen koon kannattavuusvaikutuksesta todella vaikeaa, ellei peräti mahdotonta. Yrityksen johtamisen ja kasvun hallitsemisen näkökulmasta on kuitenkin tärkeää huomioida, että kasvulla on kannattavuusvaikutuksia sekä koon että kasvunopeuden vuoksi. Arvioinnissa on aina huomioitava myös tarkasteltavasta yrityksestä riippuvat tekijät (olemassa olevat resurssit) sekä ulkoisesta ympäristöstä aiheutuvat tekijät. Yleisesti on vallalla käsitys, että kasvu lisää kannattavuutta aluksi vähenevästi, ja tietyn pisteen jälkeen kannattavuus kääntyy suhteellisesti kasvavaan laskuun, koska kasvukustannukset lisääntyvät kiihtyvästi. (Ihamuotila 1988, 25)

4.3 Kasvun vaikutus maksuvalmiuteen ja vakavaraisuuteen

Yrityksen voidaan ajatella käyttävän vierasta pääomaa rahoitusrakenteessaan lähinnä kolmesta syystä (Majala 1975, 205):

- 1) Tavoitellakseen nopeampaa kasvuvauhtia kuin mihin pelkkä oman pääoman rahoituksen lisääminen yhdessä tulorahoituksen kanssa antaisi mahdollisuuden
- 2) Pyrkiäkseen käyttämään hyväksi leveragea eli velkarahoituksen vipuvaikutusta, joka on positiivinen niin kauan kuin tämän rahoitusmuodon kustannukset alittavat investointikohteen tuoton. Rahoituslähteen valintaa kutsutaan rahoituksen kannattavuusongelmaksi.
- 3) Ratkaistakseen kriisitilanteissa rahoituksen riittävyysongelman.

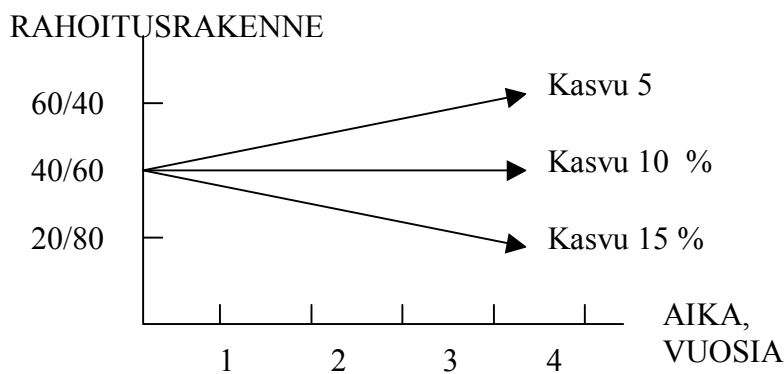
Rahoituksen kannattavuusongelman (2) ratkaisemisessa selvitetään pääoman kustannukset. Rahoituslähteen valinta kohdistuu halvimpaan rahoitusmuotoon. (Koskela 1978, 5-6) Yrityksen näkökulmasta oma pääoma on vierasta pääomaa kalliimpaa, sillä oman pääoman tuottovaatimus on riskistä johtuen vieraan pääoman tuottovaatimusta suurempi (Leppiniemi & Puttonen 1996, 108). Tämän vuoksi kasvavan yrityksen velat yleensä lisääntyvät. Velkojen kasvu on kuitenkin huolestuttavaa vain silloin, kun se on nopeampaa kuin koko pääoman kasvu tai tulojen kasvu (Ruuhela 1988, 16).

Rahoituksen riittävyysongelman ratkaisussa (3) on kyse siitä, että rahanlähteiden tulee olla suuremmat tai vähintään yhtä suuret kuin rahankäyttö (Koskela 1978, 12). Varsinkin nopean kasvun tilanteessa yritys voi helposti ajautua tilanteeseen, jossa rahanlähteet eivät riitäkään kattamaan ajateltua tarvetta.

Mitä nopeammin yritys kasvaa, sitä suurempi suhteellinen osa tulorahoituksesta käytetään uusien investointien rahoittamiseen. Tämän vuoksi yrityksen dynaamisen maksuvalmiuden voidaan olettaa heikkenevän kasvunopeuden suurentuessa, mikäli kannattavuus säilyy entisellä tasolla. Yritys saattaa pyrkiä rahoittamaan kasvuinvestointejaan likviditeettireservejä pienentämällä varsinkin silloin, kun muuta rahoitusta ei ole saatavilla. Tällainen menettely heikentää yrityksen staattista maksuvalmiutta. Mitä suuremmasta investoinnista suhteessa yrityksen kokoon on

kysymys, sitä keskeisemmäksi tulee sen tutkiminen, onko investointi rahan riittävyyden kannalta lainkaan mahdollinen toteuttaa (Asp & Torkko 1977, 121). Mikäli yrityksen kannattavuus paranee kasvuinvestointien seurauksena, ei nopeakaan kasvu välttämättä heikennä yrityksen maksuvalmiutta.

Rahoitusrakenteen kehittymiseen tulevaisuudessa vaikuttavat normaaliolosuhteissa oleellisin yrityksen kasvu, kannattavuus ja myös inflaatio, joka nostaa käyttöomaisuusarvojen jälleenhankinta-arvoja (Soveri 1989, 44). Seuraava esimerkki (kuvio 11) havainnollistaa ongelman periaatteellista puolta. Kuviossa on kolme yritystä, jotka lähtevät liikkeelle nolлахetkestä ja joiden rahoitusrakenteet ovat tällöin samat (40/60). Lisäksi oletetaan, että yritysten vuotuinen kannattavuus on kaikilla yrityksillä sama, mutta niiden vuotuinen kasvu poikkeaa toisistaan voimakkaasti.



Kuvio 11 (Soveri 1989, 45)

Voimakkaimman kasvun yritys (yritys C) ajautuu helposti vaaralliseen rahoitusrakennearseenaan, jonka pahimpina seurauksina voivat olla likviditeettikriisi ja tämän seurauksena kannattavuustilanteen nopea huononeminen ja lopulta konkurssi, koska rahoittaja ei enää myönnä luottoja ylivelkaantuneelle yritykselle. Sen sijaan rauhallisemman ja hallitun kasvun tuloksena on rahoitusrakenteen säilyminen tyydyttävällä tasolla (yritys B) tai jopa sen paraneminen (yritys A).

Oleellista ei kuitenkaan ole maltillisen kasvuvauhdin tavoittelu vaan tasapainottelu kasvun ja kannattavuuden välillä siten, että rahoitusrakenteen säilyisi terveenä. Jos yrityksessä esiintyy halu kasvaa nopeasti, on sen siedettävä myös kovempi kannattavuusvaatimus (Soveri 1989, 46). Mitä suuremmasta investoinnista on kysymys,

sitä keskeisemmäksi tulee sen tutkiminen, onko investointi rahan riittävyyden kannalta lainkaan mahdollinen toteuttaa (Asp & Torkko 1977, 121). Myös suurille investoinneille on tietysti välttämätöntä asettaa kannattavuusvaatimus, mutta yksin se ei riitä hyväksymiskriteeriksi. Kannattavuuden ja rahan riittävyyden lisäksi on varmistuttava yrityksen sopeutumisesta suureen muutokseen.(Asp & Torkko 1977, 121).

Yrityksen on perusteltua pyrkiä kohtuulliseen rahoitusrakenteeseen, jos se haluaa turvata lainansaannin myös heikkoina aikoina ja taata edellytykset itsenäiselle toiminnalle. Laitinen (1989, 264-265) on kuvannut kasvun ja kannattavuuden vaikutuksia yrityksen rahoitukseen kuvion 12 avulla. Laitisen mukaan maksuvalmius ja vakavaraisuus voidaan useimmiten tulkita seuraukseksi kasvun ja kannattavuuden välisestä suhteesta. Kun yrityksen kannattavuus on hyvä ja se kasvaa hitaasti, on yrityksen maksuvalmius ja vakavaraisuus turvattu tulorahoituksen hyvän riittävyyden ansiosta pitkällä aikavälillä. Tämä yhdistelmä pitää siis periaatteessa yrityksen rahoituksen kunnossa. Yrityksen rahoituksen kannalta kaikkein vaarallisin yhdistelmä on huono kannattavuus ja suuri kasvunopeus. Laitisen mukaan tämä yhdistelmä ajaa yrityksen varsin nopeasti rahoituskriisiin tai konkurssiin. Voidaankin todeta, että heikosti kannattava yritys ei voi kasvaa nopeasti ilman suuria rahoituksellisia vaikeuksia.

KASVUNOPEUS

KANNATTAVUUS

HIDAS

NOPEA

HEIKKO

Välttävä maksuvalmius
Välttävä vakavaraisuus

Heikko maksuvalmius
Heikko vakavaraisuus

HYVÄ

Hyvä maksuvalmius
Hyvä vakavaraisuus

Kohtuullinen
maksuvalmius
Kohtuullinen
vakavaraisuus

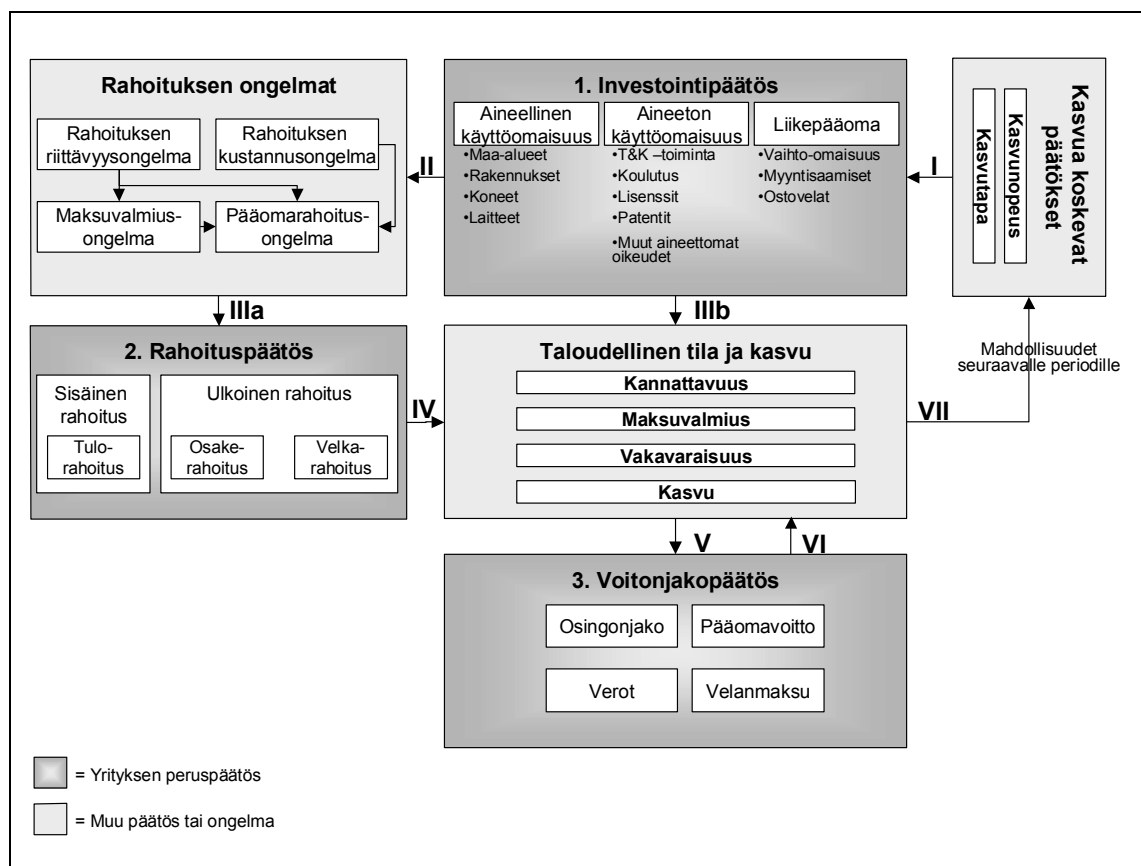
Kuvio 12 Yrityksen maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden tulkinta kasvun ja kannattavuuden nelikenttänä. (Laitinen 1989, 265).

Esitetty nelikenttä toimii myös toisinpäin. Jos yrityksen rahoitus ei ole kunnossa, voidaan syytä etsiä liian nopeasta kasvusta tai huonosta kannattavuudesta. Laitisen esittämä nelikenttä on karkea, mutta varsin hyödyllinen apuväline kasvun ja toimintaedellytysten välisten suhteiden tarkastelussa.

5 YRITYKSEN KASVUN HALLITSEMINEN

Yrityksen kasvua ei voida irrottaa muusta suunnittelusta. Tarkoituksenmukaisinta lienee tarkastella yrityksen kasvua rinnakkain yritysten peruspäätösten kanssa. Esim. investointien suunnittelua ei ole syytä nähdä erillisenä tekijänä, koska se omaa vuorovaikutussuhteita muihin yrityksen tavoitteisiin/päätöksiin.

Kuviossa 13 olemme esittäneet Laitisen ajatuksia mukailien (1989) yrityksen peruspäätökset, kasvua koskevat päätökset ja prosessi, jonka avulla liikkeenjohto hallitsee yrityksen kasvua:



Kuvio 13 Yritysjohdon päätöksenteko- ja kasvunhallintaprosessi

Kuvassa on oletettu, että yritysjohton päätöksenteko etenee seuraavasti:

- I. Yritysjohto tekee kasvua koskevat päätökset
 - a. Päätös kasvunopeudesta
 - b. Päätös kasvutavasta
- II. Investointipäätös
 - a. Investoinnit aineelliseen käyttöomaisuuteen
 - b. Investoinnit aineettomaan käyttöomaisuuteen
 - c. Investoinnit liikepääomaan
- III. Investointipäätöksen seurauksena on ratkaistava rahoituksen ongelmat
 - a. Rahoituksen riittävyysongelma
 - b. Rahoituksen kustannusongelma

5.1 Kasvuun liittyvä päätöksenteko

Yrityksen johto tekee kasvua koskevat päätökset määrittelemällä yrityksen noudattaman investointipolitiikan. Johdon tehtäväkenttä, joka liittyy suoranaisesti yrityksen kasvua koskeviin päätöksiin, voidaan karkealla tasolla jakaa kahtia:

1. Kasvunopeuden hallinta

- Yritysjohton on pyrittävä määrittämään taloudelliseen tilanteeseen sopiva kasvuvauhti (vrt. hallittu kasvunopeus). Kasvunopeudelle ei voida asettaa mitään ylä- tai alarajoja, koska sopivaksi katsottava kasvuvauhti riippuu aina yrityksen taloudesta ja markkinatilanteesta.
- Jos yrityksen kannattavuus, maksuvalmius ja vakavaraisuus säilyttävät hyväksyttävänä pidetyn tason, ei kasvuvauhtia voida pitää liian suurena.
- Yleisellä tasolla voidaan todeta, että nopea kasvuvauhti aiheuttaa yrityksen taloudelle suuremmat vaatimukset kuin pieni kasvuvauhti.

2. Kasvutavan eli kasvun tasaisuuden hallinta

- Yritysjohton on päätettävä siitä tavasta, jolla toimintaa kasvatetaan. Kasvutapa vaikuttaa merkittävästi kasvun tasaisuuteen.
- Ulkoisella kasvulla eli yritysostoilla toimintaa on mahdollista laajentaa huomattavasti nopeammin kuin sisäisellä kasvulla.

- Kasvutavan valinta vaikuttaa sekä kohdassa 1 tarkoitettuun kasvuvauhtiin että kasvun tasaisuuteen.
- Yleisellä tasolla voidaan todeta, että sisäinen kasvu tai toiminnan tehostaminen ovat kasvutapoina ulkoista kasvua turvallisempia, koska kasvu toteutuu tasaisempana.

Tasainen ja vakaa kasvu luo parhaimman ja turvallisimman pohjan kaikkien toimintaedellytysten kehittämiseksi. Epätasainen kasvu taas rasittaa yritystä ja sen rahoitusta kokonaisvaltaisesti. Yrityksen pitää jatkuvasti sopeutua uusiin tilanteisiin, mikä vaatii huomattavasti resursseja. Samalla se luo yleistä epävarmuutta toiminnan jatkumisesta. Kasvun ja turvallisuuden voidaankin sanoa olevan keskenään kilpailevia tavoitteita. Turvallisuus vaatisi konservatiivista rahoituspolitiikkaa ja hyvää maksuvalmiutta, kun taas kasvu merkitsee suhteellisen riskipitoista investointi- ja rahoituspolitiikkaa. (Suvas 1988, 58) Yrityksen tavoitellessa suurta kasvunopeutta sen on siten ainakin yleensä uhrattava turvallisuutta.

Yrityksen pitkän tähtäimen menestymisen kannalta on mahdotonta sanoa, että sisäinen kasvu olisi parempi tapa kuin ulkoinen tai, että hidaskasvu on parempi kuin nopea. Saattaa olla, että yritysosto on joissain tapauksissa ainoa keino saavuttaa selviytymisen kannalta kriittinen koko. On myös mahdollista, että yritysoston synergiaetujen ansiosta yhteen liitettyjen osien tuloksentekeyky paranee huomattavasti. Toisaalta on huomattava, että yksittäisistä investointityypeistä yritysostot ovat useimmiten epäonnistuneita. (Leppiniemi & Puttonen 1996, 298) Koska yritysosto on nähtävä tavallisena investointina, on siihen sovellettava investointipäätöksen peruseriaatteita (Brealey & Myers 1996, 914.) Yritysoston toteuttaminen edellyttää siis sitä, että osakkeenomistajan varallisuus kasvaa. Yritysostojen riskipitoisuus johtuu tavallisesti siitä, että organisaatiossa ei ole riittävää osaamista ja kokemusta ostoprosessin hallinnasta. Yritysostojen epäonnistumiseen johtaneet syyt voidaan jakaa kolmeen pääryhmään (Leppiniemi & Puttonen 1996, 298-299):

Ideavirheet: Ideavirheiden taustalla saattaa olla esim. investointi-idean epätasapaino, virheellinen suuntautuminen, kahden vastakkaisen päämäärän yhdistäminen, tärkeän osatekijän pettäminen sekä idean ja osaamisen epäsuhde.

Suunnitteluvirhe: Suunnitteluvirheen yleisimmät syyt ovat: lähtökohtaolettamuksissa tehdyt virheet, yksipuoliset lähtökohtaolettamukset, puutteellinen suunnitteluprosessi, päätöksenteon liiallinen kiirehtiminen, investointi päästrategian vastainen sekä epäonnistuminen yhteistyökumppanin valinnassa.

Toteutusvirheet: Toteutusvirheen taustalla voi olla esim. puutteelliset johtamisresurssit, toimintoon tai markkina-alueeseen liittyvän osaamisen puute, tekniset toteutusongelmat, puutteelliset sopeuttamistoimenpiteet sekä epäonnistunut hallintomalli.

Epäonnistuminen yhdelläkin osa-alueella saattaa johtaa merkittäviin taloudellisiin menetyksiin. Näin ollen yritysosto vaatii aina huolellista ennakoanalyysiä ja -suunnittelua. Eräs huomionarvoinen seikka yritysostoissa on rahoitusvaikutus. Yrityksen ostaminen velkarahalla saattaa rasittaa vakavaraisuutta ja maksuvalmiutta huomattavasti, vaikka investointi sinänsä olisikin kannattava.

Kasvunopeudesta- ja tavasta päätettäessä yritysjohton on aina huomioitava taloudellinen tila ja markkinat. Kasvunhallinnan voidaan siis sanoa sisältävän myös muun talouden hallinnan osana kasvunhallintaa. Seuraavassa tarkastellaan taloudellisten toimintaedellytysten hallintaan liittyviä kysymyksiä.

Edellä määritettiin keskeisimmät päätökset, jotka yritysjohto tekee varsinaisesti kasvuun liittyen. On päivänselvää, että johto ei voi tehdä mainittuja päätöksiä huomioimatta toimintaedellytysten asettamia rajoitteita. Yritysjohto määrittää kasvun ja taloudelliset toimintaedellytykset peruspäätösten (investointi-, rahoitus-, ja voitonjakopäätös) avulla. Tässä luvussa tarkastellaan yrityksen kasvun hallintaa kannattavuuden, maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden näkökulmasta.

5.2 Peruspäätökset ja yrityksen kasvun hallinta

Investointipäätös

Kun investointi määritellään rahankäytöksi pitkävaikutteisiin tuotannontekijöihin, voidaan sanoa, että investoinnit muovaavat keskeisellä tavalla yrityksen tulevaisuutta (Kettunen 1976, 179). Investointimenot määrittävät ne puitteet, joissa yritys joutuu toimimaan ja tekemään lyhytvaikutteiset ratkaisut. Investointipäätöksillään yritysjohto päättää kasvunhallinnan kannalta keskeisistä muuttujista kasvunopeudesta ja -tavasta. Vielä suurempi merkitys on sillä, että tehdyt investointipäätökset aikaansaavat yrityksen kannattavuuden. Kasvun hallinnan kannalta investointien suunnittelu on siis erittäin tärkeä johtamisväline.

Laajasti määriteltynä investointien suunnittelussa ongelmana on löytää käytettävissä olevin resurssien toteutettavissa oleva, yrityksen koko elinajan kattava investointien joukko, joka parhaiten täyttää yrityksen tavoitteet (Kettunen 1976, 179). Pitkällä aikavälillä investointien suunnittelussa on kyse siitä, mihin investoidaan, miten paljon investoidaan ja milloin investoidaan.

Reaali-investointien suunnittelu on kytkettävä yrityksen pitkän aikavälin suunnitteluprosessiin eli prosessiin, jossa määritetään liiketoiminnan suunta ja tehdään suunnitelmat koskien rahoitusta, tuotantoa, markkinointia, tuotekehitystä jne. (Brealey & Myers 1996, 293). Investointien tulisi olla strategisesti yhteensopivia yrityksen tavoitteiden kanssa. Investointien suunnittelu on em. tekijöiden lisäksi kytkettävä myös toiminnan tuloksellisuuden mittaamiseen.

Investoinnin kannattavuuteen vaikuttavat seuraavat viisi tekijää: perusinvestointi, investoinnista saatavat nettotulot, investoinnin pitoaika, investoinnin jäännösarvo ja laskentakorko (Leppiniemi & Puttonen 1996, 64). Rahoitusteorian mukaan yrityksen tulisi investoida ainoastaan sellaisiin projekteihin, joiden nykyarvo on positiivinen. Nykyarvomenetelmässä (kaava 1) tulevaisuuden kassavirrat diskontataan riskisopeutetulla tuottovaatimuksella nykyhetkeen soveltaen Brealeya & Myersia (1996, 13):

$$(1) \quad = \frac{S_1}{1+k} + \frac{S_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{S_n}{(1+k)^n} - I_0$$

missä S_t = Nettokassavirta vuonna t

I_0 = Investoinnin kustannus vuonna 0

K = riskisopeutettu diskonttaus korkokanta

Nykyarvomenetelmän ohjeistus yritysjohdolle on yksinkertainen: hylkää projekti NPV:n ollessa negatiivinen ja hyväksy projekti, kun NPV on positiivinen. Nykyarvomenetelmä on sellaisenaan erittäin hyvä menetelmä yrityksen kannattavuuden ja kasvun hallitsemiseksi. Jos kaikki kasvuinvestoinnit ovat kannattavia yritysjohtoon huolet pienevät merkittävästi. Investointien kannattavuuden lisäksi yritysjohtoon tehtävänä on kuitenkin huolehtia myös maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden tasosta.

Rahoituspäätös

Lyhyen tähtäimen rahoitussuunnittelussa on kyse alle vuoden mittaisesta suunnitteluhorisontista. Lyhyen tähtäimen suunnittelussa pyritään varmistamaan rahoituksen riittävyydestä ja sovitetaan yhteen lyhyen tähtäimen velanotto ja velananto. Pitkän tähtäimen rahoitussuunnittelussa tarkastellaan huomattavasti pidempää aikaperiodia. Rahoitussuunnittelu pakottaa johdonmukaisuuteen yrityksen kasvu-, investointi- ja rahoitustavoitteiden kesken. (Brealey & Myers 1996, 805)

Yritys voi rahoittaa investoinnit tulorahoituksella, osakeannein tai vieraalla pääomalla. Rahoitusmuodon valinnalla on kannattavuusvaikutus, koska eri pääomalähteiden kustannukset vaihtelevat. Tulorahoituksen kustannuksia pidetään yleisesti edullisimpina. Pääomakustannuksina tarkasteltuna vieras pääoma on osakeanteja halvempi rahoitusmuoto, koska yrityksen omistajat kantavat suuremman riskin kuin velkojat.

Mitä nopeammin yritys kasvaa, sitä kalliimpia rahoitusmuotoja se joutuu käyttämään. Toisin sanoen voidaan sanoa, että yrityksen rahoituskustannusten nousu vähentää kannattavuutta yrityksen kasvuvauhdin kiihtyessä. Voidaan myös todeta, että yrityksen

vakavaraisuus heikentyy, kun toiminnan kasvattamisessa käytetään tulo-rahoituksen sijaan paljon velkarahaa. Koska nopean kasvun tilanteessa tulo-rahoitus käytetään kokonaisuudessaan yrityksen kasvattamiseen, voidaan myös maksuvalmiuden sanoa heikentyvän.

Brealeyn ja Myersin (1996, 795) mukaan yrityksen rahoitussuunnittelu käsittää seuraavat elementit:

1. Mahdollisten rahoitus- ja investointivalintojen analysointi
2. Tämän päivän päätösten projisointi tulevaisuuteen, jotta välttyttäisiin yllätyksiltä ja ymmärrettäisiin paremmin linkki tämän päivän ja tulevaisuuden päätösten välillä.
3. Päätetään mitkä vaihtoehdot toteutetaan
4. Mitataan toteutunutta menestystä asetettuihin tavoitteisiin

Voitonjakopäätös

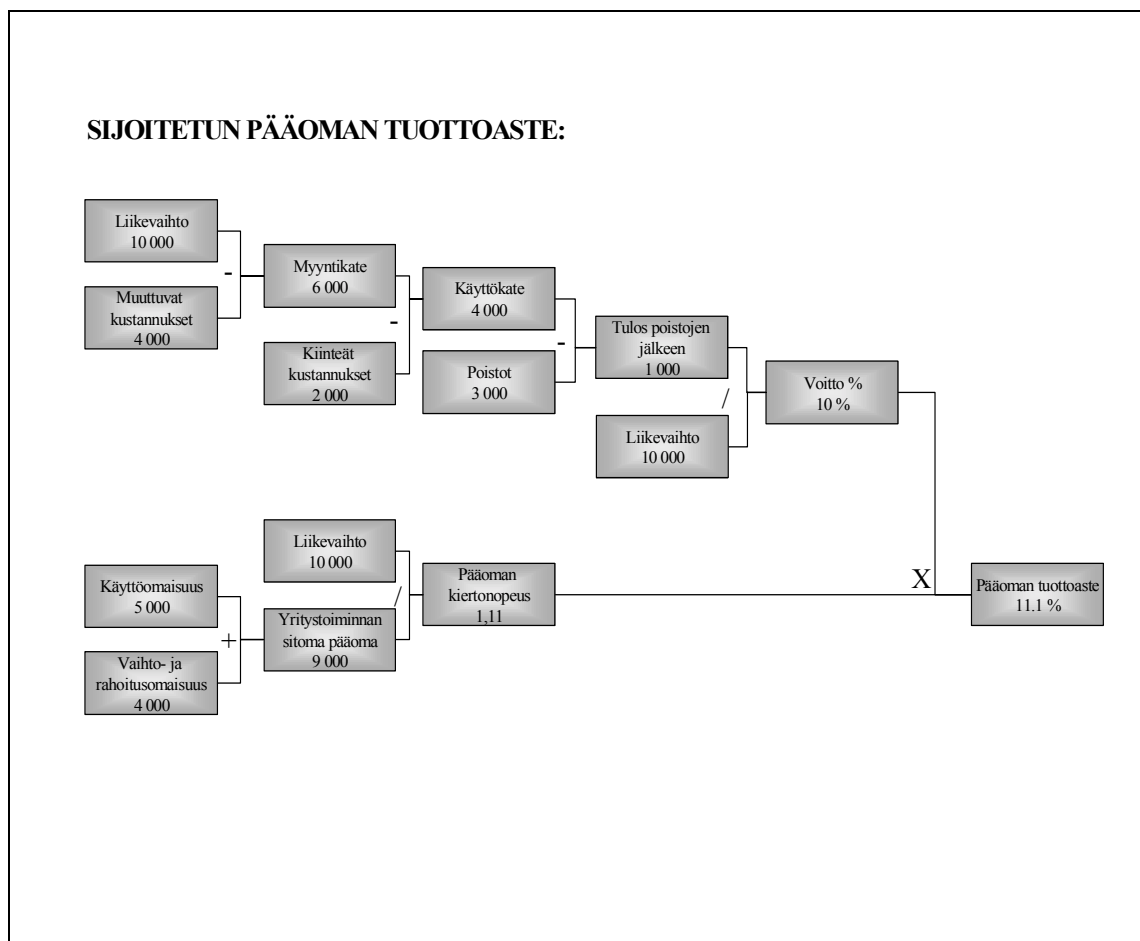
Kannattavan yrityksen johdon on päätettävä, millaista osinkopolitiikkaa se noudattaa. Sijoittajat saattavat arvostaa korkeita osinkoja ja vaatia yrityksen johtoa maksamaan ulos yrityksestä huomattavan osan sen voitosta. Toisaalta sijoittajat saattavat uskoa johdon kykenevän sijoittamaan varat tuottavammin, kuin he itse kykenisivät. Yhtä tärkeää on ottaa huomioon verottajalle kuuluva osuus yrityksen voitosta. Yritys ei voi maksaa osinkoja, ellei se näytä voittoa myös verottajalle. Osinkojen suuruuden lisäksi sijoittajia kiinnostaa osinkojen vaihtelu vuosittain. Vuosittain suuresti vaihtelevat osingot saattavat luoda epävarmuutta sijoittajiin ja vähentää heidän uskoaan yrityksen johtoon. Voitonjaon suuruutta päätettäessä tulisikin ottaa huomioon, onko voitonjako sellaisella tasolla, jolla se voidaan myös tulevaisuudessa säilyttää. Velkojen maksaminen ei ole yrityksen hallitun kasvun kannalta tärkeä tarkastelukohde, koska vieraan pääoman takaisinmaksusta on sitovasti sovittu yrityksen ja velkojien kesken.

Yleisesti voidaan sanoa, että osingon maksamisen vähentäminen lisää yrityksen mahdollisuuksia kasvaa hallitusti, koska nämä rahat voidaan käyttää kasvun rahoittamiseen. Tällöin kasvusta suurempi osa voidaan rahoittaa tulo-rahoituksella.

5.3 Kannattavuuden hallinta

Kannattavuuden hallinnan voidaan sanoa olevan tärkein kasvunhallintaan liittyvä osa-alue – riippuuhan myös maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden taso merkittävästi kannattavuudesta. Yrityksen peruspäätöksistä kannattavuuteen vaikuttaa eniten investointipäätös. Merkitystä on osittain myös rahoituspäätöksellä ja voitonjakopäätöksellä, mutta niiden kannattavuusvaikutuksen oletetaan seuraavassa tarkastelussa näkyvän investoinnin kannattavuudessa.

Investointiteorian suosittama nykyarvomenetelmä ei välttämättä anna yritysjohdolle riittävän konkreettisia välineitä kannattavuuden hallitsemiseksi. Sijoitetun pääoman tuottoaste, ROI-prosentti, on eräs maailman käytetyimmistä yritystoiminnan ohjauksen tunnusluvuista (Neilimo & Uusi- Rauva 1997, 264). Pääoman tuottoaste on suhteellinen kannattavuusmittari, jota käytetään lähinnä pitkän ajanjakson tarkasteluissa. ROI voidaan esittää komponenttiensa mukaan seuraavasti (kuvio 14):



Kuvio 14 ROI (Neilimo & Uusi- Rauva 1997, 265).

ROI- kuvio havainnollistaa hyvin sitä, että kannattavuudenhallinnan kriittiset komponentit ovat *pääomankiertonopeus ja voittoprosentti*. Kaaviosta havaitaan, että pääoman kiertonopeuden lisääminen tai voittoprosentin kasvattaminen parantaa yrityksen kannattavuutta. ROI- kaaviota voidaan käyttää yrityksen kannattavuussuunnittelussa esim. seuraavalla tavalla: paljonko myyntitulojen 5 % nousu ja samanaikaisesti muuttuvien kustannusten 7 % nousu vaikuttaa ROI prosenttiin. (Neilimo & Uusi- Rauva 1997, 266)

Hyvä kannattavuus mahdollistaa vakavaraisuuden säilyttämisen tavoitetasolla, koska vakavarainen yritys kykenee rahoittamaan investointejaan tulorahoituksella. Mitä maltillisempaa on yrityksen kasvu, sitä enemmän se kykenee kattamaan rahoitustarpeestaan tulorahoituksella. Yrityksen kasvuvauhdin kiihtyessä tulorahoitus ei enää välttämättä riitäkään kattamaan investointien rahoitustarvetta. Yritys joutuu turvautumaan ulkoiseen rahoitukseen.

5.4 Maksuvalmiuden hallinta

Yrityksen dynaaminen maksuvalmius on hyvä silloin, kun yritys kykenee selviytymään maksuvelvoitteistaan ilman ulkopuolista rahoitusta. Tämä edellyttää tietenkin kannattavaa liiketoimintaa ja sellaista kasvuvauhtia, joka ei kuluta tulorahoitusta. Yritykset haluavat kuitenkin usein käyttää koko tulorahoituksensa toiminnan kasvattamiseen. On siis syytä tarkastella keinoja likviditeetin ylläpitämiseksi.

Liikevaihdon kasvu lisää yrityksen myyntisaamisia, kasvattaa varastoja sekä lisää likvidien varojen tarvetta. Useissa selvityksissä on havaittu, että käyttöpääoman tarve kasvaa liikevaihdon kasvua nopeammin ja lisää siten entisestään paineita yrityksen rahoitusrakenteelle. (Aho, & Rantanen 1993, 107)

Valmiiksi neuvoteltua, mutta käyttämätöntä ulkoista rahoitusta omaava yritys voi tarvittaessa lisätä nopeasti likviditeettiään. Tällaisen yrityksen ei tarvitse ylläpitää ylisuurta likviditeettiä, koska sillä on käytettävissään rahoituksellista pelivaraa tai joustoa. Yleensä taloudellisen taantuman aikana käyttöpääoman muutoksen vaikutukset likviditeettiriskiä ovat suuremmat, kuin muina aikoina. (Damodaran 1997, 354- 355)

Yrityksen lyhytaikaisen omaisuuden tarve muuttuu yrityksen elinkaaren ja ajan mukana. Osa tästä muutoksesta aiheutuu yrityksen koon kasvamisesta ja toiminnan laajenemisesta eli on siis pysyvää. Varastojen ja myyntisaamisten määrä kasvaa yrityksen kasvun mukana. Muutos voi olla osin myös kausittaista, joka toistuu säännöllisin väliajoin. Pysyvä ja kausittainen muutos ovat ennustettavia elementtejä, joihin yrityksen johto voi varautua ennakkoon. Näiden lisäksi on olemassa myös satunnainen, ennalta arvaamaton muutos, joka aiheutuu yritys- ja kansantaloudellisten tekijöiden vaikutuksesta. (Damodaran 1997, 360- 361) Käyttöpääoman ennustettavien elementtien muutoksiin yrityksen johto voi varautua huolellisilla ennakkolaskelmilla ja suunnitelmilla. Johdon suurin ongelma onkin käyttöpääoman ennalta arvaamaton tarve. Siihen voidaan varautua likviditeettireservillä eli pitämällä varmuusvarastoja, ylimääräisiä likvidiä varoja sekä velkareservitä.

Likviditeettireservi on kuitenkin pidettävä mahdollisimman pienenä, koska sen pitämisestä aiheutuu yritykselle kustannuksia vaihtoehtokustannuksen muodossa. Käyttöpääoman määrän minimoinnissa keskeinen tekijä on käyttöpääomaerien kiertonopeudet. Mitä nopeammin erät kiertävät, sitä nopeammin niihin sitoutunut pääoma vapautuu takaisin yrityksen käyttöön. Esimerkiksi tuotantoprosessin nopeutuminen vähentää raaka- ainevarastojen tarvetta ja myyntisaamisten nopeutunut kierto lisää yrityksen myyntituloja.

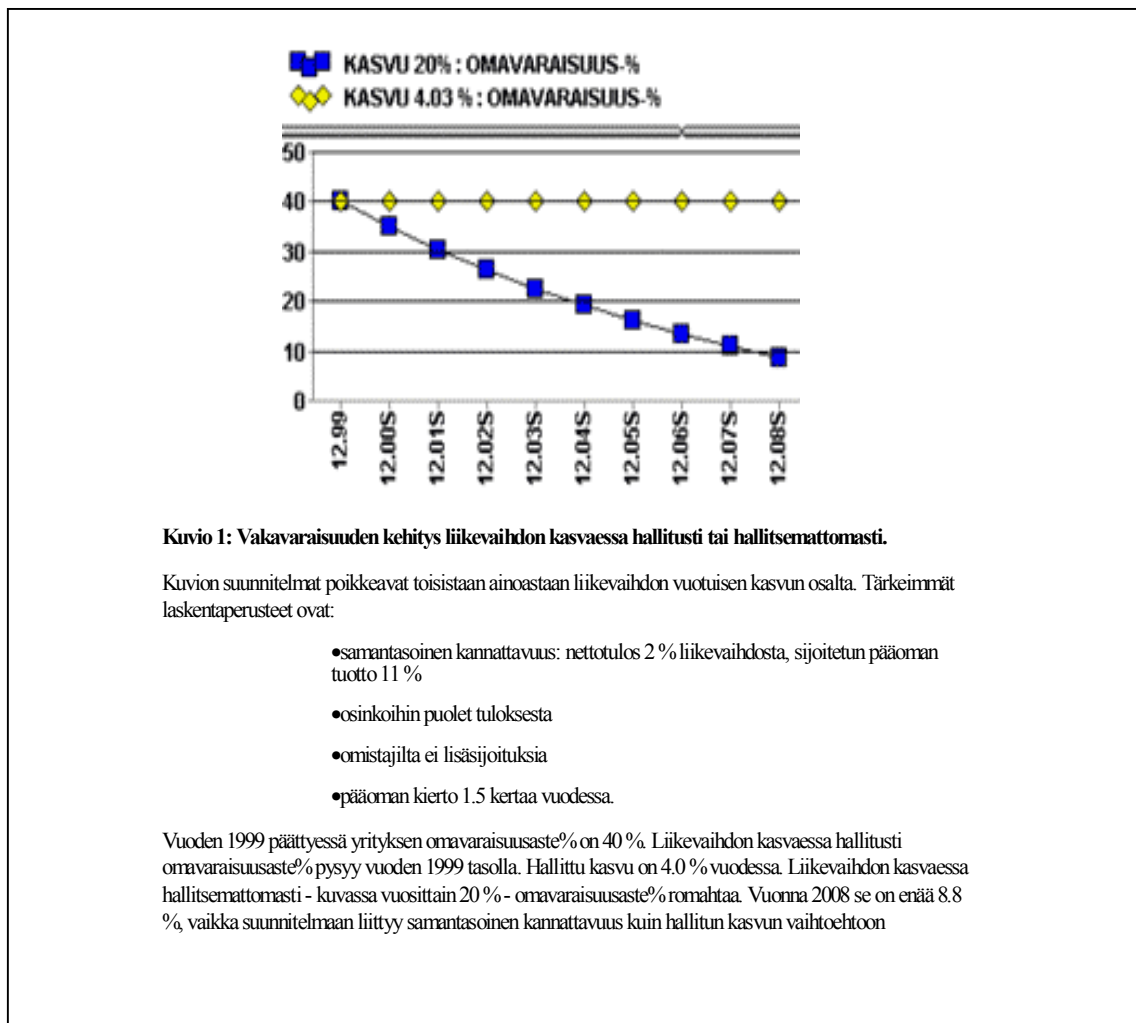
Käyttöpääoman muutoksen vaikutukset likviditeettiriskiä riippuvat useista tekijöistä, joista voidaan mainita ainakin seuraavat:

- a. valmiiksi neuvoteltu mahdollisuus saada nopeasti ulkopuolista rahoitusta
- b. talouden yleinen tila
- c. tuleviin kassavirtoihin liittyvä epävarmuus

5.5 Vakavaraisuuden hallinta

Liikevaihdon nopea kasvattaminen edellyttää hyvässäkin kysyntätilanteessa merkittävää taseen kasvattamista (<<http://www.teemuaho.fi/kasvunhallintaraportti.html>>18.02.2002). Yrityksen käyttöpääomatarve kasvaa, koska yrityksen varastot ja myyntisaamiset kasvavat usein liikevaihtoa nopeammin (kuvio 15). Lisämyynnin aikaansaaminen

edellyttää ainakin pitkällä tähtäimellä käyttöomaisuusinvestointeja (http://www.teemuaho.fi/kasvunhallinta_raportti.html)18.02.2002).



Kuvio 15 Vakavaraisuuden kehitys liikevaihdon kasvaessa hallitusti tai hallitsemattomasti (<http://www.teemuaho.fi/kasvunhallintaraportti.html>)18.02.2002)

Yrityksen vakavaraisuus alkaa heikentyä, mikäli tulos ei voitonjaon jälkeen riitä turvaamaan sen tasoa. Nopea kasvu myös lisää riskejä, koska tase ja velkapotti kasvavat koko ajan (<http://www.teemuaho.fi/kasvunhallintaraportti.html>)18.02.2002).

Yrityksen omistajat voivat vakavaraisuuden heiketessä lisätä omaa pääomaa taseeseen. Tämä tapahtuu maksullisen osakeannin avulla. Oman pääomän korotuksen avulla vakavaraisuus voi säilyttää hyvän tason.

Yrityksen toimintaan sitoutuneen pääoman määrällä tarkoitetaan sitä kunakin ajankohtana jo syntyneiden menojen määrää, josta tulot eivät ole vielä kertyneet yrityksen kassaan. Mukaan luetaan myös niiden käyttämättömien rahojen määrä, joka yrityksen toimintaan liittyvän epävarmuuden vuoksi tarvitaan riittävyysongelman ratkaisemiseksi. (Kettunen 1976, 85)

”Yrityksen kasvu sitoo yritystoimintaan lisää pääomia. Pääomien sitoutumiseen vaikuttaa suuresti se, onko yrityksen kasvu liikevaihto- vai tasepainotteista. Tasepainotteisessa kasvussa yrityksen taseen loppusumma kasvaa liikevaihtoa enemmän. Tällöin pääomia on sitoutunut taseen käyttöomaisuuteen. Liikevaihtopainotteisessa kasvussa liikevaihdon kasvu näkyy ennen kaikkea käyttöpääoman (vaihto- ja rahoitusomaisuus) kasvavana tarpeena” (<http://www.teemuaho.fi/kasvunhallintaraportti.html> 18.02.2002).

5.6 Tulorahoitus kasvunhallintakeinona

Edellä esitetyn perusteella on selvää, että tulorahoituksella on merkittävä rooli pohdittaessa yrityksen kasvun turvallisuutta, koska se vaikuttaa sekä yrityksen maksuvalmiuteen että vakavaraisuuteen. Rengon (2000, 27) mukaan tulorahoituksen synnyttäminen on keskeisin tekijä yrityksen talousprosessissa.

Toimivan yrityksen kassaan kertyy vuosittain rahaa tuloina määrä, joka usein runsaasti ylittää pääomina hankitut määrät (Kettunen 1976, 39). Lyhytvaikutteisten menojen maksamisen jälkeen jäävä osuus tuloista katsotaan tavanomaisesti tulorahoitukseksi (Kettunen 1976, 40). Tuloina kassaan kertyvillä rahoilla ostetaan tuotannontekijöitä, palautetaan pääomia ja suoritetaan voitonjakomaksuja.

Kettusen (1976, 23) mukaan yrityksellä on taloudellisia toimintaedellytyksiä silloin, kun se pystyy luomaan sellaisen tulorahavirran, että kassaan saaduilla tulorahoilla kyetään täyttämään yrityksen sidosryhmien rahalliset vastikevaatimukset myös pitkällä tähtäyksellä). Tulorahoituksen syntymiseen vaikuttaa kolme tekijää:

1. kannattavuus
2. kasvu sekä

3. menojen ja niiden synnyttämien tulojen aikaviive.

Tulorahoituksen ensisijaisuus rahoituksen lähteenä merkitsee sitä, että tulorahoista katetaan rahankäyttöä niin pitkälle kuin mahdollista (Aho 1980, 37). Yrityksen (investointien) pääomarahoitus on kolmessa mielessä sekundäärinen tulorahoitukseen verrattuna (Pihlanto 1998, 314):

1. tulorahoituksen riittävyys ja ulottuvuus sanelevat pääomarahoitustarpeen annetulla rahankäytön tasolla
2. pääomarahoitus on periaatteessa tilapäistä rahoitusta
3. pääomarahoitus on vain sporadisesti- investointi-, lähinnä kasvutarpeen tahdissa esiintyvää.

Tulorahoitus riittää sitä paremmin, mitä paremmin yritys (koko pääoma) kannattaa, mitä hitaammin se malttaa kasvaa ja mitä nopeammin uhratut menot synnyttävät tuloja (Laitinen & Luotonen 1996, 79). Mikäli yrityksen kasvu ei ole kovin nopeaa, se pystyy suoriutumaan sen rahoittamisesta tulorahoituksella (Renko 2000, 27). Mitä nopeampi yrityksen kasvuprosessi on, sitä todennäköisempää on, että sen tulorahoitus kuluu lähinnä kasvavien menojen kattamiseen, mikäli riittää edes siihen (Hellberg 1985, 59). Suvas (1988, 61) luonnehtii yleisellä tasolla kannattavuuden merkitystä yrityksen rahoituksen riittävyyden kannalta seuraavasti:

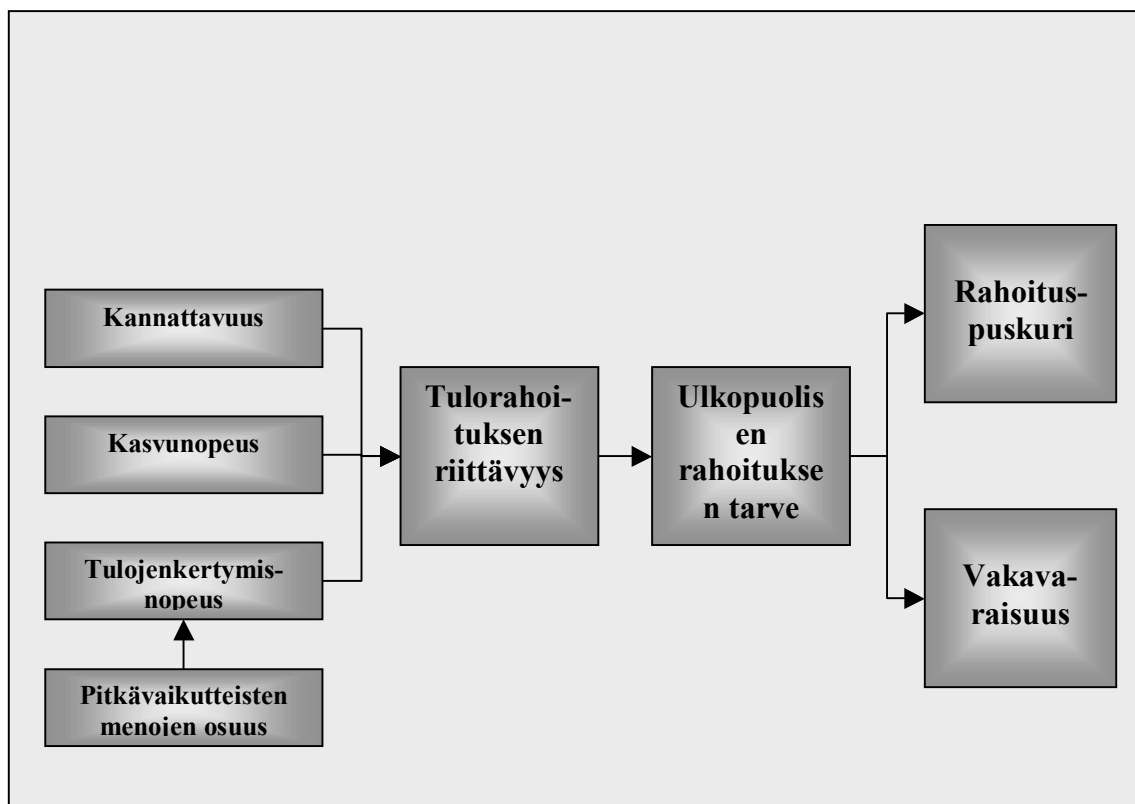
”Yrityksen investointien tulee kyetä generoimaan niin paljon tulorahoitusta, että yrityksen kannattavuus nousee tasolle, jolla rahoituksen riittävyys on ylipäättänsä mahdollista. Kannattavuus on siten välttämätön muttei riittävä edellytys yrityksen rahoituksen riittävyyden takaamiseksi.”

Kannattavuus kasvattaa sisäistä rahoitusta edellyttäen, että suurin osa rahankäyttökatteesta onnistutaan muodossa tai toisessa pidättämään yrityksessä (Majala 1975, 206). Tulorahoituksen määrään vaikuttaa siis voimakkaasti kannattavuuden ja kasvun välinen suhde (Vuokila 1999, 37).

Hyvä tulorahoitus (dynaaminen maksuvalmius) merkitsee yritykselle hengissä pysymistä ja mahdollisuuksia toiminnan kehittämiseen (Laitinen & Luotonen 1996, 79). Jos yritys generoi runsaasti tulorahoitusta, ei sillä yleensä ole rahoitusvaikeuksia.

Yleisesti voitaneen todeta, että ulkoisen rahoituksen tarve vähenee tulorahoituksen kasvaessa. Hyvä tulorahoituksen taso ja pieni ulkopuolisen pääoman tarve merkitsevät sitä, että yritys voi pitää velkojen kasvun kurissa. Tällöin yritykselle ei kerry liikaa lyhyt- tai pitkäaikaista vierasta pääomaa. Samalla hyvä tulorahoitus tuo yritykselle rahaa kassaan.

Hyvä tulorahoitus näkyy siten pitkällä tähtäyksellä hyvänä sekä staattisena että dynaamisena vakavaraisuutena (Laitinen & Luotonen 1996, 79). Samaten se näkyy hyvänä staattisena maksuvalmiutena. Laitinen ja Luotonen vertaavat tulorahoituksen syntymistä yrityksen sydämeen, joka pumpkaa verta yrityksen elintoimintoja varten. Kun verentulo (tulorahoitus) ehtyy, alkavat edellytykset elintoiminnoille (staattinen maksuvalmius ja vakavaraisuus) nopeasti heikentyä. Sydämen toimintaan (tulorahoituksen syntymiseen) taas vaikuttavat voimakkaasti yrityksen peruskunto (kannattavuus), rasiituksen voimakkuus (kasvu) ja palautumiskyky (tulojen kertymisen nopeus). Tulorahoituksen syntymisprosessia ja sen vaikutusta muihin toimintaedellytyksiin havainnollistetaan kuviossa 16.



Kuvio 16 Tulorahoituksen syntyminen ja sen vaikutukset (Laitinen & Luotonen 1996, 80)

Tilanteessa, jossa yrityksen ensisijaisena tavoitteena on erittäin nopea kasvu on sen ammennettava pääomia kaikista mahdollisista lähteistä. Tulorahoitus käytetään tällaisessa tilanteessa kokonaan investointien rahoittamiseen ja velkaa otetaan lisää. Velan määrän noustessa yli optimitason alkaa keskimääräinen pääomakustannus nousta. Koska investointien riskisopeutettu diskonttaus korkokanta nousee, heikkenee investointien kannattavuus. Näin ollen voidaan sanoa, että suuren kasvunopeuden tavoittelu heikentää yrityksen kannattavuutta. Toinen ilmeinen seuraus on se, että yrityksen maksuvalmius heikkenee, koska tulorahoitus käytetään kokonaisuudessaan investointeihin ja yrityksen rahoitusomaisuutta aletaan myydä investointien rahoittamiseksi.

Kolmas seuraus nopeasta kasvuvauhdista on velan määrän suhteellisesta kasvusta aiheutuva vakavaraisuuden heikkeneminen. Kun yritys tavoittelee maksimaalista kasvua, se siis selvästi uhraa kannattavuuttaan, likviditeettiään ja vakavaraisuuttaan kasvunopeuden kustannuksella. Tällainen tilanne ei selvästikään voi jatkua kovin pitkään.

Tulorahoitukseen perustuvaa kasvua voidaankin perustellusti pitää turvallisena kasvutapana. Tulorahoituksen käyttämisellä investointeihin on muutenkin selvä etu muihin rahoitusmuotoihin nähden, koska sen hankkimisesta ei aiheudu liikkeeseenlaskukustannuksia (Leppiniemi & Puttonen 1996, 108).

5.7 Hallitun kasvuvauhdin kiihdytyskeinot

Pitkällä tähtäimellä kaikkien toimintaedellytyskomponenttien tulee olla hyvällä tasolla. Lyhyemmällä tähtäimellä ainakin kannattavuus- ja vakavaraisuustavoitteen suhteen voidaan hieman joustaa muiden tavoitteiden esim. kasvun kustannuksella. Maksuvalmiuden heikkeneminen aiheuttaa niin välittömiä häiriöitä organisaatiossa, ettei sen heikentäminen jonkin muun tavoitteen kustannuksella ole edes lyhyellä tähtäimellä järkevää. Alla on lueteltu yritysjohdon pääasialliset vaikutuskeinot kasvumahdollisuuksien lisäämiseksi:

- Yrityksen kasvun ja taloudellisten toimintaedellytysten välisten riippuvuussuhteiden ymmärtäminen

- Kannattavuuden liikkumavaran lisääminen
 - Pääoman kiertonopeuden kasvattaminen = taseen hallinta
 - Pääoman kiertonopeus kasvaa silloin, kun yritystoiminnan sitoman pääoman suhde liikevaihtoon pienenee. Toisin sanoen käyttö-, vaihto- ja rahoitusomaisuuden pieneneminen suhteessa liikevaihtoon kasvattaa pääoman kiertonopeutta.
 - Voittoprosentin kasvattaminen
 - Voittoprosentti kasvaa silloin, kun yrityksen kulut suhteessa liikevaihtoon pienenevät
 - *Yrityksen toiminta- ja rahoituskustannusten säätelyllä* voidaan vaikuttaa suoraan käytettävissä olevan tulorahoituksen määrään. Mitä pienemmät toiminta- ja rahoituskustannukset ovat, sitä enemmän tulorahoitusta jää investointeihin
 - *Voitonjaon suuruus* vaikuttaa suoraan yritysjohton käytettävissä olevaan tulorahoituksen määrään. Mitä enemmän yrityksestä jaetaan voittoja ulos, sitä vähemmän jää tulorahoitusta käytettäväksi investointien rahoittamiseen. Kannattavalla yrityksellä on suurempi pelivara voitonjaon sopeuttamisessa, koska sen käyttöön jää vielä tulorahoitusta, vaikka se jakaisikin osinkoja. Kasvavan yrityksen kohdalla voitonjaon sopeuttaminen kannattavuuteen nousee keskeiselle sijalle. Mitä huonompi on kasvavan yrityksen kannattavuus, sitä vähemmän sen johto haluaa jakaa yrityksen voittoja ulos. Ylimitoitettu voitonjako saattaa johtaa yrityksen vakavaraisuuden heikkenemiseen. Yrityksestä ulos jaetun voiton sijasta investointeja voidaankin joutua rahoittamaan vieraalla pääomalla.
 - Rahoitus- ja toimintakustannusten pienentämisellä on siis olemassa välittömiä vaikutuksia yrityksen toimintaedellytyksiin ja sitä kautta yrityksen kasvuun. Kustannusten pieneneminen voi saada aikaan myös välillisiä seurauksia. Parantuneet toimintaedellytykset luovat yrityksestä paremman kuvan yrityksen sidosryhmille, koska sen liiketoiminta- ja rahoitusriski ovat pienentyneet. Yrityksen asema helpottuu sen käydessä

neuvotteluja sidosryhmien kanssa. Yritys saattaa näyttää houkuttelevammalta sijoittajien silmissä ja yrityksen on aiempaa helpompaa hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta. Parantunut vakavaraisuus helpottaa puolestaan vieraan pääoman saantia ja voi laskea sen hintaa.

- Rahoituksen liikkumavaran lisääminen

- Kannattavuuden ohella *toiminta- ja rahoituskustannuksien* säätelyn avulla voidaan myös vaikuttaa yrityksen maksuvalmiuteen. Parantunut kannattavuus ja tulorahoitus mahdollistavat suuremman likviditeettireservin ylläpitämisen ilman ulkopuolisen rahoituksen lisätarvetta. Kannattavuuden ja maksuvalmiuden paraneminen antavat yritykselle mahdollisuuden lisätä omavaraisuuttaan tai tavoitella suurempaa kasvua nykyisellä omavaraisuusasteella.
- Ulkoista rahoitusta voidaan hankkia joko oman tai vieraan pääoman ehtoisena. Hankkimalla oman ja vieraan pääoman ehtoista rahoitusta samassa suhteessa, kuin yrityksellä on niitä jo ennestään, voidaan säilyttää yrityksen omavaraisuusaste
- Jos yrityksellä on mahdollisuus lisätä oman pääoman määrää, kannattaa se usein tehdä. Tällöin voidaan keventää yrityksen rahoituskustannuksia, jos yrityksen ei tarvitse jakaa suuria osinkoja sijoittajille. Sijoittajat tyytyvät tällaisessa tapauksessa maltillisiin osinkoihin ja uskovat saavansa tuoton sijoitukselleen arvonnousun muodossa. Parantunut omavaraisuus lisää myös yrityksen tappion kestokykyä.
- Oman pääoman lisääminen ja osingonjaon pienentäminen ovat tehokkaita keinoja hallitun kasvun tason nostamiseksi tai tason saavuttamiseksi

(<http://www.teemuaho.fi/kasvunhallintaraportti.html>>18.02.2002).

Pitkällä tähtäimellä osakkeenomistajat eivät varmasti ole halukkaita tämänkaltaiseen järjestelyyn, koska järjestelyt vähentävät omistajien tuottoja. Tuotoista luopuminen jollakin periodilla tarkoittaakin sitä, että omistajat odottavat yrityksen tuloksen kasvavan ja omien tuottojensa kasvavan tulevaisuudessa riittävästi korvatakseen nyt tehdyt uhraukset.

- *Pääoman kierron tehostaminen* alentaa investointiastetta, nopeuttaa pääoman kiertoa ja vapauttaa taseesta pääomia (<<http://www.teemuaho.fi/kasvunhallintaraportti.html>>18.02.2002). Vapautuvilla pääomilla voidaan esim. maksaa lainoja pois. Tämä parantaa vakavaraisuutta.

Yrityksen kasvu voidaan myös nähdä yrityksen johdon keinona vaikuttaa toiminta- ja rahoituskustannuksiin. Eräs yrityksen kasvun motiiveista on suurtuotannon etujen saavuttaminen. Tuotannon mittakaavan kasvaessa yksikkökustannukset alenevat, koska kiinteät kulut jakautuvat aiempaa suuremman suoritemäärän kesken. Suurempi yritys saavuttaa myös paremman neuvotteluaseman esim. rahoittajien ja tavarantoimittajien kanssa. Kustannusten säätelyllä voidaan siis pyrkiä hallitsemaan yrityksen kasvua ja toisaalta kasvulla voidaan vaikuttaa toiminta- ja rahoituskustannuksiin.

5.8 Kasvunhallinnan tavoitteet - yrityksen menestymis- ja epäonnistumisprosessi

Kasvava yritys ajautuu helposti joko positiiviseen tai negatiiviseen kehään riippuen siitä, miten hyvin yrityksen johto onnistuu kasvun hallitsemisessa. Kasvun hallinnan tavoitteena on tietenkin yrityksen saattaminen positiiviseen kehään. Laitinen ja Luotonen (1996, 81) ovat kuvanneet yrityksen menestymis- ja epäonnistumisprosessin seuraavasti (taulukko 3):

VAIHE	MENESTYMISSPROSESSI	EPÄONNISTUMISSPROSESSI
1	<ul style="list-style-type: none"> • Hyvä koko pääoman kannattavuus • Normaali ja tasainen kasvu • Kohtuullinen tulojen kertymisnopeus 	<ul style="list-style-type: none"> • Heikko koko pääoman kannattavuus • Liian hidas tai nopea tai epätasainen kasvu • Hidas tulojen kertymisnopeus
2	<ul style="list-style-type: none"> • Hyvä tulo-rahoitus eli dynaaminen vakavaraisuus 	<ul style="list-style-type: none"> • Heikko tulo-rahoitus eli dynaaminen vakavaraisuus
3	<ul style="list-style-type: none"> • Runsaasti rahoitusomaisuutta 	<ul style="list-style-type: none"> • Vähän rahoitusomaisuutta
4	<ul style="list-style-type: none"> • Vähäinen tarve vieraalle pääomalle 	<ul style="list-style-type: none"> • Suuri tarve vieraalle pääomalle
5	<ul style="list-style-type: none"> • Vähän lyhyt- ja pitkäaikaista vierasta pääomaa 	<ul style="list-style-type: none"> • Paljon lyhyt- ja pitkäaikaista vierasta pääomaa

6	<ul style="list-style-type: none"> • Hyvä rahoituspuskuri eli staattinen maksuvalmius 	<ul style="list-style-type: none"> • Heikko rahoituspuskuri eli staattinen maksuvalmius
7	<ul style="list-style-type: none"> • Hyvä oman pääoman puskuri (rahoitusrakenne) ja takaisinmaksukyky eli staattinen ja dynaaminen vakavaraisuus 	<ul style="list-style-type: none"> • Heikko oman pääoman puskuri (rahoitusrakenne) ja takaisinmaksukyky eli staattinen ja dynaaminen vakavaraisuus
8	<ul style="list-style-type: none"> • Hyvä ja lähes riskitön oman pääoman kannattavuus 	<ul style="list-style-type: none"> • Heikko ja riskillinen oman pääoman kannattavuus
9	<ul style="list-style-type: none"> • Hyvät toimintaedellytykset 	<ul style="list-style-type: none"> • Heikot toimintaedellytykset
10	<ul style="list-style-type: none"> • Kestävä kehittyminen ja menestyminen 	<ul style="list-style-type: none"> • Kriisi tai konkurssi

Taulukko 3 Menestymis- ja epäonnistumisprosessi

Laitisen mukaan yrityksen menestymisprosessi käynnistyy koko pääoman hyvän kannattavuuden, normaalin ja vakaan kasvuvauhdin sekä tulojen kohtuullisen kertymisnopeuden ansiosta. Tästä menestymisprosessi etenee yllä olevan taulukon mukaisesti. Epäonnistumisprosessi perustuu samoihin syy- ja seuraussuhteisiin kuin menestymisprosessi, mutta toimii päinvastaiseen suuntaan. Epäonnistumisprosessin käynnistää heikko koko pääoman kannattavuus, kasvun epäsuotuisuus (liian nopea, liian hidas tai epävakaa) tai (ja) tulojen kertymisnopeuden hitaus (Laitinen & Luotonen 1996, 82).

Laitisen mukaan on tärkeää huomata, että vaikeudet käynnistyvät heikosta tulorahoituksen riittävyydestä. Tämä merkitsee sitä, että yrityksen johdon on ryhdyttävä välittömästi korjaaviin toimenpiteisiin, kun tulorahoituksessa havaitaan ensimmäiset häiriöt. Korjaus tapahtuu:

1. parantamalla kannattavuutta,
2. normalisoimalla kasvu
3. tai (ja) kiihdyttämällä tulojen kertymistä.

Laitisen kuvaamat prosessit perustuvat tulorahoituksen aiheuttamiin vaikutuksiin. Tosiasia kuitenkin on se, että joissain tilanteissa yrityksen ei kannata kasvaa pelkästään tulorahoituksen turvin. Velkaranhan vipuvaikutuksella voidaan esim. kyetä lisäämään kasvuvauhtia ja parantamaan kannattavuutta siten, että toimintaedellytyskomponentit

säilyvät hyväksyttävällä tasolla. Olisi liian yksioikoista todeta, että yrityksen kannattaa aina kasvaa tulo-rahoituksensa turvin, vaikkakin hallitsematon kasvu näkyy yleensä ensimmäisenä tulo-rahoituksen riittämättömyytenä. Kun tulo-rahoituksella ei kyetä selviytymään juoksevista menoista on yrityksen turvauduttava lisäluottoihin tarpeellisen likviditeetin säilyttämiseksi. Lisäluotot saattavat heikentää hyvinkin nopeasti yrityksen vakavaraisuutta.

6 YRITYKSEN KASVUN JA TOIMINTAEDELLYTYSTEN MITTAAMINEN

Luvussa 4 tarkasteltiin yrityksen kasvun ja taloudellisten toimintaedellytysten välisiä riippuvuussuhteita. Tässä luvussa pyritään konkretisoimaan kasvun ja taloudellisten toimintaedellytysten mittaamiseen liittyviä periaatteita ja ongelmia.

6.1 Tilinpäätösanalyysi ja toimintaedellytysten operaationalistaminen

Yritys voidaan nähdä tietyn toiminta-ajatuksen toteuttamiseksi perustettuna taloudellisena yksikkönä. Sen toiminta kiinnostaa hyvin monia eri sidosryhmiä. Näillä sidosryhmillä on kullakin omat intressinsä seurata yrityksen toimintaa ja taloudellista tilaa. Sidosryhmät tarvitsevat informaatiota yrityksestä päätöksenteon ja edunvalvonnan perustaksi. Tilinpäätös antaa sidosryhmille mahdollisuuden saada laajasti taloudellista tietoa yrityksestä. Tilinpäätös voidaankin nähdä laajana ja käyttötarkoitukseltaan etukäteen rajoittamattomana raporttina. Tämä hyväksikäyttönäkökulma ilmenee tilinpäätökselle melko yksityiskohtaiseksi säädetyssä sisällössä sekä tilinpäätöksen julkistamisvelvollisuudessa. Yrityksen tilinpäätös onkin ainoa laaja, määrämuotoinen sekä lisäksi laajasti julkinen raportti yksittäisen yrityksen taloudesta. (Leppiniemi & Leppiniemi 1997, 16- 17) Yrityksen tilikaudelta laadittavat tuloslaskelma, tase sekä näiden liitetiedot ovatkin lähes ainoa tieto, joka yrityksen omistajien ja johdon ulkopuolelle jäävillä yrityksestä kiinnostuneilla sidosryhmillä on saatavissa yrityksestä. (Kettunen 1976, 222) Koska tilinpäätöstä sekä tilinpäätöksen perustana olevaa kirjanpitoa koskevat monet lait on tilinpäätös hyvin pitkälle standardisoitunut sekä muotonsa että sisältönsä puolesta.

Tilinpäätöksen tarkoituksena on selvittää, mitkä menot ja tulot kuuluvat ko. tilikaudelle sekä myös selvittää tilinpäätöshetken omaisuus ja pääoma. Yrityksen kirjanpito on saatettu laatia sekä suorite- että maksuperusteella. Suoriteperusteisessa kirjauksessa liiketapahtuma kirjataan suoritteen luovutushetkellä ja maksuperusteisessa kirjanpidossa suoritteen maksuhetkellä. Tilinpäätös on kuitenkin laadittava aina suoriteperusteella. (Laitinen & Luotonen 1996, 12) Tilinpäätöksen keskeisimpänä tehtävänä voidaan nähdä

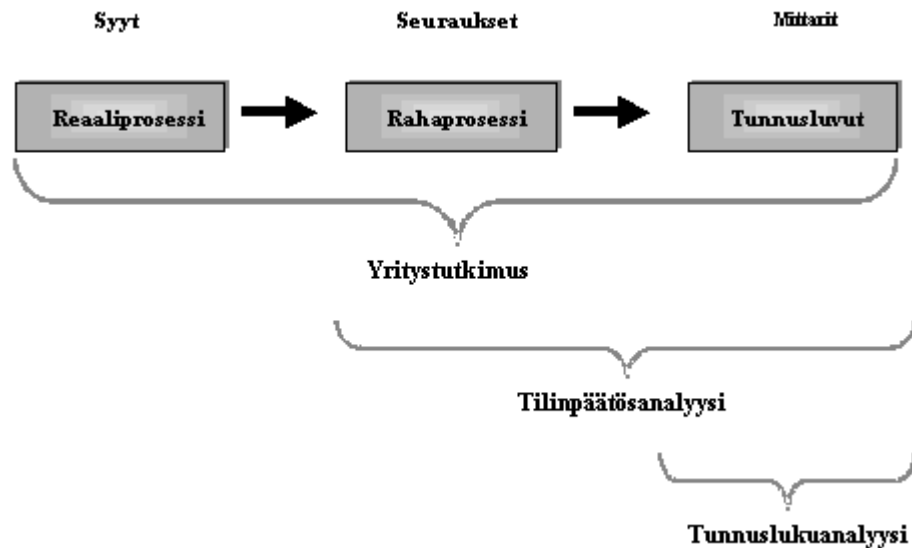
tilikauden jakokelpoisen voiton osoittamisen (Aho & Rantanen 1993, 10). Tilinpäätöksen laatimista ohjaa kuluvarastoajattelu, jonka mukaan yrityksen johto asettaa tilinpäätöstä valmistellessaan tavoitteen sekä verotettavalle tulolle että kirjanpidolliselle voitolle. Ajatusmallin taustalla on johdon suunnitelmat yrityksen tulevalle toiminnalle ja sen vaatimalle tulo-rahoitukselle. Näiden perusteella yrityksen johto päättää, mikä osuus yrityksen tuottamasta tulosta voidaan maksaa sekä verottajalle että osakkaille ja toisaalta pidättää yrityksen käyttöön jäävänä tulo-rahoituksena. (Kettunen, Mäkinen & Neilimo 1980, 58-59)

Yrityksestä haluavat informaatiota myös muut sidosryhmät, kuin voitonjaosta kiinnostuneet. Voitonjaosta kiinnostuneet intressenttiryhmät ovat yrityksen johto, omistajat sekä verottaja. Heidän lisäksi yrityksestä ovat kiinnostuneita myös luotonantajat, tavaran toimittajat, viranomaiset (muut kuin verottaja), yritysten omat järjestöt ja yhteenliittymät, työntekijät ja heidän järjestönsä, kilpailijat, tutkijat sekä lehdistö. (Honko 1956, 99-100) Koska tuloslaskelma ja tase liitetietoineen ovat kuitenkin monille sidosryhmille ainoa yrityksen toiminnasta ja sen rahavirroista saatava informaatiolähde joudutaan niitä käyttämään myös muunlaiseen tarkoitukseen tarvittavan informaation saamiseksi (Kettunen 1976, 222).

Kettusen mukaan taseanalyysia tarvitaan, koska tuloslaskelma ja tase eivät sellaisenaan pysty antamaan kaikkea sitä informaatiota, jota yrityksestä kiinnostuneet tarvitsevat. Hän määrittelee taseanalyysin vuositulo-laskelmien sisältämien tietojen muokkaamiseksi ja analysoimiseksi siten, että yrityksestä kiinnostuneet saavat niistä sellaista informaatiota, jota tuloslaskelma ja tase eivät pysty tarjoamaan. Kettusen, Mäkisen ja Neilimon määritelmä on hyvin samankaltainen. Sen mukaan tilinpäätösanalyysi voidaan nähdä tiedonmuokkausjärjestelmänä, jonka avulla tiivistetystä rahamittaisesta aineistosta ja mahdollisesta muusta aineistosta voidaan muokata informaatiota eri sidosryhmien käyttöön. (Kettunen ym. 1980, 27) Kyseisen määritelmän mukaan tilinpäätösanalyysi on tiettyjen perusteiden mukaan laadittujen lähtötietojen muokkausta, analysointia ja muuttamista tietyn päätös- ja tutkimustilanteen vaatimaksi informaatioksi. Analyysin tavoitteena on tuottaa päätös- tai tutkimusmallin vaatimaa tietoa (valideja mittaustuloksia) sekä tuotettavan tiedon on oltava riittävän tarkkaa (reliaabelia). Laitisen (1989, 14) määrittelyssä tilinpäätösanalyysillä tarkoitetaan yrityksen taloudellisen menestymisen eli taloudellisen suorituskyvyn arvioimista

tilinpäätöstietojen avulla. Tilinpäätösanalyysillä voidaan todeta yrityksen taloudellinen kehitys ja tehdä ennusteita tulevaisuudesta. Sen avulla ei kuitenkaan välttämättä voida saada selville taloudellisen menestymisen taustalla olevia tekijöitä, koska analyysin kohteena on yrityksen reaali-prosessin seurauksia kuvaava rahaproessi. Taloudellisen menestymisen syyt löytyvät yrityksen reaali-prosessista ja rahaproessin tapahtumat ovat vain seurausta reaali-prosessin tapahtumille (kuvio 17). Tilinpäätösanalyysi laajeneekin yritystutkimukseksi, jos tavoitteeksi asetetaan syiden löytäminen yrityksen menestymiselle tai menestymättömyydelle sekä yrityksen tulevaisuuden ennustaminen. (Laitinen 1994a, 25)

Yrityksen tilinpäätösanalyysillä tarkoitetaan siis tilinpäätös- ja taseinformaation muokkaamista ja analysointia päätös- tai tutkimustilanteen vaatiman informaation tuottamiseksi. Informaation käyttäjä on tavallisesti kiinnostunut yrityksen taloudellisista toimintaedellytyksistä eli kannattavuudesta, maksukykyisyydestä ja vakavaraisuudesta. (Neilimo 1991, 46- 47) Vertailuperusteena voidaan käyttää sekä analyysin suorittajan tavoitteita että toisia saman alan yrityksiä (Aho & Rantanen 1993, 36). Trendianalyysissä vertailukohteena on yrityksen oma historia (Gibson & Boyer 1979, 72). Tätä vertailua on kuitenkin hankala toteuttaa suoraan tuloslaskelman ja taseen perusteella, koska niiden antamat luvut ovat absoluuttisia lukuja. Absoluuttiset luvut eivät sovellu eri kokoisten yritysten väliseen vertailuun, vaan tuloslaskelman ja taseen luvut täytyy suhteellistaa kokoerojen poistamiseksi. Tämä suhteellistaminen tapahtuu jakamalla jokin tuloslaskelman tai taseen erä jollain toisella, yleensä yrityksen kokoa mittaavalla erällä. (Kallunki ym. 1998, 73) Näiden suhde- eli tunnuslukujen laskeminen, tulkitseminen ja vertaaminen muodostavat tilinpäätösanalyysin keskeisimmän osan, tunnuslukuanalyysin. Joskus yrityksen tuloslaskelma ja tase huokuvat jo sellaisenaan joko menestymistä tai menestymättömyyttä ilman, että tulkintaan tarvittaisiin välttämättä erityisiä tunnuslukuja (Leppiniemi & Leppiniemi 1997, 45).



Kuvio 17 Yrityksen reaali- ja rahaprosessin yhteys eri analyysimuotoihin (Laitinen 1989, 15)

Operationaalistaminen

Yrityksen taloudelliset toimintaedellytykset ovat käsitteinä varsin abstrakteja, eikä niitä voida mitata välittömästi. Yrityksen johtamisen kannalta toimintaedellytyksille täytyykin määrittellä tarkka sisältö, joka mahdollistaa niiden mittaamisen sekä asettaa tavoitearvot, joihin yritys pyrkii. Taloudellisten toimintaedellytyksien määrittämistä tarkkaan ja mitattavaan muotoon kutsutaan *operationaalistamiseksi*. Operationaalistamisen avulla voidaan esimerkiksi kannattavuus- käsitettä mitata yrityksen tuloslaskelman tilikauden voiton avulla. Tällöin tilikauden voitto on kannattavuuden operationaalistettu vastine eli kannattavuuden mittari. (Neilimo & Uusi-Rauva 1997, 27- 28)

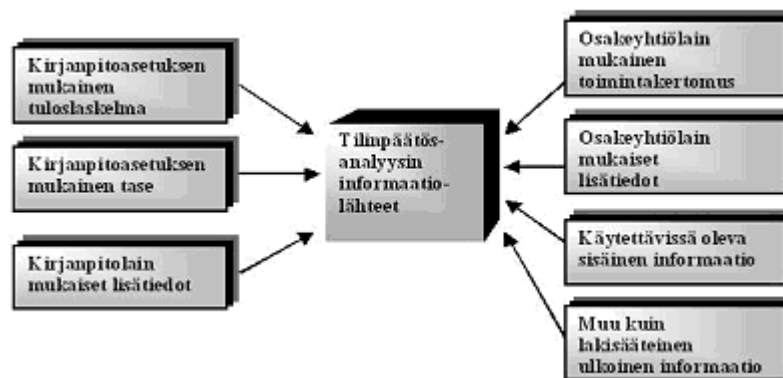
Tilinpäätösanalyysin perustuessa tuloslaskelmaan, taseeseen sekä näiden liitetietoihin puhutaan usein ulkoisesta analyysistä. Tällaista ulkoista analyysiä joutuvat usein suorittamaan sellaiset yrityksen intressenttiryhmät, joilla ei ole mahdollisuutta käyttää ns. sisäistä informaatiota. Tilinpäätösanalyysi on kuitenkin kaikkein luotettavin silloin, kun analysoijalla on käytettävissään myös yrityksen sisäistä informaatiota. (Aho & Rantanen 1993, 36)

Nykyaikainen tilinpäätösanalyysi voidaan jakaa suoriteperusteiseen tilinpäätösanalyysiin, rahavirta- analyysiin ja markkinaperusteiseen analyysiin.

Suoriteperusteisessa tilinpäätösanalyysissä tulot ja menot kirjataan niiden syntyhetkellä ja jaksotetaan tuotoiksi ja kuluiksi eri tilikausille. Rahavirta- analyysissä kiinnostuksen kohteena ovat rahan liikkeet eikä menoja ja tuloja kohdisteta eri tilikausille. Markkinaperusteisessa analyysissä tilinpäätösinformaatiota yhdistetään osakemarkkinoilta saatavaan informaatioon. (Kallunki ym. 1998, 12)

Lähtötiedoille/aineistolle asetettavat vaatimukset

Tilinpäätöskäytäntö on syntynyt monen tekijän summana, johon on voimakkaimmin vaikuttanut meno- tuloteoriaan pohjautuva kirjanpitolainsäädäntö sekä elinkeinoverolaki. Samasta syystä myös tilinpäätösanalyysissä käytettävä aineisto muodostuu useasta eri lähteestä. (Laitinen 1989, 38- 39)



Kuvio 18 Tilinpäätösanalyysin tietolähteet (Laitinen 1989, 38)

Tietolähteistä keskeisimmät ovat kirjanpitolain ja -asetuksen määrittelemät tilinpäätös, tase sekä näiden liitetiedot (kuvi 18).

Tilinpäätösanalyysin aineistolle voidaan asettaa vaatimuksia, joiden täytyessä tilinpäätösanalyysi tuottaa reliabelia tietoa ja valideja tunnuslukujen mittaustuloksia (Aho & Rantanen 1993, 58).

- 1) tiedon sisältyminen tilinpäätökseen
- 2) tilinpäätösriien laajuuden vertailukelpoisuus
- 3) arvojen vertailukelpoisuus
- 4) lukujen tyypillisuus

Lähtökohtana reliabiliteettikysymykselle voidaan pitää tunnusluvun laskentaan tarvittavien lukujen sisältymistä tilinpäätöksiin sekä näiden lukujen saatavuutta (Aho & Rantanen 1993, 58).

Tilinpäätöserien laajuutta koskeva vaatimus tarkoittaa, että erien laajuus on määrätty samojen periaatteiden mukaan. Jos erien laajuus poikkeaa yritysten välillä, puuttuu perusta tilinpäätösanalyysille tavanomaiselta yritysten väliseltä vertailulta. (Honko 1956, 105) Mahdollisuus aktivoida kiinteitä menoja hankintahintaan on esimerkki tekijästä, joka voi vähentää tilinpäätöserien laajuuden vertailukelpoisuutta suoritettaessa yritysten välistä vertailua (Aho & Rantanen 1993, 58). Yksittäisen yrityksen kohdalla erien laajuusongelma koskee lähinnä aikaa. Erien täytyy ensinnäkin olla peräisin samanpituisilta tilikausilta sekä niiden laajuus on oltava määrätty samojen periaatteiden mukaisesti. (Honko 1956, 105- 106) Kiinteiden menojen aktivoinnin kaltaiset tekijät eivät juurikaan aiheuta ongelmia yksittäisen yrityksen analysoinnin kohdalla, koska kirjanpitolaki edellyttää monien valinnaisten menettelytapojen kohdalla noudattamaan jatkuvasti kerran valittua menettelytapaa.

Tilinpäätöserien arvojen vertailukelpoisuuteen vaikuttavat pääsääntöisesti hintatason vaihtelut sekä tilinpäätöserien arvostusperiaatteisiin liittyvä harkinnanvara. Tilinpäätöksessä taseen aktiivaeriin sisältyy inflaation aiheuttama harha, jota ulkopuolisen analysoijan voi olla vaikea havaita. Käyttöomaisuuden (esim. kiinteistöt) kirjanpitoarvot eivät kuvasta niiden todellista arvoa ja ulkopuolisen on usein mahdotonta tietää niiden käyviä arvoja. Voimakkaan inflaation aikana voi myös syntyä tulkintaongelmia inflaation synnyttämistä näennäisvoitoista. (Koskela 1990, 41) Tilinpäätöserien arvostusperiaatteisiin liittyvä harkinnanvara voi muodostaa ongelman, jos arvostusperiaatteita ei voida selvittää tilinpäätöksessä. Ongelma on tuntuvin vaihto-omaisuuden kohdalla, jos vaihto-omaisuuden aliarvostusmäärä vaihtelee varastojen arvon ja/tai aliarvostusprosentin muutosten vuoksi. Tällaisessa tapauksessa sellaiset tunnusluvut, joissa yhtenä vaikuttavana tekijänä on tilinpäätösarvo tai tavarakulut eivät ole vertailukelpoisia. (Aho & Rantanen 1993, 59)

Tilinpäätöslukujen tyypillisyydellä tarkoitetaan sitä, että tilinpäätöslukujen tulisi kuvata analysoitavia ilmiöitä mahdollisimman tyypillisesti. Taseen kohdalla tämä tarkoittaa sitä, että tilinpäätöspäivän tilanne kuvaa koko tilikauden tilannetta. Ulkopuolinen

analysoija ei kuitenkaan voi tietää, toteutuuko taselukujen tyypillisyyden vaatimus, koska varastojen arvo saattaa tilinpäätöshetkellä olla ylimmillään. (Aho & Rantanen 1993, 59)

Tilinpäätösaineistoon liittyvänä keskeisenä ongelmana voidaan nähdä myös tilinpäätöksen joustokohtien mahdollisesti aiheuttama harha tunnusluvuissa. Nämä joustokohdat antavat yrityksen johdolle harkintavaltaa tilinpäätöksen suhteen. Johdon harkinnanvara saattaa vääristää tunnuslukujen antamia tuloksia, eikä tunnusluku annakaan "oikeata" kuvaa mittauksen kohteesta. Tilinpäätöskäytäntöjen yhdentymisen ja informaation julkistamisvaatimukset vähentävät ainakin sellaisten joustokohtien käyttöä, joista tunnuslukujen laskija ei saa tietoa. (Koskela 1990, 41)

Mittaamiseen ja tunnuslukuihin liittyviä ongelmia

Tilinpäätösanalyysi voidaan siis nähdä yrityksen taloudellisten toimintaedellytysten arvioimisena ja mittaamisena. Määritelmään liittyvä mittaamisen käsite on hyvä määritellä mahdollisimman täsmällisesti. Petri Vehmanen on tutkinut väitöskirjassaan mittaamisen teorian soveltuvuutta taseanalyysin teoriaksi ja määritellyt mittaamisen seuraavasti (Vehmanen 1979, 34):

”Mittaaminen on mittalukujen (so. numeraalien) tehokasta liittämistä relevantteina pidettyihin kvantiteetteihin empiiristen operaatioiden avulla.”

Määritelmässä relevanteina pidetyillä kvantiteeteilla tarkoitetaan yrityksen taloudellista menestymistä ja mittaluvuilla taas tilinpäätösanalyysissä käytettävien mittalukujen arvoja. (Laitinen 1989, 161) Määritelmästä käy selville, että tilinpäätösanalyysistä tulee mittaamista vasta, kun siihen liitetään mukaan tunnusluvut. Tunnuslukujen täytyy myös olla riittävän luotettavia sekä teoreettisesti perusteltavissa. Vehmanen tarkoituksena oli liittää tilinpäätösanalyysiin periaatteita yleisestä mittauksen teoriasta ja parantaa tilinpäätösanalyysin luotettavuutta. (Vehmanen 1979, 15) Hän esittää 8 erilaista kriteeriä, joita voidaan käyttää tunnuslukujen ominaisuuksien arvioinnissa. Kriteerit perustuvat kolmeen eri lähestymistapaan. Filosofiset kriteerit ovat yhteydessä mittauksen kohteen ominaisuuksiin, faktuaaliset kriteerit mittausjärjestelmän

ominaisuuksiin sekä funktionaaliset kriteerit mittaustulosten käyttökelpoisuuteen. Vehmanen pyrki myös testaamaan kriteeristöään käytännössä. Kahdeksasta kriteeristä vain kahden voitiin katsoa täyttyneen edes osittain. Vaikka Vehmasen kriteeristö ei empiirisessä testissä menestynytäkään, voidaan sitä kuitenkin pitää hyvänä lähtökohtana tunnuslukujen mittausteoreettiselle pohdinnalle. (Laitinen 1989, 166)

Laitisen mukaan onkin tärkeätä, että ennen tilinpäätösanalyysin suorittamista mietitään tarkasti mittauksen kohdetta sekä kvantifioidaan se. Mittauksen kohteelle valittavien tunnuslukujen tulee tuottaa sekä valideja että reliaabeleja mittaustuloksia ja niiden tulee olla relevantteja päätöstilanteen kannalta. (Laitinen 1989, 167)

Mittauksen kohteen analysoinnissa voidaan lähtökohtana pitää Vehmasen identifiointikriteerin tarkastelua. Sen mukaan mittaamisen kohteen tulee olla a) käsitteellisesti hahmotettu sekä b) se pitää voida kvantifioida. Kriteerin ensimmäisen osan tulee olla voimassa, jotta olisi ylipäänsä edellytyksiä suorittaa jonkinlaisia mittauksia. Ensimmäisen vaatimuksen voidaan katsoa tarkoittavan sitä, että mittaajalla on oltava alustava mielikuva mitattavasta ominaisuudesta. Toinen vaatimus edellyttää, että tarkasteltava ominaisuus voidaan kvantifioida eli mitata. (Vehmanen 1979, 66)

Tunnuslukujen validiteettiin liittyvä vaatimus voidaan jakaa kahteen osaan (Vehmanen 1979, 108- 109):

1. mittarin liittäminen mitattavaan ominaisuuteen tulee olla teoreettisesti perusteltua sekä
2. mittarilla tuotetun järjestetyn jonon (mittaustuloksen) ja arvioimalla ilman mittaamista saadun jonon pitää järjestykseltään olla (edes likimain) samanlaisia eli mittarin liittäminen mitattavaan ominaisuuteen tulee olla myös empiirisesti perusteltu

Usein validiteettiongelmaa käsitellään vain teoreettiselta kannalta empiiriseen perusteluun liittyvien ongelmien takia. Empiirinen perustelu edellyttää Vehmasen mukaan, että tilinpäätösanalyysin kohteena olevat yritykset voitaisiin asettaa edes karkeaan järjestykseen mitattavan ominaisuuden mukaan ilman varsinaisia mittauseräitä. (Vehmanen 1979, 105) Koska tällaisen järjestetyn jonon tuottaminen on sekä hankalaa että työlästä keskitytään usein vain validiteettiongelman

teoreettiseen ratkaisemiseen. Tällöin validiteetilla tarkoitetaan, että mitataanko mittaustapahtumassa juuri sitä, mitä on tarkoituskin mitata. Ongelma kohdistuu tällöin mitattavan teoreettisen käsitteen ja sitä mittaamaan pyrkivän mittarin sisällölliseen vastaavuuteen. Validiteetti on sitä parempi, mitä paremmin mittari sisällöllisesti vastaa mitattavaa käsitettä (Kettunen ym. 1980, 94).

Reliabiliteetti liittyy puolestaan mittauksen ja mittarin tarkkuuteen. Vehmasen mukaan mittari on reliaabeli silloin, kun päätösmallin perusteella tehtävät johtopäätökset eivät vaihtele mittarin arvon erilaisilla määrittämistavoilla. (Vehmanen 1979, 133) Kettunen mainitsee mittarin tarkkuuteen vaikuttaviksi tekijöiksi mittavälineen (mittarin), mittaajan sekä mittausolosuhteet. Mittauksen tarkkuutta voidaan empiirisesti testata esimerkiksi määrittämällä mittaustulosten varianssi. Mitä pienempi hajonta on sitä luotettavammaksi voidaan mittari katsoa. (Kettunen 1974, 52) Jos mittaajasta johtuvat virheet suljetaan tarkastelun ulkopuolelle, voidaan reliabiliteettiongelman katsoa liittyvän ensisijaisesti mittausaineiston hyvyyteen. Reliabiliteettiongelmaa voidaan vähentää pyrkimällä huolelliseen aineistoanalyysiin. (Kettunen ym. 1980, 94- 95)

Validiteettiongelma voidaan pyrkiä ratkaisemaan ensinnäkin kiinnittämällä huomiota siihen, miten mittari sisällöllisesti vastaa mitattavaa käsitettä. Keskeistä onkin rajata mitattava teoreettinen käsite riittävän tarkasti tutkimusnäkökulman valinnan avulla ja tämän perusteella johtaa mittarit. Toinen vaihtoehto validiteetin lisäämisen on käyttää samanaikaisesti useita mittareita. Tarkoituksena on saada mitattava käsite sisällöllisesti "peitettyksi" useilla mittareilla. (Kettunen ym. 1980, 94)

Välitön ja välillinen mittaaminen

Tilinpäätösanalyysiin liittyvä mittaaminen voi olla joko välitöntä tai välillistä. Mittaamistavalla on merkitystä, koska se vaikuttaa olennaisesti mittaukseen liittyviin virhemahdollisuuksiin (Kettunen ym. 1980, 96).

Tarkimmillaan mittaaminen on välitöntä. Välittömän mittaamisen määritelmän mukaan välittömässä mittaamisessa tutkitaan, kuinka monta kertaa mitta sisältyy mitattavaan. (Kettunen 1974, 51) Yrityksen henkilöstön koko voidaan selvittää luotettavasti välittömän mittaamisen avulla, laskemalla yrityksen palveluksessa olevat työntekijät.

Monet laskentatoimen ja tilinpäätösanalyysin käsitteet ovat sellaisia, ettei niillä ole vastinetta havaintomaailmassa. Tällöin välittömän mittaamisen sijasta joudutaan turvautumaan välilliseen mittaamiseen. Siinä mitataan jotakin muuta, kuin mistä lopullisesti ollaan kiinnostuneita ja mittaustulos selvitetään laskennallisesti. (Kettunen 1974, 51) Tilinpäätösanalyysin kassajäämät kannattavuuden mittaamisessa ovat esimerkki välillisistä mittauksista. Mittarin arvo saadaan selville vasta kassajäämään vaikuttavien muuttujien määrittämisen sekä erilaisten laskentatoimitusten suorittamisen jälkeen (Kettunen ym. 1980, 96). Edellä mainittu esimerkki kannattavuuden mittaamisesta havainnollistaa, että välilliseen mittaamiseen liittyy suurempi virhemahdollisuus verrattuna välittömään mittaamiseen.

Mitta- asteikot

Tilinpäätösanalyttisessä mittauksessa käytettävät mitta- asteikot vaikuttavat siihen, miten mittaustuloksia voidaan käyttää yritysten välisissä vertailuissa. Mitta- asteikkojen luokittelu perustuukin siihen, minkälaisille suhteille ko. mittari tarjoaa järkevä tulkinnan (Korhonen, Lehtonen, Niemi, Salo & Woivalin 1994, 99).

Nominaali- eli luokitteluasteikko on vähimmäisvaatimus, kun tilinpäätösanalyysin aineistoa ryhmitellään tutkimuksen kannalta käyttökelpoiseen muotoon. Tällöin samaan luokkaan joutuvien havaintoyksiköiden katsotaan olevan mitattavilta ominaisuuksiltaan samanlaisia tutkimuksen kannalta. Ordinaali- eli järjestysasteikon avulla kyetään asettamaan yrityksiä paremmuusjärjestykseen tiettyjen ominaisuuksien suhteen, mutta erojen välisiä suuruuksia ei saada selville. Välimatka- eli intervalliasteikko ilmaisee järjestyksen lisäksi myös mittausten välisen keskinäisen etäisyyden. Mittayksikön lisäksi välimatka- asteikolla sovittua on sen nollapiste. Suhdelukuasteikolla on mahdollista tehdä suhdelukuvertailuja havaintojen välillä, koska sillä on olemassa *luonnollinen nollakohta*. Tilinpäätösanalyysissä käytettävät tunnusluvut saattavat olla ongelmallisia yritysten välisissä vertailuissa luonnollisen nollakohdan puuttumisen vuoksi. Esimerkiksi kannattavuuden nollakohta vaihtelee yrityksestä riippuen, joten sille on vaikea määrittää yksiselitteistä ja yleisesti hyväksyttyä nollakohtaa. (Korhonen ym. 1991, 99- 101)

Tunnuslukujen laskemiseen saattaa liittyä ajallinen ongelma, jos tunnusluvun laskemisessa käytetään yhtä aikaa lukuja sekä tuloslaskelmasta että taseesta. (Gibson &

Boyer 1979, 72) Tuloslaskelman erät kattavat koko tilikauden, mutta taseen erät kertovat taloudellisen tilanteen vain tilinpäätöshetkellä. Gibson ja Boyer esittävät ratkaisuksi keskimääräisten arvojen käyttämisen. Laskemalla tilikauden alun ja lopun arvoista keskiarvo tarkasteltavalle erälle (esim. myyntisaamiset) voidaan tasoittaa tilikauden aikana tapahtuneita muutoksia. Esitetty ratkaisutapa ei kuitenkaan tasoita kausittaisia tai sykleihin liittyviä arvojen muutoksia.

6.2 Tilinpäätösanalyysin vaiheet

Tilinpäätöstietojen oikaiseminen

Tilinpäätösanalyysi alkaa tilinpäätöstietojen oikaisemisella. Perimmäisenä tarkoituksena on tilinpäätöstietojen saattaminen vertailukelpoisiksi eri vuosien ja eri yritysten kesken. (Kallunki ym. 1998, 27) Yrityksen tilinpäätöksessään esittämä tulos ei useinkaan vastaa todellista tulosta, vaan se on enemmänkin yritysjohton tavoitetulos. Yritysjohton tavoitetuloksen taustalla saattaa olla riittävän voiton esittäminen osingonjaon kannalta, tasaisen tuloksen esittäminen tai verotuksen kannalta tarkoituksen mukaisen tuloksen esittäminen. Yrityksen tilinpäätöstiedot oikaistaan, jotta ne vastaisivat mahdollisimman hyvin yrityksen todellista taloudellista tilannetta. Näin saadaan muodostettua ns. oikaistu tuloslaskelma ja tase. Täysin luotettavan kuvan saaminen yrityksestä edellyttää, että oikaistussa tuloslaskelmassa esitettävät kulut vastaavat todellisia kuluja sekä oikaistun taseen omaisuus vastaa omaisuuden todellista arvoa. Yrityksestä käytettävissä olevat tiedot sekä oikaisun laajuus vaikuttavat siihen, miten luotettavasti oikaistu tuloslaskelma ja tase vastaavat yrityksen todellista taloudellista tilannetta. (Laitinen 1994a, 28) Tärkeimmät yritysjohton harkinnanvaraisuuksia sisältävät kohdat tilinpäätöksessä ovat (Kallunki ym. 1998, 29- 34):

- 1 Arvonkorotukset
- 2 Poistot
- 3 Vapaaehtoisten varausten muodostaminen
- 4 Kiinteiden menojen aktivointi vaihto- omaisuuteen
- 5 Vaihto- omaisuuden arvostus
- 6 Tuloslaskelman ohittaminen kirjaamalla tulosvaikutteisia eriä suoraan omaan pääomaan

7 Siirto eläkesäätiöön vastuuvajauksen kattamiseksi

8 Kurssierojen kirjaus

Yrityksen tuloslaskelman ja taseen antama kuva yrityksen tuloksen ja omaisuuden ostovoimasta on luotettava ainoastaan sellaisessa taloudessa, jossa ei esiinny inflaatiota. Inflaatiotaloudessa eri ajoilta peräisin olevilla rahamääräisillä erillä on erilainen ostovoima. Jos halutaan selvittää yrityksen tuloksen ja taseen todellinen ostovoima, on tilinpäätökselle tehtävä inflaatio- oikaisu. Oikaisun täydellinen tekeminen vaatii kuitenkin runsaasti tietoa rahavirtojen ajoittumisesta, joten sitä ei yleensä tehdä normaalin tilinpäätösanalyysin yhteydessä. (Laitinen 1994a, 37)

Mittauksen kohteiden valinta

Tilinpäätöstietojen oikaisemisen jälkeen valitaan mittauksen kohteet. Mittauksen kohteet riippuvat siitä, mikä yrityksen sidosryhmä käyttää hyväkseen tilinpäätösanalyysin tuottamaa informaatiota. Hyväksikäyttäjistä riippuen analyysin tavoite saattaa vaihdella ja vaikuttaa tarkoituksenmukaisten mittauksen kohteiden valintaan. Oman pääoman sijoittaja on varmasti kiinnostunut esimerkiksi yrityksen kannattavuudesta, kun taas vieraan pääoman sijoittajan voidaan olettaa olevan enemmän kiinnostunut yrityksen maksuvalmiudesta ja vakavaraisuudesta. Keskeisimmät tilinpäätösanalyysistä tehtävät johtopäätökset koskevat yrityksen taloudellisia toimintaedellytyksiä (Leppiniemi & Leppiniemi 1997, 38). Toimintaedellytyksillä tarkoitetaan aiemmin mainittuja kannattavuutta, maksuvalmiutta ja vakavaraisuutta.

Mittareiden valinta, laskeminen ja vertaaminen

Mittauksen kohteiden määrittelyn jälkeen voidaan valita käytettävät mittarit. Mittarit ovat useimmiten suhdelukumuodossa olevia tunnuslukuja (Laitinen & Luotonen 1996, 76). Mittarit voivat olla myös absoluuttisia arvoja, mutta niiden käyttö varsinkin yritysten välisissä vertailuissa on ongelmallista johtuen yritysten välisistä kokoeroista.

Tunnuslukujen valinnassa lähtökohtana voidaan pitää sitä päätös- tai tutkimusmallia, jota varten informaatiota halutaan tuottaa. Analyysin tekijä joutuu päättämään, mitä osa- alueita yrityksen menestymisessä hän painottaa sekä mitkä tunnusluvut parhaiten näitä osa- alueita mittaavat. Mittareiden valintaan liittyykin olennaisesti relevanssiongelma. Sen mukaan mittareiden joukosta on valittava sellaiset, jotka tuottavat päätöstilanteen

kannalta relevanttia ja tärkeää informaatiota. (Koskela 1990, 40) Valittujen mittareiden tulee täyttää aiemmin mainitut reliabiliteetin ja validiteetin vaatimukset mahdollisimman hyvin.

6.3 Kasvun mittarit

Yrityksen kasvunopeutta voidaan periaatteessa mitata monesta kokoa kuvaavasta muuttujasta. Näitä muuttujia ovat esimerkiksi liikevaihto, menot, taseen loppusumma ja työntekijöiden lukumäärä. Tässä tutkimuksessa yrityksen kasvunopeutta mitataan pääsääntöisesti liikevaihdon prosentuaalisella muutoksella, koska yrityksen tulojen (liikevaihto) kehittyminen on keskeinen yrityksen rahoitukseen ja kannattavuuteen vaikuttava tekijä. (Laitinen & Luotonen 1996, 63) Yrityshän voi kasvaa myös toimintaa tehostamalla, vaikka sen liikevaihto pysyisikin samana tai jopa pienenisi hieman. Liikevaihdon kasvaminen on kuitenkin edellytys yrityksen kasvamiselle, koska mikään yritys ei voi kasvaa loputtomasti vain tehostamalla toimintaansa. Hoy, Mcdougall & Douza (1992, 27) painottavat, että akateemikkojen keskuudessa vallitsee yksimielisyys siitä, että myynnin (sales) tai tulojen (revenue) kasvu on paras kasvun mittari, koska ne ovat helposti saatavilla ja ne heijastavat sekä lyhyen että pitkän tähtäimen muutoksia yrityksessä. (Wiklund 1998, 70)

Kasvun mittaamisessa on tärkeää valita riittävän pitkä tarkastelukausi, jotta voidaan sulkea pois kasvun satunnaisuus. Tarkastelukausi ei saa myöskään olla liian pitkä, koska tällöin ensimmäisten kausien todellinen merkitys saattaa olla jo vanhentunut, eikä saatu tulos enää edusta nykyaikaa tai ennusta tulevaa kasvua. Laitisen ja Luotosen mukaan käytännössä on osoittautunut, että kolmen viimeisen vuoden kasvu muodostaa sopivan mittaisen jakson. (Laitinen & Luotonen 1996, 63- 64)

Reaalinen ja nimellinen kasvu

Yrityksen nimellistä kasvua voidaan tarkastella suoraan kasvumittareiden muutoksista. Inflaatio-olosuhteissa rahan arvo heikkenee. Vaikka yrityksen koko (esim. taseen loppusumma) olisi tarkasteluperiodin alussa sama kuin lopussa, ei koon rahamääräinen arvo ole inflaatio-olosuhteissa sama molempina tarkasteluhetkinä. Juuri tästä syystä on

reaalinen ja nimellinen kasvu erotettava toisistaan. Nimellisestä kasvusta saadaan reaalin deflatoimalla nimellinen kasvu inflaatiolla (Donaldson 1984, 65).

Kasvunopeuden mittaaminen

Yrityksen kasvunopeusprosentti kuvastaa liikevaihdon tasoitettua prosentuaalista vuotuista muutosta tarkasteluajanjaksolla. Kasvunopeuden laskeminen aloitetaan muodostamalla liikevaihdon aikasarjoista kahden vuoden mittaisia ajanjaksoja. Kunkin kahden vuoden periodin liikevaihtoista lasketaan keskiarvo, joka edustaa kyseisen periodin keskimääräistä kasvua ja tasoittaa liikevaihdon kasvua. Lopullinen kasvuprosentti saadaan määrittelemällä, millä vuotuisella kasvuprosentilla päästään ensimmäisestä tasoitetusta kasvuprosentista toiseen tasoitettuun liikevaihtoon kahdessa vuodessa.

(2)	Vuosi:	1	2	3	4
	Liikevaihto	90	110	116	126
	Liikevaihtojen				
	Keskiarvot	(90+110)/2=100		(116+126)/2=121	
	Kasvuprosentin g laskeminen: $100 \cdot (1+g) \cdot (1+g) = 121$				
	g = 0,10				

Liikevaihdon kasvunopeudelle ei voida antaa selviä ohjearvoja. Karkeana sääntönä voidaan pitää, että noin 10 %:n vuotuinen kasvu vastaa normaalikasvua, joka riittää takaamaan yrityksen kilpailukyvyyn säilymisen ja rahoituksen kunnossa pysymisen. Toisena perussääntönä voidaan pitää vaatimusta, että kasvuprosentin on hyvä olla samaa suuruusluokkaa kuin pääoman tuotto prosentti. Tällöin tulorahoituksen riittävyys estää yrityksen liiallisen velkaantumisen. (Laitinen & Luotonen 1996, 63- 65)

Kasvun tasaisuus

Kasvun tasaisuus tarkoittaa yrityksen koon prosentuaalisten muutosten vakautta ajassa (Laitinen 1994a, 46). Tasaisuutta mittaavan tunnusluvun tulee olla nolla, jos yrityksen kasvu on täysin tasaista eli yritys kasvaa kunakin vuonna samalla prosentilla. Tunnusluvun tulee myös kasvaa sitä suuremmaksi, mitä enemmän kasvuprosentti vaihtelee vuosittain. Edellä mainitut vaatimukset täyttävänä tunnuslukuna voidaan pitää liikevaihdon kasvuprosentin keskihajontaa. Saadulle tunnusluvulle on vaikea antaa ohjearvoa, vaan sitä tuleekin verrata yrityksen omiin entisiin arvoihin sekä kilpailijoiden

ja toimialan keskimääräisiin arvoihin. Teoreettisena ihannearvona kasvuprosentin keskihajonnalle voidaan pitää nollaa, koska tällöin liikevaihdon kasvu on täysin tasaista. Laitisen ja Luotosen mukaan pienissä ja keskisuurissa yrityksissä tunnusluku saattaa saada jopa niinkin suuren arvon kuin 15- 20. Heidän mielestään pelkkä tunnusluvun arvo ei ole ratkaiseva, jos siihen samalla yhdistyy hyvä kannattavuus ja vakavaraisuus. Kasvun epätasaisuus muuttuu kuitenkin vaaralliseksi, jos yrityksen kannattavuus on heikko ja se on voimakkaasti velkaantunut. (Laitinen & Luotonen 1996, 65- 67)

6.4 Kannattavuuden mittarit

Kannattavuudella tarkoitetaan yleisessä keskustelussa yritykseen sijoitetulle pääomalla saatavaa tuottoa. Kannattavuutta voidaan tarkastella eri intressenttiryhmien kannalta riippuen siitä, onko tarkastelun kohteena oleva pääoma sijoitettu oman vai vieraan pääoman ehdoin. Tavallisimmin kannattavuutta tarkastellaan yritykseen sijoitetun koko pääoman sekä oman pääoman kannalta. Kohtuullinen kannattavuus on välttämätön edellytys, jotta yrityksellä olisi markkinataloudessa olemassaolon oikeutus. Kannattavuus merkitsee myös yrityksen kykyä tuottaa uhraamillaan menoilla pitkällä tähtäyksellä tuloja. (Kallunki ym. 1998, 73- 74) Kannattavuus on sitä suurempi, mitä enemmän ja nopeammin yrityksen uhraamat menot tuottavat tuloja.

Kokonaispääoman tuotto

$$(3) \quad \text{Kokonaispääoman tuotto- \%} = \frac{\text{Nettotulos + rahoituskulut + verot (12 kk)}}{\text{Oikaistun taseen loppusumma keskimäärin tilikaudella}} * 100$$

Kokonaispääoman tuottoa mittaavassa tunnusluvussa verrataan yrityksen tulosta ennen rahoituskuluja ja veroja yritystoimintaan sitoutuneeseen koko pääomaan. Tunnusluku mittaa yrityksen kykyä tuottaa tulosta kaikelle toimintaan sitoutuneelle pääomalle. Se on käyttökelpoisempi kannattavuuden mittari kuin sijoitetun pääoman tuotto-%, jos jakoa korolliseen ja korottomaan pääomaan ei pystytä tekemään. (YTN 1999, 54- 55)

Oman pääoman tuotto

$$(4) \quad \text{Oman pääoman tuotto- \%} = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Oikaistu oma pääoma (keskiarvo)}} * 100$$

Tuloksen rakenne

Nettotulos

$$(5) \quad \text{Nettotulos- \%} = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Liiketoiminnan tuotot yhteensä}} * 100$$

Nettotuloksen tulee olla positiivinen, jotta yrityksen toimintaa voidaan pitää kannattavana. Nettotuloksen riittävyyteen vaikuttavat mm. pääomarakenteen vahvistamispyrkimykset sekä voitonjakotavoitteet. (YTN 1999, 54)

6.5 Vakavaraisuuden mittarit

Staattinen vakavaraisuus eli rahoitusrakenne

$$(6) \quad \text{Omavaraisuus-aste, \%} = \frac{\text{Oikaistu oma pääoma}}{\text{Oikaistun taseen loppusumma- saadut ennakot}} * 100$$

Omavaraisuusaste

Yrityksen omavaraisuusaste on sen rahoitusrakenteen mittari, joka kertoo kuinka suuri osa kokonaisrahoituksesta perustuu omistajien varoihin. Se toimii puskurina mahdollisia tappioita vastaan, koska tuloslaskelman mahdollinen tappio tai voitto siirretään taseen omaan pääomaan. (Laitinen 1994a, 67)

Dynaaminen vakavaraisuus eli takaisinmaksukyky

$$(7) \quad \text{Vieraan pääoman takaisinmaksuaika} = \frac{\text{Korollinen vieras pääoma tilikauden lopussa}}{\text{Rahoitustulos}}$$

Mittarissa suhteutetaan korollisen vieraan pääoman määrä tulorahoitukseen (rahoitustulos). Tuloksena saadaan korollisen vieraan pääoman takaisinmaksuaika vuosissa. Näin laskettu mittari ilmaisee siis, kuinka monta vuotta yrityksellä menee sen hetkisen vieraan pääoman takaisinmaksamiseen, jos siihen käytetään koko (vuosittain samana pysyvä) rahoitustulos. Tunnusluvun ehdoton alaraja on nolla, jolloin rahoitustuloskin on nolla. Takaisinmaksuajan pitäisi periaatteessa olla suhteessa velkojen keskimääräiseen maksuaikaan. Takaisinmaksuajan olisikin hyvä olla yhtä pitkä kuin velkojen keskimääräinen laina- aika. (Laitinen & Luotonen 1996, 62- 63)

6.6 Maksuvalmiuden mittarit

Dynaaminen maksuvalmius eli tulorahoituksen riittävyys

$$(8) \quad \text{Rahoitustulos- \%} = \frac{\text{Nettotulos} + \text{Poistot}}{\text{Liikevaihto}} * 100 = \frac{\text{Rahoitustulos}}{\text{Liikevaihto}} * 100$$

Rahoitustulosprosentti on suoriteperusteinen tulorahoituksen mittari. Sitä voidaan pitää eräänä keskeisimpänä yrityksen taloudellisia toimintaedellytyksiä kuvaavana tunnuslukuna. Tunnusluvun osoittajan rahoitustulos mittaa yritykselle liikevaihdosta jäävää osuutta lyhytvaikutteisten kulujen sekä rahoituksen kulujen ja verojen vähentämisen jälkeen. Tunnusluvun positiivinen arvo tarkoittaa, että yritys on pystynyt tuottamaan tulorahoitusta myös pitkävaikutteisten kulujen kattamiseen. Negatiivinen arvo puolestaan merkitsee, että ainakin osa rahoituksen kuluista ja veroista on jouduttu rahoittamaan muuten kuin tulorahoituksella. (Laitinen & Luotonen 1996, 57- 58)

Staattinen maksuvalmius eli rahoituspuskuri.

Quick ratio

$$(9) \quad \text{Quick ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus - osatuloutuksen saamiset}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma - lyhytaikaiset saadut ennakot}}$$

osoittajan rahoitusomaisuudesta osa (rahat) on jo likvidissä muodossa ja muukin osa on muutettavissa lyhyellä tähtäyksellä likvideiksi varoiksi käytettäväksi lyhytaikaisen vieraan pääoman palautuksiin. Nimittäjän lyhytaikaisesta vieraasta pääomasta vähennetään saadut ennakkomaksut, koska niihin ei liity vieraalle pääomalle tyypillistä

takaisinmaksuvelvoitetta. Tunnusluku kuvaa maksuvalmiutta vain tilinpäätöshetkellä eikä sen arvo ole välttämättä tyypillinen yritykselle, jos tunnuslukujen tekijöissä on suuria heilahteluita tilikauden sisällä. (Aho & Rantanen 1993, 75- 76)

YTN antaa quick ratiolle seuraavanlaisia ohjearvoja

yli	1	hyvä
0,5 - 1		tydyttävä
alle	0,5	heikko

6.7 Rahavirtalaskelmat

Rahavirtalaskelmien taustaa

Suomalaisissa tilinpäätösanalyseissä on usein laadittu erilaisia rahavirtalaskelmia perinteisen tuloslaskelman lisäksi (Kallunki ym. 1998, 93). Tuloslaskelmakin on virtalaskelma, jossa yrityksen tarkastelukauden (yleensä tilikauden) toiminta esitetään rahavirtoina suoriteperusteisesti (Laitinen & Luotonen 1996, 40). Tuloslaskelmaan ja taseeseen perustuvan tilinpäätösanalyysin heikkoutena on kuitenkin usein nähty tunnuslukujen epäluotettavuus sekä nimenomaan rahoitusta kuvaavien tunnuslukujen staattisuus. Näitä puutteita poistamaan voidaankin laatia erilaisia virtalaskelmia, joissa tapahtumien rekisteröintiajankohta poikkeaa suoriteperusteisesta tilinpäätöksestä. (Aho & Rantanen 1993, 115)

Virtalaskelmissa seurannan kohteina ovat tilikauden ulosmeno- ja sisääntulovirrat. Näitä laskemalla saadaan selville laskennan kohteena olevan kassakäsitteen muutos. (Aho & Rantanen 1993, 115) Rahavirtalaskelmien tarkoituksena onkin pienentää virallisen suoriteperusteisen tilinpäätöksen harkinnanvaraisuuksien ja joustokohtien vaikutusta tunnuslukuihin. Koska suomalainen tilinpäätöskäytäntö antaa johdolle yhä edelleen mahdollisuuden harkinnanvaraisuuksien käyttöön tilinpäätöksen laadinnassa on rahavirtalaskelmien käyttö perusteltua. Rahavirtalaskelmissa luovutaan menojen ja tulojen jaksottamisesta suoriteperusteella eri tilikausille. Niitä käytetään erityisesti yrityksen rahoituksellisten toimintaedellytysten arviointiin. Virtalaskelmien sisältämä

informaatio tiivistetään yleensä tunnusluvuiksi samalla tavoin kuin suoriteperusteisessa tilinpäätösanalyysissä. (Kallunki ym. 1998, 93)

Perinteisessä tuloslaskelmassa tapahtumien rekisteröinnin lähtökohtana on tulon syntymishetki. Rekisteröidyistä menoista erotetaan se osa tilikaudelle kuuluviksi kuluiksi, joka on tarvittu tilikauden tulojen hankkimiseen. Tällainen menettely vaatii selvittämään ne kausaaliyhteydet, jotka ovat tulojen ja menojen välillä. (Kettunen ym. 1980, 68) Näiden kausaalisuhteiden selvittäminen on kuitenkin osoittautunut käytännössä hyvin vaikeaksi. Ongelma korostuu pitkävaikutteisten menojen jaksottamisessa eri tilikausien kuluksi. Yritysjohdolla on harkinnanvaraa menojen ja tulojen jaksottamisessa eri tilikausille ja siten mahdollisuus vaikuttaa tilinpäätöksen antamaan kuvaan yrityksen taloudellisesta tilasta. Rahavirtalaskelmissa jaksottamisen ongelma häviää, koska siinä menoja ja tuloja ei pyritäkään kohdistamaan eri tilikausille. (Kallunki ym. 1998, 94)

Rahavirta- analyysien perusideana on vähentää yrityksen tuloista sen menot taloudellisen etuoikeusjärjestyksen mukaan. Tarkoituksena on selvittää, kuinka pitkälle yrityksen tulorahoitus on riittänyt. Tämän lisäksi saadaan selville myös se, missä vaiheessa on jouduttu siirtymään ulkoisten rahanlähteiden käyttämiseen tai, miten tulorahoitusylijäämä on sijoitettu. Taloudellisen etuoikeusjärjestyksen ajatuksen mukaisesti tuloista vähennetään ensin juoksevat menot. Tämän jälkeen vähennetään voitonjaon erät (korot, verot ja osingot). Saadusta jäämästä vähennetään käyttöomaisuusinvestoinnit ja huomioidaan likvideettireservin muutokset sekä ulkoisen pääoman käytöt ja palautukset. (Leppiniemi & Leppiniemi 1997, 239)

Rahavirtalaskelmat jaetaan usein liikepääomavirtalaskelmiin, meno- tulovirtalaskelmiin ja kassavirtalaskelmiin. Liikepääomavirtalaskelman tarkoituksena on korjata suoriteperusteisen tuloslaskelman suurimmat harkinnanvaraisuudet. Siinä lyhytvaikutteiset menot käsitellään suoriteperusteisen tuloslaskelman tavoin, mutta pitkävaikutteisten menojen osalta luovutaan niiden jaksottamisesta eri tilikausille poistoiksi. Suoriteperusteisen tuloslaskelman poistot korvataan liikepääomavirtalaskelmassa investoinneilla. (Kettunen ym. 1980, 68) Meno- tulovirtalaskelmassa luovutaan myös lyhytvaikutteisten menojen jaksottamisesta tilikausille kuluiksi sekä tulojen kohdistamisesta tilikausille tuotoiksi. Meno-

tulovirtalaskelmassa lasketaan siis jaksottamattomia menoja ja tuloja. Kassavirtalaskelmassa menoja ja tuloja ei jaksoteta, vaan ne kirjataan kassaperusteisesti. (Kallunki ym. 1998, 94- 95)

Tässä tutkimuksessa tullaan käyttämään perinteiseen tuloslaskelmaan ja taseeseen perustuvan analyysin tukena kassavirta- analyysiä, koska se on rahavirtalaskelmien eri tyypeistä yleisimmin käytetty sekä parhaiten tunnettu. Kassavirta- analyysin avulla voidaan arvioida yrityksen rahoituksellisia toimintaedellytyksiä sekä saada lisätietoa rahavirtojen luonteesta. Sen avulla ei kuitenkaan voida mitata kannattavuutta, koska siinä tuloista ei vähennetä kausaalisuuden edellyttämiä menoja, vaan kaikki kassaperusteiset menot. (Laitinen & Luotonen 1996, 40) Kassavirtalaskelma laaditaan virallisen tuloslaskelman ja taseen perusteella vähennyslaskumuotoon aiemmin mainitun taloudellisen etuoikeusjärjestyksen mukaisesti. Sellaisten erien sijasta, joita ei kyetä muuttamaan kassaperusteisiksi tullaan käyttämään tuloslaskelman vastaavia tuotto- ja kulueriä. (YTN 1999, 43)

6.8 Kassavirtaperusteiset tunnusluvut ja niiden tulkinta

Kassavirtalaskelman avulla voidaan siis arvioida yrityksen tulorahoituksen riittävyyttä. Tuloista vähennetään menoja niiden taloudellisessa etuoikeusjärjestyksessä. Kassavirtalaskelman jäämistä nähdään suoraan, missä vaiheessa tulorahoitus on loppunut ja on jouduttu turvautumaan pääomarahoitukseen. Jos yrityksen tulorahoitusosuus on korkea, kassavirtalaskelma kertoo, miten tulorahoitusylijäämä on sijoitettu (Leppiniemi & Leppiniemi 1997, 239). Kassavirtalaskelma antaa siis informaatiota yrityksen tulorahoituksesta jo sellaisenaan ilman erityisiä tunnuslukuja. Kassavirtaperusteisten tunnuslukujen avulla voidaan lisätä ajallista ja yritysten välistä vertailtavuutta. Mitä suurempia arvoja kassavirtaperusteiset tunnusluvut saavat, sitä enemmän yrityksellä on käytettävissään tulorahoitusta rahoituslaskelmassa alempana olevien kassastamaksujen kattamiseen. (Kallunki ym. 1998, 106)

Toimintajäämä

Toimintajäämä saadaan vähentämällä tuloista lyhytvaikutteiset kassamenot. Se kertoo tulorahoituksesta voitonjakoon ja investointeihin jäävän osuuden. Toimintajäämä voidaan suhteuttaa kassamyyntituloihin, jolloin saatu tunnusluku kuvaa yrityksen rahoituksellista pelivaraa. (Kallunki ym. 1998, 106- 107)

Rahoitusjäämä

$$(10) \quad \frac{\text{Toimintajäämä}}{\text{Kassamyyntitulot}} * 100$$

Rahoitusjäämää pidetään yleisesti kannattavuuden nollarajana. Positiivinen arvo tarkoittaa, että yritys kykenee selviytymään tulorahoituksellaan lyhytvaikutteisista tuotannontekijämaksuista ja voitonjakomaksuista. Negatiivinen arvo puolestaan merkitsee, että tulorahoitus ei riitä edes juoksevien kassastamaksujen kattamiseen, vaan niitäkin joudutaan rahoittamaan pääomarahoituksella. (Kallunki ym. 1998, 107)

Investointijäämä

Investointijäämä saadaan vähentämällä rahoitusjäämästä investointien ja muiden sijoitusten kassamenot. Rahoitusjäämän positiivinen arvo merkitsee, että yritys on pystynyt rahoittamaan ainakin osan investoinneistaan tulorahoituksella. Negatiivinen investointijäämä tarkoittaa, että yritys ei kykene rahoittamaan investointejaan kokonaisuudessaan tulorahoituksella, vaan osa rahoituksesta on pääomarahoitusta. Jos yrityksen tulorahoitus on korkea verrattuna investointien kassastamaksuihin, saattaa investointijäämä olla positiivinen. Tällöin yritys on kyennyt vähentämään vieraan pääoman määrää ja/tai sen likvidit varat ovat lisääntyneet. Investointien tulorahoitusosuutta mitataan suhteuttamalla rahoitusjäämä investointimaksuihin. (YTN 1999, 66)

$$(11) \quad \text{Investointien tulorahoitusosuus} = \frac{\text{Rahoitusjäämä}}{\text{Investointimaksut}} * 100$$

Luvuissa 2 ja 4 esitetyn perusteella on selvää, että kasvu voi tarkoittaa yritykselle mahdollisuutta positiiviseen kehittymiseen ja toisaalta elinkyvyn vaarantumista. Kasvun avulla yritys voi lisätä tuloksentekeytyään merkittävästi. Tuloksentekeytyksen

parantuminen tarkoittaa myös osakkeenomistajan hyvinvoinnin parantumista. Toisaalta harkitsematon kasvuprosessi voi aiheuttaa konkurssin. Konkursissa osakkeenomistaja menettää sijoittamastaan pääomasta yleensä merkittävän osan, koska oma pääoma on etuoikeudeltaan velkoja huonommassa asemassa.

Yrityksen kasvua on luonnollista pitää johdon päätösmuuttujana, sillä uusia investointeja ei tietenkään toteuteta ilman liikkeenjohdon tahtoa (Ihamuotila 1989, 28). Lienee selvää, että yrityksen johdon on pyrittävä hallitsemaan kasvuprosessia siten, että yritysten rahoittajien asema on mahdollisimman hyvä. Tässä luvussa tarkastellaan niitä tekijöitä, joiden huomioonottamista yrityksen hallittu kasvu edellyttää.

6.9 Hallitun kasvun mallit

Ahon malli

Teemu Aho on kehittänyt mallin, jonka avulla voidaan määrittää liikevaihdolle tasapainoinen ja hallittu kasvuvauhti. Hallitulla liikevaihdon kasvulla hän tarkoittaa *sellaista liikevaihdon kasvuvauhtia, jolla kyetään vielä saavuttamaan tavoitteeksi asetettu rahoitusrakenne (omavaraisuusaste)*. Hallittu kasvuvauhti määritellään seuraavien tunnuslukujen avulla (Aho 1994b, 20- 22):

v = nettotulosprosentti (suhdelukuna, nettotulos/liikevaihto)

b = osingonjakosuhte (osingot/nettotulos)

e = $E/(D+E)$ = oma pääoma/(vieras pääoma+ oma pääoma)

h = investointiaste (käyttöpääoman lisäys + investoinnit - (poistot)/ liikevaihdon muutos)

g = liikevaihdon kasvuvauhti (liikevaihdon muutos/ edellisen kauden liikevaihto)

$$(12) \quad g = \frac{v * (1 - b)}{e * h - (v * (1 - b) + f)}$$

Kaava ilmaisee rahoitusrakenteen turvaavan liikevaihdon vuotuisen enimmäiskasvun eli hallitun kasvuvauhdin suunnitellulla nettotuloksella, osingonjaolla, oman pääoman maksullisella lisäämisellä ja investointiasteella. Mallissa kasvun määrittely perustuu rahoitusrakenteen (omavaraisuusasteen) turvaamiseen. Kaavan osoittajasta selviää käyttöpääoman lisäykseen ja investointien rahoittamiseen jäävä osuus tulo-rahoituksesta, kun nettotuloksesta vähennetään osingonjako. Kaavan nimittäjässä oleva ($e * h$) ilmaisee tavoitteellisen omavaraisuusasteen mukaisen osuuden taseen lisäyksestä. Siitä vähennetään vielä osoittajan tulo-rahoitusmäärä, koska sen vähentämättä jäämisen seurauksena olisi "tuplarahoitus" oman pääoman osalta. Omavaraisuusastetta laskettaessa vieraaseen pääomaan sisällytetään sellainen pitkä- ja lyhytaikainen vieras pääoma, joka ei sisälly investointiastetta laskettaessa käyttöpääoman muutokseen.

Ahon mallia voidaan käyttää myös tulostarpeen määrittämiseen. Kaavan avulla määritellään sellainen tulostarve, joka riittää taseen kasvun rahoittamiseen (yhdessä oman pääoman maksullisen lisäyksen kanssa) asetettavan rahoitusrakennetavoitteen mukaisesti halutulla liikevaihdon kasvuvauhdilla. Tulostarve lasketaan ratkaisemalla kaava nettotulosprosentin suhteen:

$$(13) \quad v = \frac{g * (e * h - f)}{(1 + g)(1 - b)}$$

Jos yritys ei yllä mallilla määriteltävään minimitulokseen, tavoitteeksi asetettu omavaraisuusaste jää saavuttamatta ja rahoitusrakenne jää tavoitetasoa heikommaksi. Päinvastaisessa tilanteessa rahoitusrakenne toteutuu tavoitetasoa parempana. Kaavan osoittajasta nähdään, että liikevaihdon kasvaessa ($g > 0$) minimitulostarve on aina positiivinen, kun rahoitusrakennetavoitteen ja investointiasteen tulo on suurempi kuin omarahoitusosuus ($e * h > f$). Tällaisessa tapauksessa oman pääoman maksullinen lisäys (f) ei yksin riitä rahoitusrakennetavoitteen mukaiseen rahoitusosuuteen taseen lisäyksen rahoittamisessa. Päinvastaisessa tapauksessa ($e * h < f$) maksullisella oman pääoman lisäyksellä kyetään kattamaan kasvun aiheuttama rahoitustarve rahoitusrakennetavoitteen mukaisesti. (Aho 1994a, 49- 50)

Donaldsonin malli

Gordon Donaldson (1984) on kehittänyt tasapainoisen kasvun mallin (self- sustaining growth equation), joka sisältää tärkeimmät taloudellisten tavoitteiden elementit vakiintuneilla tuotemarkkinoilla toimivalle yritykselle. Malliin sisältyy myös yrityksen odotettu verojen jälkeinen vieraalle pääomalle maksettava korko. Donaldsonin tasapainoisen kasvun malli koostuu seuraavista tekijöistä:

G (S) = Liikevaihdon kasvunopeus

RONA = Sijoitetun pääoman tuotto prosentti (Return on Net Assets)

r = Voitosta yrityksen käyttöön pidätettävä osuus

((1- osingonjako)*tulos)

d = Vieraan pääoman suhde omaan pääomaan

i = Vieraan pääoman korkokustannus verovähennyksen jälkeen

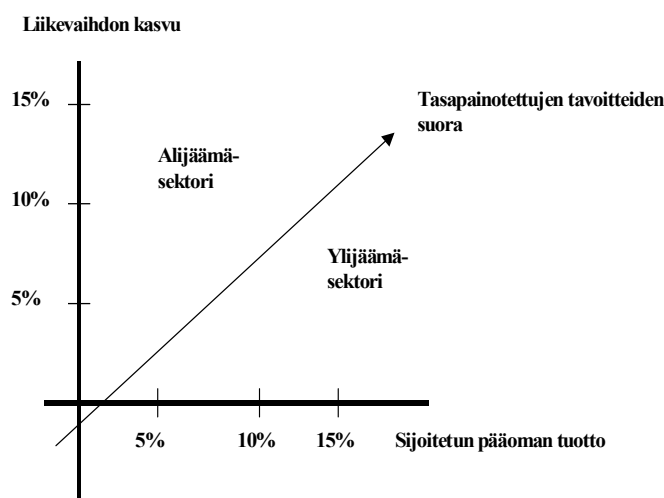
Edellä mainittujen tekijöiden avulla voidaan esittää Donaldsonin malli seuraavasti:

$$(14) \quad g(S) = r[RONA + d(RONA - i)]$$

Donaldsonin mallissa yritysjohdon taloudelliset tavoitteet on rajoitettu vain muutamaani eri tekijään eli todellisuutta on yksinkertaistettu. Mallissa oletetaan myös, että pitkällä aikavälillä vakiintuneilla tuotemarkkinoilla toimivan yrityksen on mahdollista rahoittaa kasvu yrityksen käyttöön pidätetyillä voittovaroilla sekä konservatiivisella velkapolitiikalla. Konservatiivisella velkapolitiikalla tarkoitetaan, että velan määrä kasvaa samassa suhteessa, kuin oman pääoman määrä. (Donaldson 1984, 65- 66)

Mallin avulla voidaan määrittää sellainen liikevaihdon kasvuvauhti, jonka yrityksen kannattavuus (RONA) mahdollistaa. Osinkopolitiikka, omarahoitusaste ja vieraan pääoman korkokustannus oletetaan annetuiksi. Tällöin saavutetaan tasapaino yrityksen sisään- ja ulosvirtaavien varojen välillä. Tuloksena on sellainen maksimaalinen kasvuvauhti, joka on mahdollista saavuttaa yrityksen kannattavuuden avulla. Sellaisessa tapauksessa, jossa yrityksellä ei ole velkaa, eikä se myöskään jaa osinkoja yrityksen kasvu riippuu ainoastaan sen kannattavuudesta. Tällöin yrityksen kasvu on itsensä rahoittavaa, jos liikevaihdon kasvuvauhti on samansuuruinen, kuin oman pääoman

tuotto (= kannattavuus tilanteessa, jolloin yrityksellä ei ole vierasta pääomaa). Käytännössä yrityksillä on kuitenkin lähes aina velkaa ja ne maksavat osan voitostaan ulos osinkoina. Velattomaan yritykseen verrattuna velkaisen ja osinkoa maksavan yrityksen maksimaalinen kasvuvauhti samalla kannattavuustasolla (RONA) on aina pienempi. Donaldsonin malli voidaan esittää myös graafisesti, jolloin voidaan helposti nähdä liikevaihdon kasvuvauhdin ja kannattavuuden välinen yhteys. (Donaldson 1984, 65- 67 kuvio19).



Kuvio 19 Itsensä rahoittavan kasvun malli: velkaantunut yritys, joka maksaa osinkoja (Donaldson 1984, 67)

Kuviossa on esitetty suora, joka kuvaa liikevaihdon kasvuvauhdin ja sijoitetun pääoman tuotto-%:n eri yhdistelmiä velkaisuusasteen ja osingonjaon ollessa annettuja. Jos sijoitetun pääoman tuotto-%:n ja liikevaihdon kasvuprosentin yhdistelmä osuu tasapainotettujen tavoitteiden suoralle vallitsee pääomien sisään- ja ulosvirtauksien välillä tasapaino. Tällaisessa tilanteessa yrityksen liikevaihdon kasvu on itsensä rahoittavaa (self-sustaining growth). Liikevaihdon kasvuprosentin ja sijoitetun pääoman tuotto-%:n yhdistelmän osuessa suoran yläpuolelle pääomien ulosvirtaus ylittää niiden sisäänvirtauksen ja muodostuu alijäämä. Yritykseen pidätetyt voittovarot ja sijoitetun pääoman tuotto eivät riitä liikevaihdon kasvun rahoittamiseen. Ylijäämäsektorilla puolestaan pidätetyt voittovarot ja kannattavuus mahdollistaisivat suuremman liikevaihdon kasvunopeuden. (Donaldson 1984, 67- 70)

Donaldsonin malliin liittyy myös oletuksia. Mallissa kasvun oletetaan olevan tasasuhteista (steady state) eli liikevaihdon ja kokonaisvarallisuuden (assets) oletetaan kasvavan samalla nopeudella. Yritys saattaa kuitenkin kyetä käyttämään käyttöomaisuutta aiempaa tehokkaammin tai tehottomammin. Seurauksena liikevaihdon ja kokonaisvarallisuuden kasvu saattavat olla hyvinkin eri suuruisia. Donaldsonin mukaan tehokkuuden paraneminen on kuitenkin mahdollista vain rajallisesti. Hänen mukaansa hyvin johdetun yrityksen liikevaihto kasvaa usein samaa tahtia kokonaisvarallisuuden kanssa. Malli huomioi vain uusinvestoinnit, eikä ota huomioon yrityksen tarvetta tehdä korvausinvestointeja kapasiteetin ylläpitämiseksi. Korvausinvestoinnit oletetaan katettavan pääosin poistoilla. (Donaldson 1984, 71)

Kinnusen hallitun kasvun malli

Juha Kinnunen on kehittänyt hallitun kasvun mallin, jonka avulla voidaan määrittää *myynnille hyväksyttävä enimmäiskasvu, jotta yritykselle asetetut kannattavuus-, pääomarakenne- ja voitonjakotavoitteet voidaan saavuttaa* (kuvio 20). Mallin taustalla on steady state- olettamus, jonka mukaan yrityksen kannattavuus ja pääomarakenne sekä voitonjakopolitiikka säilyvät muuttumattomina. Olettamukseen liittyy myös osakeannin poissulkeminen. Mallissa yrityksen oma pääoma voi kasvaa ainoastaan pidätetyillä voittovaroilla. (Kinnunen 1998, 101)

Mallin sisältämät muuttujat:

S_0 = Viimeksi kuluneen vuoden myynti

ΔS = Myynnin muutos lähinnä seuraavana vuotena

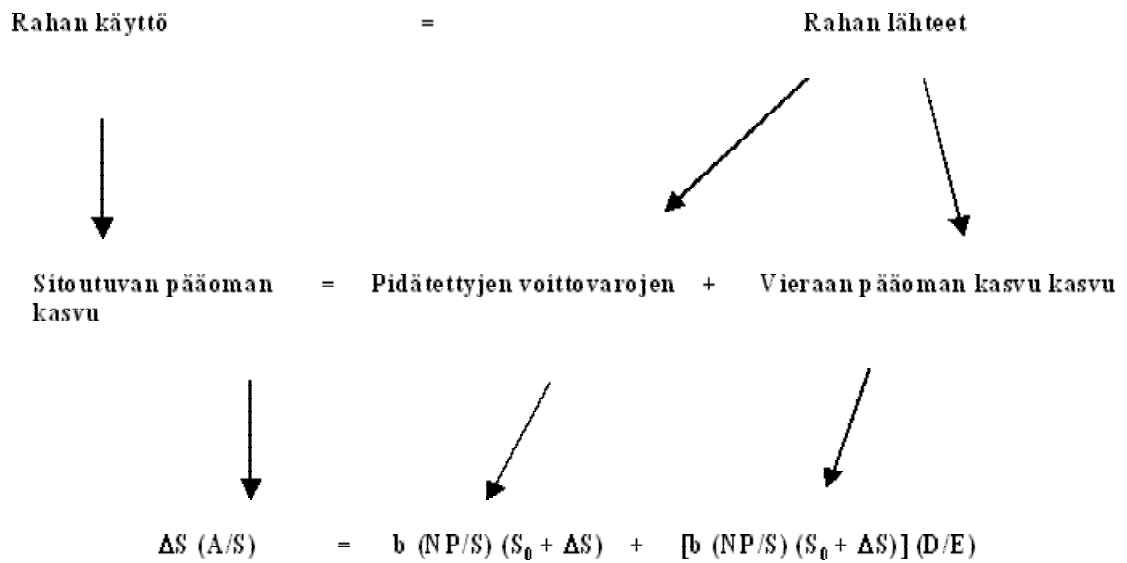
A/S = Sitoutuneen pääoman suhde liikevaihtoon (assets to sales- ratio)

NP/S = Myynnin voittoprosentti desimaalilukuna (net profits to sales- ratio)

D/E = Vieraan ja oman pääoman suhde (debt to equity- ratio)

b = Yritykseen pidätettävä osuus voitosta $\rightarrow (1-b)$ = dividend payout- ratio

Rahan käytön ja rahan lähteiden välisen identiteetin avulla johdettu mallin perusratkaisu:



Kuvio 20 Kinnusen hallitun kasvun malli (Kinnunen 1998, 101)

Edellä olevasta yhtälöstä ratkaistaan sallittu myynnin suhteellinen kasvu (sustainable growth) seuraavasti (kaava 15):

$$(15) \quad SGR = \Delta S / S = \frac{b (NP / S)(1 + D / E)}{A / S - b(NP / S)(1 + D / E)}$$

Mallin avulla päätöksentekijän on mahdollista nähdä, ovatko yrityksen toiminnalle asetetut tavoitteet mahdollisesti ristiriidassa. Kokeilemalla eri muuttuja- arvoja voidaan selvittää, voidaanko samanaikaisesti saavuttaa tietynsuuruinen myynnin kasvu, kannattavuus, velkaantuminen sekä osingonjako. Mallista voidaan ratkaista mikä tahansa siihen sisältyvistä viidestä muuttujasta (kasvu, osingot, velkaantumisaste, pääoman kierto, voittoprosentti), kun muut neljä muuttuja ja alkutilanteen myynnin (S_0) ja oman pääoman (E_0) määrä tunnetaan. Mallin avulla pystytään myös testaamaan muuttujien eri arvojen vaihteluiden vaikutus yrityksen kasvuun. (Kinnunen 1998, 103)

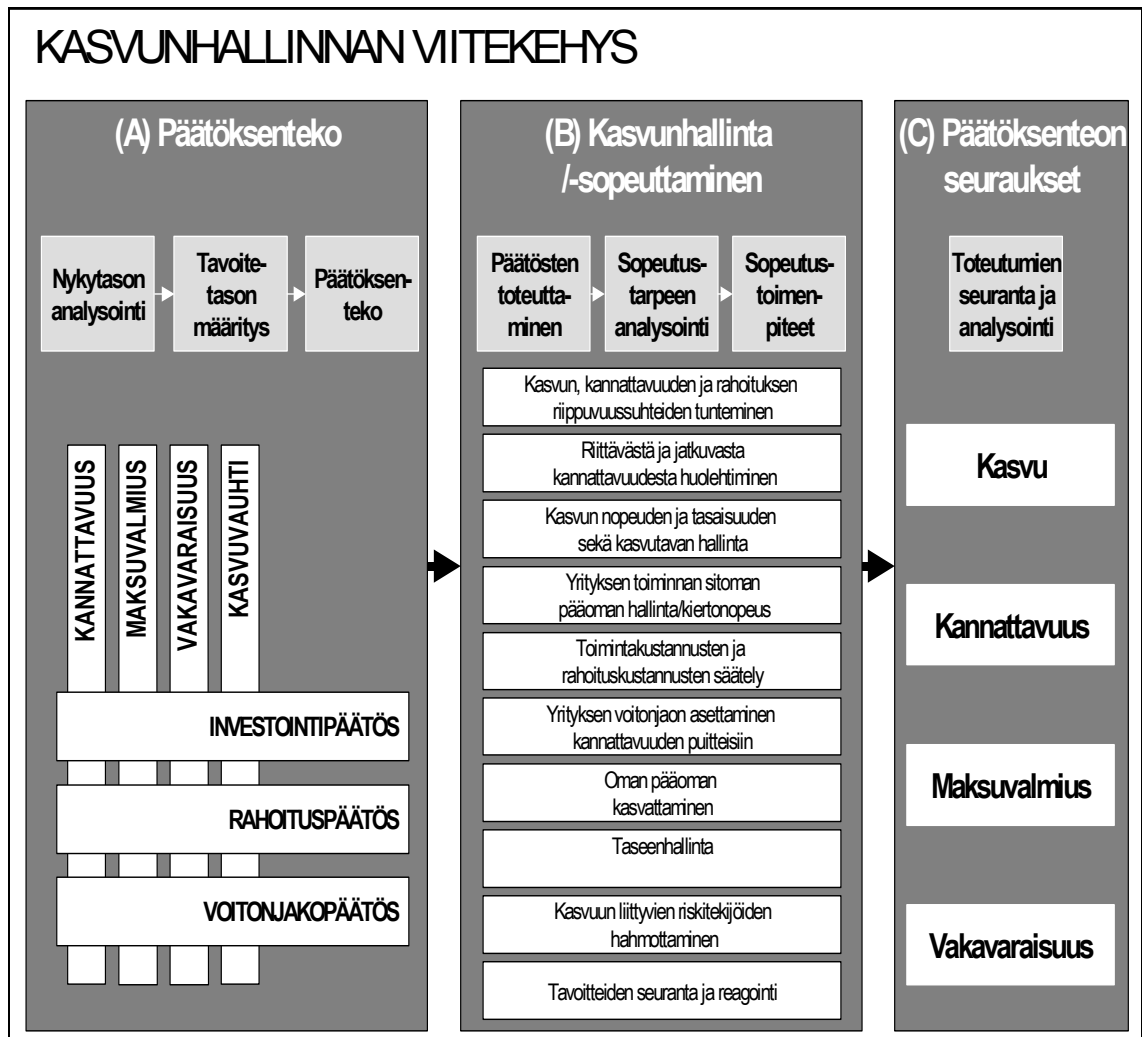
7 TEOREETTINEN VIITEKEHYS YRITYKSEN HALLITULLE KASVULLE

Tässä tutkimuksessa on selkeästi havaittu, että kasvunhallinnan onnistumisen arviointi edellyttää yritysjohdolta selkeää tavoitteiden asettamista paitsi kasvun myös taloudellisten toimintaedellytysten suhteen (kannattavuus, maksuvalmius, vakavaraisuus).

Pelkän kasvutavoitteen asettaminen ei selkeästikään ole kovin mielekästä, koska menettely jättäisi huomioimatta kasvun vaikutukset yrityksen toiminnan jatkuvuuden ja rahoittajien tavoitteiden kannalta merkittäviin tekijöihin. Kasvun voidaan katsoa olevan hallinnassa, kun yritysjohto onnistuu saavuttamaan halutun kasvun asetettujen reunaehtojen puitteissa.

Kasvun hallitsemisen perusedellytyksenä voidaan pitää sitä, että johto ymmärtää kasvun vaikutukset yrityksen taloudellisiin toimintaedellytyksiin (ja päinvastoin). Johdon tulisi kyetä pilkkomaan kasvuun ja taloudellisiin toimintaedellytyksiin liittyvä kokonaisuus hallintatehtävän kannalta selkeisiin osakomponentteihin ja näiden välisiin vuorovaikutussuhteisiin.

Seuraavassa kuviossa (kuvio 21) on esitetty tutkimuksen aikana tutkijoille syntynyt käsitys yritysjohton kannalta relevantista kasvunhallinnan viitekehystä:



Kuvio 21 Kasvunhallinnan viitekehys

A. Päätöksenteko seuraavalle periodille:

- i. Toteutunut kasvu ja taloudellisten toimintaedellytysten taso asettavat tulevaisuuden päätöksiä koskevat reunaehdot
- ii. Reunaehtojen puitteissa tehdyillä peruspäätöksillä (investointi-, rahoitus- ja voitonjakopäätös) määritetään, miten kasvu- ja toimintaedellytystavoitteet aiotaan saavuttaa seuraavalla periodilla
- iii. Tulokset: Yritysjohdolla on analysointia kasvu-, taloudellisten toimintaedellytysten ja yrityksen peruspäätöksen nykytilan sekä tehnyt tavoitetilamäärittelyyn perustuvat päätökset tarkasteluperiodiksi; tavoitetasot muodostavat viitekehys yrityksen kasvunhallinnan onnistumisen arvioimiseksi

B. Kasvunhallinta tarkasteluperiodin aikana:

- i. Kuvan keskiosaan on tiivistetty keskeisimmät yritysjohton käytössä olevat kasvunhallintakeinot tarkasteluperiodin aikana
- ii. Tulokset: Yritysjohto on kasvuperiodin aikana käyttänyt tarpeelliseksi katsomiaan kasvunhallintakeinoja hallitun kasvun aikaansaamiseksi

C. Päätöksenteon seuraukset:

- i. Tarkasteluperiodin aikana yrityksen talous ja kasvu toteutuu tehtyjen päätösten ja toteutuksen onnistuneisuuden mukaisesti
- ii. Tulokset: Tarkasteluperiodin aikana suoritettujen toimenpiteiden seurauksena yritys joko pysyy tai ei pysy asetetuissa raameissa kasvu-, kannattavuus-, vakavaraisuus- ja maksuvalmiustavoitteiden osalta – Vertaamalla toteutumia asetettuihin tavoitteisiin voidaan päätellä, onko yrityksen kasvu ollut hallittua

Yrityksen kasvun hallitsemisen voidaan olettaa helpottuvan, jos hallintatehtävä suoritetaan mahdollisimman prosessimaisesti ja määrätietoisella toimintaotteella. Kasvunhallintaprosessin tulisi sisältää seuraavat vaiheet:

1. Mahdollisuuksien ja rajoitteiden analysointi

- o Yrityksen talouden ja kasvun nykytilan aiheuttamien mahdollisuuksien ja reunaehtoanalysointi
- o Markkinoiden ja resurssien asettamien kasvumahdollisuuksien ja – rajoitteiden tunnistaminen

2. Tavoitteiden asettaminen

- o Selkeiden ja mitattavissa olevien taloudellisten tavoitteiden ja kasvutavoitteiden asettaminen
- o Kasvutavoitteiden ja liiketoimintastrategioiden yhteensopivuuden varmistaminen

3. Kasvun suunnittelu

- o Konkreettisen toimenpidesuunnitelman laatiminen yrityksen peruspäätösten (investointi-, rahoitus- ja voitonjakopäätös) ja kasvun suhteen

4. Kasvun toteuttaminen

- Kasvutoimenpiteiden ja peruspäätösten toteuttaminen suunnitelman mukaisesti

5. Seuranta

- Jatkuva tavoitteiden toteutumisen seuranta sekä reagointi ja sopeutustoimenpiteiden toteuttaminen poikkeamatilanteissa

Yrityksen kasvunhallinnan viitekehyksen soveltaminen on ulkopuoliselle tarkastelijalle erittäin haastavaa, koska monia kasvunhallinnan onnistumiseen liittyviä muuttujia ei mitenkään voi havaita julkisesti saatavilla olevan informaation perusteella. Tämän tutkimuksen empiriisessä osiossa valittujen yritysten kasvunhallintaa on pyritty arvioimaan nimenomaan julkisen informaation perusteella. Empiirisen osion tulosten validiteettia pienentää se, että tutkijoiden tiedossa ei välttämättä ollut kaikkia kasvunhallinnan onnistuneisuuden kannalta oleellisia muuttujia.

8 EMPIRIA

8.1 Tutkimusmenetelmä

Tutkimuksen empiirisessä osassa on pyritty soveltamaan teoriaosassa esitettyä yrityksen kasvunhallinnan viitekehystä tutkimalla valittujen kohdeyritysten tilinpäätöstietoja. Empiirisen osan tutkimusaineistona on käytetty sekä kohdeyritysten vuosikertomuksia että Balance Consulting Oy: n tutkimustietokantaa, joka on tarkoitettu taloustieteellisen tutkimuksen perustietolähteeksi. Tutkimuksessa käytetyt tunnusluvut on saatu suoraan Balance Consulting Oy: n tutkimustietokannasta. Kassavirtalaskelmat on puolestaan laadittu Yritystutkimusneuvottelukunnan laatimien ohjeiden mukaan kohdeyritysten vuosikertomuksista. Tutkimuksen liitteenä esitetään kaikki tunnusluvut sekä kassavirtalaskelmat.

Empiirisessä osassa on tutkittu sekä kohdeyritysten kasvua ja taloudellisia toimintaedellytyksiä että niiden välisiä vaikutussuhteita. Kasvun osalta on pyritty selvittämään ennen kaikkea kasvun suuruus ja sen tasaisuus. Taloudellisia toimintaedellytyksiä on pyritty mittaamaan mahdollisimman laajasti sekä myös niissä tapahtuneita muutoksia. Yhtä lailla on myös haluttu analysoida kasvun vaikutusta taloudellisiin toimintaedellytyksiin. Kohdeyritysten kasvunhallinnan onnistuneisuutta on tutkittu myös vertaamalla toteutuneita taloudellisia toimintaedellytyksiä kuvaavia tunnuslukuja yritysten itsensä tavoitteeksi asettamiin.

Tutkimuksen kohdeyrityksiksi on valittu neljä eri toimialoilla toimivaa yritystä. Kohdeyrityksiä valittaessa haluttiin ottaa mukaan sekä ns. perinteisiä toimialoja edustavia yrityksiä että myös iältään nuorempia toimialoja edustavia yrityksiä.

Perinteisiä toimialoja tutkimuksessa edustivat Stockmann Oyj ja UPM- Kymmene Oyj. Stockmann Oyj on vähittäiskauppaa harjoittava yhtiö, jonka toimialaan ei yleisesti liitetä suuria kasvuodotuksia tai - pyrkimyksiä. UPM- Kymmene puolestaan toimii suomalaisittain hyvin perinteisellä metsäteollisuustoimialalla. Alalla toimivat yritykset tekee tutkimuksen kannalta mielenkiintoisiksi niiden viimeaikaiset pyrkimykset globaaliin kasvuun sekä ulkoisen että sisäisen kasvun avulla.

Nuorempia ja modernimpia toimialoja tässä tutkimuksessa edustivat Sonera Oyj (nykyään TeliaSonera Oyj) sekä TietoEnator Oyj. Sonera edustaa telekommunikaatiotoimialaa, jolla toimiviin yrityksiin liitetään usein voimakas halu kasvaa. Sonera oli jo ennen tutkimuksen alkua julkisuudessa profiloitunut voimakkaasti kasvaneeksi ja kasvuhaluiseksi yritykseksi. Tietotekniikkapalveluita edustava Tietoenatorkin toimii verrattain nuorella toimialalla. Myös sen toimialalle tiedetään olevan tyypillistä yritysten voimakas halu kasvu.

8.2 Case Sonera Oyj

Sonera- konsernin emoyhtiö Sonera- yhtymä Oyj syntyi Suomen PT Oy:n jakautuessa 1.7.1998. Jakautumisessa Sonera- yhtymä Oyj: lle siirtyivät Sonera Oy tytär- ja osakkuusyhtiöineen, asiakasrahoitusyhtiö PT- Credit Oy sekä 27,3 %:n osuus Tieto Corporation Oyj: stä. Konsernin suurin yhtiö ja aiemmin Telenä tunnettu Telecom Finland Oy muutti nimensä Sonera Oy: ksi 15.4.1998. Sonera- konsernin emoyhtiö Sonera- yhtymä Oyj ja sen suurin tytäryhtiö Sonera Oy sulautuivat Sonera Oyj: ksi vuonna 1999. Vuonna 1998 Suomen valtio laajensi Soneran omistuspohjaa myymällä 22,2 % Soneran osakkeista koti- ja ulkomaisille institutionaalisille sijoittajille sekä yksityisille sijoittajille Suomessa. Samalla Soneran osake listattiin Helsingin pörssiin. Vuonna 1999 Suomen valtio laski omistusosuuttaan Sonerassa 77,8 %: sta 57,9 %: iin. Vuonna 2002 Sonera fuusioitui Telian kanssa. Nimen TeliaSonera saanut konserni aloitti toimintansa 1.1.2003. (Soneran vuosikertomus 1999)

TeliaSonera Finland Oyj on TeliaSoneran suomalainen tulosityksikkö, joka tarjoaa palveluitaan Sonera- brandin alla. Palvelut koostuvat sekä puhe- että datapalvelujen tarjoamisesta matkapuhelin- ja kiinteässä verkossa. Tässä tutkimuksessa yritystä kutsutaan nimellä Sonera Oyj, koska tarkastelujaksolla 1996- 1999 yritys vielä tunnettiin kyseisellä nimellä. (Soneran vuosikertomus 1999)

8.2.1 Kasvu ja taloudelliset toimintaedellytykset

Kasvu

Soneran liikevaihto on kasvanut tarkastelujaksolla 1996- 1999 keskimäärin 14,41 % vuoden 1996 1125 milj. Eurosta vuoden 1999 1849 milj. Euroon. Liikevaihdon

tasoitettu kasvu vastaavalla ajanjaksolla oli 19,5 % ja liikevaihdon kasvuprosentin keskihajonta 5,7. Parhaimmillaan liikevaihto on kasvanut 25,3 % vuonna 1997, kun taas vuonna 1995 liikevaihto on kasvanut 10,5 %. Soneran liikevaihdon kasvu on ollut siis melko tasaista tarkastelukauden aikana. (Liite 6)

Muilla mittareilla mitattuna Soneran kasvu on ollut voimakasta. Tase on kasvanut välillä 1995- 1999 peräti 256 % ja parhaimmillaan 59 % vuonna 1998. Soneran kasvu onkin ollut tasepainotteista, koska liikevaihto on kasvanut tarkastelukaudella 94% eli huomattavasti vähemmän, kuin tase. Taseen kasvu näkyy ennen kaikkea vaihto-omaisuuden kasvuna. Se on kasvanut viiden vuoden aikana 182 % ja jaksolle mahtuu ainoastaan yksi vuosi, jolloin vaihto- omaisuus on pienentynyt. Vuonna 1997 vaihto-omaisuus pieneni 14 %. Myös Soneran käyttöomaisuus on kasvanut tarkastelukaudella melko voimakkaasti, yhteensä 62 %. Käyttöomaisuus on kasvanut voimakkaimmin vuosina 1995- 1997, kun taas 1998 ja 1999 käyttöomaisuus on kasvanut vain 3 % vuodessa. Soneran investoinnit ovat kasvaneet 113 % vuodesta 1995 vuoteen 1999. Investoinnit ovat vaihdelleet huomattavasti vuosittain, vuoden 1998 213 %: sta aina vuoden 1999 -40 %: iin. Investointien ylittäessä käyttöomaisuuden kasvun on osa investoinneista suuntautunut sijoituksiin, kuten vuonna 1998, jolloin Soneran investoinnit osakkeisiin olivat 898 miljoonaa Euroa. (Liite 6)

Soneran henkilöstö on kasvanut tasaisesti vuosittain tarkastelukaudella yhteensä 34 %. (Liite 6)

Kannattavuus

Soneran kannattavuus on ollut erinomainen tarkastelujaksolla. Koko pääoman tuotto prosentti on vaihdellut 11,7 %: n ja 18,5 %: n välillä ja on ollut keskimäärin 14,7 %. Myös oman pääoman tuotto on ollut korkea, keskimäärin 18,8 %. Korkeimmillaan oman pääoman tuotto on ollut 21,7 % vuonna 1999 ja alhaisimmillaankin 14 % vuonna 1995. (Liite 2)

Soneran tuloksenteekokyky on ollut hyvä tarkastelukaudella. Nettotulosprosentti on vaihdellut 9,65: n ja 19,09:n välillä. Korkea nettotulosprosentti on antanut mahdollisuuden rahoittaa kasvua tulo-rahoituksella. Vuosina 1995- 1997 Soneran omavaraisuusaste on ollut yli 60 %: n, joten nettotulosta ei ole tarvinnut käyttää

pääomarakenteen vahvistamiseen. Sonera on toisaalta maksanut matalia osinkoja, vaikka nettotulos olisikin mahdollistanut korkeammat osingot. (Liite 2)

Maksuvalmius

Soneran maksuvalmiutta on tutkittu sekä dynaamisen että staattisen lähestymistavan kautta. Molemmilla tavoilla mitattuna Soneran maksuvalmius on ollut tarkastelukaudella vähintäänkin hyvä. Dynaamista maksuvalmiutta eli tulorahoituksen riittävyttä kuvaava rahoitustulosprosentti on vaihdellut välillä 31,12- 35,42. Tästä voidaan päätellä, että Sonera on tuottanut tulorahoitusta sekä korvaus- että kasvuinvestointeihin. (Liite 2)

Staattista maksuvalmiutta on mitattu quick ratiolla. Sen arvo on vaihdellut 0,8: sta 1,5: een. Soneran nopeakiertoiset varat ovat riittäneet kattamaan lyhytaikaisen vieraan pääoman lähes koko tarkastelukauden. (Liite 2)

Vakavaraisuus

Soneran staattista vakavaraisuutta on mitattu omavaraisuusasteella. Omavaraisuusaste kuvaa yrityksen rahoitusrakennetta eli oman pääoman muodostamaa puskuria. Soneran kohdalla omavaraisuusasteprosentti on ollut YTN: n antamien ohjearvojen mukaan koko ajan hyvä. Omavaraisuusaste on vaihdellut 67,4 %:n ja 45,7 %:n välillä. YTN: n mukaan yli 40 %: n omavaraisuutta voidaan pitää hyvänä. Omavaraisuudessa on tapahtunut huomattava muutos vuosien 1997 ja 1998 välillä, jolloin omavaraisuusasteprosentti putosi 67,4: stä 46,4: ään. Vuosien 1998 ja 1999 heikentyneet omavaraisuusasteen arvot johtuvat pitkä- ja lyhytaikaisten lainojen huomattavasta lisääntymisestä. (Liite 2)

Soneran dynaamista vakavaraisuutta eli vieraan pääoman takaisinmaksukykyä on mitattu velkojen takaisinmaksuajalla. Takaisinmaksuaika on vaihdellut 0,41: n ja 2,04: n välillä. Tunnusluvun nimittäjän rahoitusjäämä on pysynyt melko vakaana tarkastelujakson aikana, joten tunnusluvun arvon vaihtelut selittyvätkin sijoitetun vieraan pääoman määrän muutoksilla. Kuten staattisen vakavaraisuuden yhteydessä tuli esille, on Soneran lyhyt- ja pitkäaikainen vieras pääoma lisääntynyt huomattavasti

vuosina 1998 ja 1999. Tästä on ollut seurauksena vieraan pääoman takaisinmaksuajan piteneminen noin puolesta vuodesta lähes kahteen vuoteen. (Liite 2)

Kassavirta- analyysi

Soneran rahoituksellista asemaa on tutkittu kassavirta- analyysillä. Kassavirta- analyysi on suoritettu neljän vuoden 1996- 1999 tilinpäätös- ja tasetiedoista. (Liite 1)

Soneran tulorahoitus on ollut melko vakaa koko tarkastelukauden. Toimintajäämä on absoluuttisesti mitattuna kasvanut kolmena vuonna ja pienentynyt ainoastaan vuonna 1999. Kassamyyntituloihin suhteutettuna toimintajäämä on kasvanut ainoastaan vuonna 1997. Vaikka toimintajäämä onkin pienentynyt kolmena vuotena ovat arvon muutokset olleet pieniä, suurimmillaankin vain 5 prosenttiyksikköä. (Liite 1)

Rahoitusjäämällä mitattuna Soneran tulorahoitus on riittänyt jokaisena vuonna sekä lyhytvaikutteisten tuotannontekijämaksujen että voitonjaon kattamiseen. Rahoitusjäämä on vaihdellut välillä 323,6 mEur - 408,4 mEur. Ainoa suurempi rahoitusjäämän muutos on tapahtunut vuonna 1997, jolloin rahoitusjäämä on noussut 20 %. Rahoitusjäämän muutos on ymmärrettävissä, kun huomataan, että samaan aikaan myös liikevaihto on noussut 25,3 %. (Liite 1)

Tulorahoituksen riittävyyttä investointien rahoittamiseen on mitattu investointijäämällä sekä suhteuttamalla rahoitusjäämä investointimaksuihin. Soneran investointijäämä on positiivinen ainoastaan vuonna 1997 (12,3 mEur). Muina vuosina investointijäämä on negatiivinen. Vuonna 1998 investointijäämä on - 823 mEur ja ero edelliseen vuoteen on 853 mEuroa. Investointien tulorahoitusosuus on suurimmillaan 103 % vuonna 1997 ja pienimmillään 32 % vuonna 1998. Soneran kasvu on ollut tasepainotteista, kuten aiemmin todettiin. Investoinnit ovat kasvaneet enemmän, kuin käyttöomaisuus. Ero selittyy sijoitusten ja pitkäaikaisten saamisten huomattavalla lisääntymisellä. Kassavirroilla mitattuna vuosittaiset nettoinvestoinnit ovat vaihdelleet välillä 305- 368,2 mEuroa. Samaa aikaan sijoitukset ja pitkäaikaiset saamiset ovat vaihdelleet vuoden 1997 36,8 mEurosta vuoden 1998 909 mEuroon. Vuoden 1998 negatiivinen investointijäämä (-823 mEur) on rahoitettu sekä pitkä- että lyhytaikaisella vieraalla pääomalla. Pitkäaikainen vieras pääoma on lisääntynyt 604 mEurolla ja lyhytaikainen

korollinen 133 mEurolla. Samaan aikaan oma pääoma on lisääntynyt 14 mEuroa ja likvidit varat pienentyneet 34 mEuroa. (Liite 1)

Soneran rahoituksellisessa asemassa on tapahtunut merkittävä muutos vuonna 1998. Investointien tulorahoitusosuus on pudonnut 103 %: sta 32 %: iin vaikka toimintajäämä on noussut 78 mEuroa ja rahoitusjäämä laskenut vain 17 mEuroa. Sijoitusten ja pitkäaikaisten saamisten merkittävä lisääntyminen on aiheuttanut itseisarvoltaan suuren negatiivisen investointijäämän. Tulorahoitus ei ole riittänyt sijoitusten rahoittamiseen ja Sonera on joutunut rahoittamaan alijäämän vieraalla pääomalla, pääosin pitkäaikaisella. Tulorahoituksen riittämättömyys on myös vähentänyt likvidien varojen määrää. Riittämätön tulorahoitus on saanut aikaan huomattavia muutoksia sekä vakavaraisuudessa että maksuvalmiudessa. Pitkäaikaisen vieraan pääoman lisääntyminen on pudottanut Soneran omavaraisuusasteen vuoden 1997 67,4 %: sta vuoden 1998 46,4 %: iin. Velkojen takaisinmaksuaika on pidentynyt 0,41: stä vuodesta 1,69: ään vuoteen. Quick ration arvot ovat puolestaan muuttuneet arvosta 1,5 arvoon 0,8, koska likvidit varat ovat pienentyneet ja lyhytaikainen vieras pääoma lisääntynyt. (Liite 1)

8.2.2 Kasvun analysointi kasvumalleilla

Ahon kasvumalli

Soneran liikevaihto on kasvanut vuosien 1996- 1999 välillä keskimäärin 18% vuodessa. Ahon mallin mukaan liikevaihto olisi saanut kasvaa 7,33% vuodessa, jotta Sonera olisi kyennyt säilyttämään vuoden 1996 omavaraisuusasteen 61,2%. Sallitun kasvuvauhdin laskemisessa nettotulosprosentti, osingonjakosuhte ja omavaraisuusaste on laskettu vuosilta 1996- 1999. Omavaraisuusaste taas on otettu vuodelta 1996 ja se edustaa tavoitearvoa. Soneran liikevaihdon kasvuprosentti on ylittänyt Ahon mallin mukaisen liikevaihdon kasvuprosentin jokaisen vuonna alhaisimmillaan 6: lla prosenttiyksiköllä ja parhaimmillaan n. 15 prosenttiyksikköä. Soneran nettotulosprosentti on noussut vuoden 1996 arvosta 12,06 vuoden 1999 arvoon 19,09 ja kasvanut lähes jokaisena vuonna. Kuitenkin omavaraisuusaste on pudonnut huomattavasti etenkin vuonna 1997. Selityksenä tähän on investointien ja sijoitusten huomattava lisääntyminen. (Liite 5)

Sonera olisi kyennyt säilyttämään vuoden 1996 mukaisen omavaraisuusastetavoitteen toteutuneella liikevaihdon kasvuprosentilla, jos investointiaste olisi ollut 172%. Omavaraisuusaste olisi säilynyt vuoden 1996 tasolla toteutuneella liikevaihdon kasvuprosentilla, jos nettotulos olisi ollut keskimäärin 36% toteutuneen 16:n prosentin sijaan.

1996-1999	Keskimääräinen lv:n kasvu	18 %
1996-1999	v = nettotulos%	16 %
1996-1999	b = osingonjakosuhte	27 %
1996	e = omavaraisuusaste	61 %
1996-1999	h = investointiaste	279 %
Ahon mallin mukainen rahoitusrakenteen turvaava liikevaihdon kasvuvauhti		7,3 %

Taulukko 4 Ahon kasvumalli

Donaldsonin kasvumalli

Soneran kasvua tutkittiin myös Donaldsonin kasvumallilla. Ahon mallista poiketen kasvua tutkittiin vuositasolla. Sallitun vuosittaisen kasvun laskemiseen piti määrittää seuraavat vakiot: sijoitetun pääoman tuotto prosentti (**RONA**), nettotuloksesta yritykseen jätettävä osuus (**r**), vieraan pääoman suhde omaan pääomaan (**d**) ja vieraan pääoman korkokustannus verovähennyksen jälkeen (**i**).

	1996	1997	1998	1999
G (S)	10,39 %	13,52 %	6,78 %	0 %
RONA	0,14	0,15	0,12	0,10
r	0,51	0,60	0,48	0,00
d	0,76	0,72	0,48	0,48
i	0,05 %	0,06 %	0,07 %	0,23 %
Toteutunut kasvu	18,20 %	11,90 %	4,8%	8,50 %

Taulukko 5 Donaldsonin kasvumalli

Edellä olevasta taulukosta voidaan nähdä, että Soneran liikevaihdon kasvu on ollut sallituissa rajoissa (toteutunut liikevaihdon kasvu on alittanut mallin mukaisen sallitun kasvun) kaikkina vuosina pois lukien vuosi 1998. (Liite 3)

Kinnusen kasvumalli

Kinnusen kasvumallin tavoitteena on määrittää liikevaihdolle hyväksyttävä enimmäiskasvu, jotta yritykselle asetetut kannattavuus-, pääomarakenne- ja voitonjakotavoitteet voidaan saavuttaa. Tässä tutkimuksessa ei ole ollut käytettävissä em. tavoitteita, vaan kasvua on tutkittu sijoittamalla malliin kunkin vuoden toteutuneet arvot. Toteutuneiden arvojen avulla on voitu määrittellä yrityksen liikevaihdolle hyväksyttävä enimmäiskasvu.

Soneran toteutunut liikevaihdon kasvu on alittanut sallitun vuosina 1996 ja 1999. Näinä vuosina toteutunut kasvu on ollut 13,10% ja 13,90%. 1997 ja 1998 Soneran kasvu on ylittänyt sallitun. (Liite 4)

	1996	1997	1998	1999
b	0,78	0,83	0,47	0,83
NP/S	0,12	0,16	0,15	0,19
D/E	0,60	0,56	0,37	0,91
A/S	1,17	1,28	1,45	1,92
SGR	14,83 %	19,20 %	7,23 %	18,62 %
Toteutunut kasvu	13,10 %	25,30 %	20 %	13,90 %

Taulukko 6 Kinnusen kasvumalli

8.2.3 Kasvu kasvunhallinnan viitekehyksessä

Soneran strategiana tarkasteluajanjaksolla on ollut vuosittaisen kasvun hakeminen. Kasvuun on pyritty ennen kaikkea tekemällä sijoituksia ulkomaille; sekä yritysostoilla että yhteisyritysten kautta. Kasvua on haluttu saada aikaan hyödyntämällä olemassa olevaa osaamista ja teknologiaa maailmanlaajuisesti valikoiduilla markkinoilla. Yhtäläillä kasvua on haettu myös kehittämällä uusia teknologioita ja ansaintatapoja. Kasvutavoiksi on siis valittu sekä sisäinen että ulkoinen kasvu. Voimakkaaseen kasvuun liittyvä pääomatarve ja mahdollinen vakavaraisuuden heikkeneminen on Sonerassa

haluttu turvata lisäämällä omaa pääomaa. Sonera on myös ilmoittanut, että yritys tulee jakamaan osinkoa omistajille, jos yrityksen taloudellinen tilanne sen sallii. Yritys myös ilmoitti, että se ei pysty lupaamaan vuosittaista osingonjakoa. Soneran johto on määritellyt tehtyjen peruspäätösten mukaan seuraavat taloudelliset tavoitteet (Soneran vuosikertomukset 1998, 1999):

- Liikevaihdon vuosittainen kasvu yli 10% tarkastelujakson aikana
- Sijoitetun pääoman tuotto yli 15%
- Omavaraisuusaste yli 40%
- Osinkotaso noin neljännes tuloksesta

Tarkasteltaessa taloudellisia tavoitteita toteutuneisiin, voidaan huomata Soneran onnistuneen hyvin kasvun hallinnassaan. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 14,4% ja ylittänyt tavoitteeksi asetetun 10% jokaisena vuonna. Sijoitetun pääoman tuotto on vaihdellut välillä 18,8- 24,2% eli ylittänyt tavoitteeksi asetetun 15%:n tason. Kasvutavoite on siis kyetty saavuttamaan uhraamatta hyvää kannattavuutta. Omavaraisuusastetavoite on myös saavutettu tarkasteluajanjaksolla. Omavaraisuusaste on ylittänyt jokaisena vuonna tavoitteeksi asetetun 40%: n omavaraisuusasteen.

Omavaraisuusaste laski kuitenkin voimakkaasti vuonna 1998. Soneran ulkomaiset sijoitukset lisääntyivät voimakkaasti kyseisenä vuonna ja niiden rahoittamiseksi yritys lisäsi huomattavasti vieraan pääoman määrää.

8.3 Case Tietoenator Oyj

Tietoenator on pohjoismainen tietotekniikka- alan yritys. Se syntyi 7.7.1999 suomalaisen Tiedon ja ruotsalaisen Enatorin yhdistyessä. Tietoenatorin toiminta on keskittynyt seuraaville asiakastoimialoille: telekommunikaatio, finanssi, julkiset palvelut ja metsäteollisuus. Asiakastoimialojen lisäksi Tietoenator tarjoaa palveluja myös seuraaville sektoreille: posti, kauppa, energia, media, matkustus, kuljetukset, logistiikka sekä prosessi- ja valmistava teollisuus. (Tieto- Konzernin vuosikertomus 1998)

Tietoenatorin tarjoamat palvelut asiakastoimialoilleen ovat konsultointi, tietojärjestelmien kehittäminen ja integrointi, käyttö ja verkonhallinta sekä ohjelmistopalvelut. (Tieto- Konsernin vuosikertomus 1998)

8.3.1 Kasvu ja taloudelliset toimintaedellytykset

Tietoenatorin kasvu

Tietoenatorin liikevaihto on kasvanut koko tarkastelukauden ajan. Liikevaihdon kasvuprosenttien arvot ovat vaihdelleet välillä 15,6- 159,8. Liikevaihdon tasoitettu kasvuprosentti vuosina 1996- 1999 on ollut peräti 50,2. Liikevaihdon kasvuprosenttien suuret vuosittaiset vaihtelut näkyvät hyvin liikevaihdon kasvuprosenttien keskihajonnan arvossa. Tarkastelukaudella liikevaihdon kasvuprosenttien keskihajonta on ollut 56,4. Vuoden 1999 liikevaihdon kasvuprosenttien arvo 159,8 johtuu Tiedon ja Enatorin välisestä fuusiosta. (Liite 6)

Taseen kasvu tarkastelukaudella on seurannut liikevaihdon kasvua. Myös taseen kasvuprosenttien arvoissa on huomattavissa fuusion vaikutus. Tase on kasvanut parhaimmillaan 170% vuonna 1999. Vuonna 1996 taseen kasvu on ollut negatiivista ja taseen arvo on pienentynyt 10%. Tietoenatorin kasvu tarkastelukaudella on ollut voimakasta ja sille on tunnusomaista suuret vuosittaiset vaihtelut. Kasvua voidaan myös luonnehtia liikevaihtopainotteiseksi eli liikevaihto on kasvanut tasetta enemmän. (Liite 6)

Tietoenatorin kannattavuus

Tietoenatorin kannattavuus on kasvanut lähes koko tarkastelukauden ajan. Koko pääoman tuotto on ollut alhaisimmillaan 13,8 % vuonna 1996 ja korkeimmillaan 29,3 % vuonna 1998. Koko pääoman tuotto on ollut keskimäärin 21,43 %. Koko pääoman tuotto on noussut vuosittain vuodesta 1995 vuoteen 1998 ja laskenut sitten vuonna 1999 5,9 prosenttiyksikköä. Oman pääoman tuotto on ollut tarkastelukaudella keskimäärin 24,75 % ja siten ylittänyt koko pääoman tuoton keskimäärin 3,32 prosenttiyksiköllä. Oman pääoman tuotto on ollut alhaisimmillaan 17 % vuonna 1996 ja korkeimmillaan 32,4 % vuonna 1998. Tietoenatorin tuloksenteleminen on ollut tarkastelukaudella hyvä. Nettotulosprosentti on vaihdellut välillä 5,74 - 10,70. Nettotulosprosentti on ollut keskimäärin 7,55 % ja sen arvo on

noussut vuodesta 1996 vuoteen 1998 (10,70%) ja laskenut sitten vuonna 1999 (5,74%).
(Liite 2)

Tietoenatorin maksuvalmius

Tietoenatorin maksuvalmiutta mittaava rahoitustulosprosentti on ollut tarkastelukaudella keskimäärin 13,57. Rahoitustulosprosentti on ollut korkeimmillaan 16,67 vuonna 1998 ja alhaisimmillaan 10,26 vuonna 1999. Rahoitustulosprosentti on kasvanut vuosina 1996- 1998 ja alkanut sen jälkeen laskea. (Liite 2)

Tietoenatorin lyhyen tähtäyksen maksuvalmius on ollut hyvä koko tarkastelukauden ajan. Quick ration arvot ovat vaihdelleet 1:stä 1,6:een. Quick ration arvoissa on havaittavissa lyhyen tähtäyksen maksuvalmiuden paraneminen koko tarkastelukauden ajan. (Liite 2)

Tietoenatorin vakavaraisuus

Vakavaraisuutta mittaava omavaraisuusaste on ollut hyvä koko periodin ajan. Alimmillaan omavaraisuusaste on ollut 50,1 % vuonna 1999 ja korkeimmillaan 58 % vuonna 1997. Keskimäärin omavaraisuusaste on tarkastelukaudella ollut 54,15 prosenttia. Omavaraisuusaste on noussut vuoteen 1997 asti ja tämän jälkeen alkanut laskea. Omavaraisuus on kuitenkin säilynyt yli 50 %:n koko jakson ajan. (Liite 2)

Tietoenatorin vieraan pääoman takaisinmaksukyky on ollut erinomainen koko periodin ajan. Sen arvot ovat vaihdelleet välillä 0,12- 0,29 vuotta. Keskimäärin velkojen takaisinmaksuaika on ollut 0,20 vuotta. Takaisinmaksukyky on erinomainen, kun huomioidaan lyhyen takaisinmaksuajan lisäksi Tietoenatorin vähintäänkin tyydyttävä rahoitustulosprosentti. (Liite 2)

Kassavirta- analyysi

Tietoenatorin toimintajäämä on absoluuttisesti mitattuna kasvanut jokaisena vuonna vuoden 1996 18,1 m Eurosta vuoden 1999 173,8 m Euroon. Toimintajäämä on kasvanut huomattavasti etenkin vuonna 1999. Tällöin toimintajäämä kasvoi 80 m Euroa edellisvuodesta. Toimintajäämän kasvu selittyy lähinnä toiminnan mittakaavan kasvamisella, sillä Tiedon ja Enatorin fuusio ajoittuu juuri kyseiseen ajankohtaan. Toinen suuri muutos toimintajäämässä tapahtui vuonna 1997, jolloin toimintajäämä

kasvoi 18,1 m Eurosta (1996) 82,2 m Euroon. Muutoksen taustalla oli kasvanut liikevaihto sekä lyhytvaikutteisten tuotannon tekijämaksujen suhteellisen osuuden pieneneminen. Toimintajäämän osuus kassamyyntituloista olikin vuonna 1996 vain 5%, kun taas vuonna 1997 osuus oli noussut jo 20:een prosenttiin. (Liite 1)

Rahoitusjäämä on muuttunut lähes samalla tavalla kuin toimintajäämä. Rahoitusjäämässä on havaittavissa samanlainen tulorahoituksen kasvaminen sekä vuonna 1997 että vuonna 1999. Rahoitusjäämä on vaihdellut välillä 5 m Euroa- 113,7 m Euroa. Ainoastaan vuonna 1998 rahoitusjäämä on absoluuttisesti mitattuna laskenut edellisvuodesta. Liikevaihto kasvoi 60 m Euroa ja toimintajäämä lähes 10 m Euroa, mutta rahoitusjäämä kuitenkin laski 1,3 m Euroa. Rahoitusjäämän voidaan huomata laskeneen ennen kaikkea kasvaneen osingonjaon takia. (Liite 1)

Tietoenatorin tulorahoitus on riittänyt voitonjaon lisäksi lähes jokaisena vuonna myös investointien rahoittamiseen. Investointijäämän arvo oli negatiivinen ainoastaan vuonna 1996 (- 12,2 m Euroa). Muina vuosina investointijäämä oli positiivinen n. 14 m Euroa vuosina 1997 ja 1998 sekä 7,5 m Euroa vuonna 1999. Investointien tulorahoitusosuus on ollut yli 100 %:a vuosina 1997- 1999, kuten voitiin huomata jo positiivisesta investointijäämästä. Ainoastaan vuonna 1996 tulorahoitus ei ole riittänyt investointien rahoittamiseen. Tällöin investointien tulorahoitusosuus oli ainoastaan 29%. Riittämätön tulorahoitus on johtanut likvidien varojen vähenemiseen. (Liite 1)

Tietoenatorin asemassa on havaittavissa kaksi merkittävää muutosta tarkastelukauden aikana. Vuonna 1998 tulorahoitus on ollut positiivinen (inv. jäämä 14,2 m Eur), mutta Tietoenatorin omavaraisuusaste on kuitenkin laskenut. Omien osakkeiden hankinta on pienentänyt omaa pääomaa ja osa omien osakkeiden hankinnasta on rahoitettu likvideillä varoilla, joiden määrä onkin pienentynyt huomattavasti (19,4 m Eur). Toinen muutos on havaittavissa vuonna 1999. Tällöin pitkäaikainen vieras pääoma lisääntyi huomattavasti (18,3 m Euroa), vaikka investointijäämä oli 7,5 m Euroa positiivinen. Samaan aikaan likvidit varat lisääntyivät 29,2 m Euroa. Seurauksena oli omavaraisuusasteen putoaminen 53,9 %:sta 50,1 %:iin. Samalla velkojen takaisinmaksuaika lähes kolminkertaistui, mutta quick ratio parani. (Liite 1)

1.1.1 8.3.2 Kasvun analysointi kasvumalleilla

Tietoenatorin kasvun analysointi Ahon kasvumallilla

1996-1999	Keskimääräinen lv:n kasvu	53 %
1996-1999	v = nettotulos%	6 %
1996-1999	b = osingonjakosuhte	36 %
1996	e = omavaraisuusaste	55 %
1996-1999	h = investointiaste	21 %
Ahon mallin mukainen rahoitusrakenteen turvaava liikevaihdon kasvuvauhti		51,0 %

Taulukko 7 Ahon kasvumalli

Tietoenatorin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 53% vuosina 1996- 1999. Ahon mallin mukaan liikevaihdon sallittu kasvu on 51% vuodessa eli liikevaihdon kasvu on ylittänyt sallitun. Liikevaihdon kasvu on ollut erittäin epätasaista. Se on ylittänyt sallitun vuosina 1996 ja 1999 (78,9% ja 159,8%) sekä alittanut sallitun kasvun vuosina 1997 ja 1998 (18,4% ja 15,6%). Vuoden 1999 liikevaihdon kasvussa on huomattava Tiedon ja Enatorin fuusion vaikutus. (Liite 5)

Omavaraisuusaste on noussut vuosina 1997 ja 1998 samaan aikaan, kun liikevaihdon kasvu on alittanut sallitun. Vastaavasti vuosina 1996 ja 1999 liikevaihdon kasvu on ylittänyt sallitun ja omavaraisuusaste on laskenut. Omavaraisuusasteen muutokset ovat seuranneet nettotulosprosentin muutoksia. Toteutuneen kasvun alittaessa sallitun ovat omavaraisuusaste ja nettotulosprosentti kasvaneet. Niinä vuosina, jolloin nettotulosprosentti on laskenut on myös omavaraisuusaste laskenut. (Liite 5)

Tietoenatorin kasvun analysointi Donaldsonin kasvumallilla

Tietoenatorin kasvulle on tyypillistä suuri vuosittainen kasvu. Sama piirre on nähtävissä myös Donaldsonin mallin antamissa sallitun kasvun lukuarvoissa. Arvot vaihtelevat välillä 16,39- 40,23%. Toteutunut liikevaihdon kasvu on alittanut sallitun kasvun vuosina 1997 ja 1998 keskimäärin 20: lla prosenttiyksiköllä. Tietoenatorin kohdalla Donaldsonin mallin antamien kasvuprosenttien suurien arvojen voidaan huomata

johtuvan kahdesta asiasta. Sijoitetun pääoman tuotto prosentti (RONA) on huomattavan korkea. Se on alhaisimmillaan 26% ja korkeimmillaan 44%. Myös voitosta yritykseen pidätettävä osuus (r) on huomattavan korkea eli Tietoenator ei ole maksanut kovin korkeita osinkoja. Tietoenator on pidättänyt parhaimmillaan 80% voitosta yrityksessä. Vuonna 1996 Tietoenatorin toteutunut kasvu ylitti sallitun 54: llä prosenttiyksiköllä ja vuonna 1999 peräti 143: lla prosenttiyksiköllä. Suuri ero toteutuneen ja sallitun kasvun välillä johtuu pääosin Tietoenatorin tekemistä fuusioista. (Liite 3)

	1996	1997	1998	1999
G (S)	24,21 %	33,66 %	40,23 %	16,39 %
RONA	0,26	0,32	0,44	0,26
r	0,80	0,74	0,73	0,42
d	0,61	0,55	0,66	0,79
i	0,18 %	0,07 %	0,27 %	0,09 %
Toteutunut kasvu	78,90 %	18,40 %	16 %	159,8 %

Taulukko 8 Donaldsonin kasvumalli

Tietoenatorin kasvun analysointi Kinnusen kasvumallilla

Kinnusen kasvumallin mukaan Tietoenatorin liikevaihto olisi saanut kasvaa parhaimmillaan 15,2% ja huonoimmillaan 6,36%. Tietoenatorin liikevaihdon toteutunut kasvuvauhti on ylittänyt sallitun kasvuvauhdin tarkastelujakson jokaisena vuonna. Vuosina 1997 ja 1998 ylitys on ollut vain noin kaksi prosenttiyksikköä. Vuonna 1996 toteutunut kasvu on ylittänyt sallitun kasvun noin 70:llä prosenttiyksiköllä ja vuonna 1999 ylitys on ollut peräti 153 prosenttiyksikköä. Suuret ylitykset johtuvat Tietoenatorin historiaan kuuluvista fuusioista. Tietoenatorin liikevaihdon kasvun voidaan siis sanoa olleen hallitsematonta tarkastelujaksolla vuosina 1996- 1999. Jos tarkastelusta jätetään pois vuodet 1996 ja 1999 näyttävät tulokset hieman erilaisilta. Tietoenatorin kasvu on ollut myös vuosina 1997 ja 1998 hallitsematonta, mutta toteutunut kasvu on ollut melko lähellä sallittua kasvua. (Liite 4)

	1996	1997	1998	1999
b	0,80	0,74	0,73	0,42
NP/S	0,06	0,08	0,07	0,05
D/E	1,08	0,61	0,55	0,66
A/S	1,31	0,70	0,65	0,55
SGR	8,24 %	15,20 %	13,36 %	6,36 %
Toteutunut kasvu	78,90 %	18,40 %	15,60 %	159,80 %

Taulukko 9 Kinnusen kasvumalli

8.3.3 Kasvu kasvunhallinnan viitekehyksessä

Tietoenatorin ja sen edeltäjän Tieto- konsernin pitkän aikavälin tavoitteiksi oli yhtiön hallitus asettanut sekä kasvuun että kannattavuuteen liittyviä tavoitteita. Yrityksen tavoitteena oli kasvaa markkinoita nopeammin eli siis kasvattaa markkinaosuuttaan. Samaan aikaan haluttiin yrityksen tulos nostaa yli kymmeneen prosenttiin liikevaihdosta eli kasvu ja kannattavuus kytkettiin toisiinsa. (Tieto- Konsernin vuosikertomukset 1996-1999)

Päämäärien saavuttamiseksi luotiin strategia, jonka kulmakiviä olivat ydinosaaminen, markkina- asema ja kannattavuus. Yrityksen tulevaisuus oli tarkoitus rakentaa ydinosaamisen varaan. Haluttiin tunnistaa vahvimmat osaamisalueet ja rakentaa huippuosaamista niiden varaan. Strategiaan liittyi olennaisena osana markkina- aseman kasvattaminen. Orgaanisen kasvun oli tarkoitus olla vähintään markkinoiden kasvun suuruista ja lisäkasvua haluttiin aikaansaada ulkoisen kasvun avulla. Tietoenator arveli toimialan kysyntätilanteen tarkasteluajanjaksolla olevan hyvän ja auttavan sisäisen kasvun aikaan saamista. Sisäiselle kasvulle asetettiinkin 15: n prosentin vuotuinen tavoite. Kasvutavoitteen lisäksi myös kannattavuudelle asetettiin selkeä numerotavoite. Tulostavoitteeksi asetettiin 10% liikevaihdosta. Tietoenator tavoitteli siis kasvun lisäksi myös hyvää kannattavuutta. (Tieto- Konsernin vuosikertomukset 1996- 1999)

Tarkasteltaessa Tietoenatorin kasvua voidaan sen havaita olleen sekä voimakasta että epätasaista. Kasvu on ensinnäkin ylittänyt tavoitteeksi asetetun 15 %:n tason ajanjakson jokaisena vuonna eli yritys on saavuttanut kasvun määrätavoitteen. Kasvun

tasaisuudelle yritys ei asettanut varsinaista tavoitetta, vaan ennemminkin hyväksyi jo etukäteen suuretkin poikkeamat vuotuisen kasvuprosentin arvoissa valitsemalla kasvutavaksi myös ulkoisen kasvun. Ulkoinen kasvu selittääkin kasvuprosentin suuret heilahtelut vuosina 1996 ja 1999. Näinä vuosina lisäkasvua on saatu aikaan yritysostojen ja fuusioiden avulla. Yrityksen kasvutavoite on siis tavallaan saavutettu sekä määrän että tasaisuuden suhteen. Kasvumallien antamien tulosten mukaan Tietoenatorin kasvun voidaan sanoa olleen hallittua. Toteutunut kasvu on alittanut mallien antaman sallitun kasvun tai ainakin ollut hyvin lähellä sitä. Poikkeuksen muodostavat voimakkaan ulkoisen kasvun vuodet. Jos kasvun hallinnan onnistuneisuutta tarkastellaan yrityksen omista tavoitteista lähtien, näyttävät tulokset hieman erilaisilta. Yrityksen asettama kannattavuustavoite, 10%: n liikevoitto, saavutettiin vain vuonna 1997. Liikevoitto oli parhaimmillaan 11,1% juuri vuonna 1997. Muina vuosina sen arvot vaihtelivat välillä 7,1%- 9,5%. Näiden tuloksien valossa Tietoenator ei kyennyt kasvamaan asettamiensa kasvu- ja kannattavuustavoitteiden mukaan, vaan yritys jäi asettamistaan tavoitteista.

8.4 Case UPM- Kymmene Oyj

UPM- Kymmene on suomalainen pörssinoteerattu metsäteollisuusyritys. UPM-konsernin toiminta jakaantuu kolmeen liiketoiminta- alueeseen: UPM- Kymmene painopaperit, UPM- Kymmene converting ja UPM- Kymmene puuteollisuus. Painopapereihin kuuluvat aikakauslehti-, sanomalehti- ja hienopaperit. UPM-convertingiin kuuluu jalostusmateriaalien eli tarra- ja pakkausmateriaalien sekä kirjekuoripaperien tuotanto. UPM- Kymmene puuteollisuus puolestaan tuottaa sahatavaraa ja vaneria. Konsernin muuhun liiketoimintaan sisältyvät sellusta, metsästä ja energiasta muodostuva Resurssit sekä logistiikka- ja kiinteistöyksiköt. (UPM-Kymmenen vuosikertomus 1999)

UPM- Kymmenellä on tuotantolaitoksia 15 maassa. Tehtaista tärkeimmät sijaitsevat Suomessa, Ranskassa, Saksassa, Isossa- Britanniassa ja Yhdysvalloissa. Lisäksi konsernilla on laaja, viidelle mantereelle ulottuva myyntiverkosto, johon kuuluu yli 170 myynti- ja jakeluyhtiötä. (UPM- Kymmenen vuosikertomus 1999)

8.4.1 Kasvu ja taloudelliset toimintaedellytykset

Kasvu

UPM- Kymmenen liikevaihto ei ole kasvanut tarkastelujaksolla vuosina 1996- 1999 yhtenäkkään vuonna. Liikevaihdon kasvu on ollut negatiivista ja vaihdellut välillä -5,4% - -1,2%. Liikevaihdon muutoksen trendinä voidaan havaita negatiivinen, mutta kuitenkin itseisarvoltaan pienenevä kasvu. Liikevaihdon tasoitettu kasvu tarkastelujaksolla on - 1.63 % ja liikevaihdon kasvuprosentin keskihajonta 6.87. Liikevaihdon kasvu on siis ollut negatiivista, mutta vuosittaiset vaihtelut pieniä.

Tarkasteltaessa UPM- Kymmenen taseen muutosta tarkastelukaudella voidaan havaita taseen arvon pysyneen lähes muuttumattomana. Taseen kasvuprosentti on vaihdellut 4 %: sta - 2 %: iin. Vaikka taseen kasvu onkin ollut lähes olematonta läpi koko tarkastelukauden, on UPM- Kymmenen investoinneissa kuitenkin tapahtunut muutoksia. Bruttoinvestoinnit ovat nousseet vuosina 1996 ja 1997 ja kääntyneet laskuun tämän jälkeen. (Liite 6)

Henkilöstön määrä on UPM- Kymmenessä pienentynyt jokaisena vuonna. Suurimmillaan on henkilöstön määrä pienentynyt 15 % vuonna 1997. (Liite 6)

Kannattavuus

UPM- Kymmenen kannattavuus on ollut kohtalainen ajanjaksolla 1996- 1999. Kokonaispääoman tuotto prosentti on vaihdellut välillä 7,6- 9,5. Kokonaispääoman tuotto on noussut tasaisesti vuodesta 1996 alkaen lukuun ottamatta vuotta 1999, jolloin arvo on laskenut edellisvuoteen verrattuna. Oman pääoman tuotto on ylittänyt kokonaispääoman tuoton koko ajanjakson ajan keskimäärin kahdella prosenttiyksiköllä. UPM- Kymmenen tuloksentekeyky on ollut melko vaatimaton tarkastelukaudella. Nettotulosprosentti on vaihdellut välillä 4,86- 7,27. (Liite 2)

Maksuvalmius

Tulorahoituksen määrää mittaava rahoitustulosprosentti on vaihdellut arvojen 11,32 ja 15,30 välillä. Arvojen muutokselle ei ole löydettävissä mitään selvää trendiä, vaan vaihteluja on tapahtunut kumpaankin suuntaan. Verrattaessa UPM- Kymmenen arvoja Soneran vastaaviin, voidaan huomata, että UPM- Kymmenen rahoitustulosprosentti on parhaimmillaankin vain noin puolet Soneran vastaavasta arvosta. UPM- Kymmene on

kyennyt tuottamaan selvästi vähemmän tulorahoitusta pitkävaikutteisten kulujen kattamiseen. (Liite 2)

UPM- Kymmenen lyhyen aikavälin maksuvalmiutta mittaava quick ratio on vaihdellut tarkastelukaudella välillä 0,6- 0,8. Quick ration arvo on noussut kohti tarkastelukauden loppua. YTN: n suositusten mukaan quick ration arvot ovat tyydyttävällä tasolla. Quick ration arvojen paraneminen johtuu pääasiassa lyhytaikaisen vieraan pääoman määrän vähenemisestä. (Liite 2)

UPM- Kymmenen vakavaraisuus

UPM- Kymmenen staattinen vakavaraisuus on kasvanut läpi koko tarkastelukauden. Arvot ovat vaihdelleet välillä 34,9% – 47,8%. YTN: n ohjeiden mukaan omavaraisuusaste on ollut tyydyttävä vuosina 1995 ja 1996. Vuodesta 1997 alkaen omavaraisuusaste on noussut tasolle, jota YTN: n mukaan voidaan pitää hyvänä. (Liite 2)

Dynaamista vakavaraisuutta kuvaava velkojen takaisinmaksuaika on vaihdellut välillä 3,13- 5,12. Takaisinmaksuaika on kasvanut vuodesta 1995 vuoteen 1996, jonka jälkeen se on alkanut pienentyä. Velkojen takaisinmaksuajat ovat toimialalle tyypillisen pitkiä, koska vieraan pääoman osuus yrityksen rahoituksessa on suuri. Takaisinmaksuaika on lyhentynyt samalla kun omavaraisuusaste on noussut. (Liite 2)

Kassavirta- analyysi

UPM- Kymmenen liikevaihto ja myynnin kassaan maksut ovat pienentyneet lähes koko tarkastelukauden ajan. Samaan aikaan toimintajäämä on noussut sekä absoluuttisesti että suhteellisesti mitattuna. Toimintajäämä on noussut absoluuttisesti mitattuna kolmena vuonna ja laskenut ainoastaan vuonna 1999. Suhteellisesti mitattuna toimintajäämä on noussut jokaisena vuonna vuosien 1996- 1999 aikana. Toimintajäämän osuus kassamyyntituloista on vaihdellut välillä 19%- 28%. Tulorahoituksessa on tapahtunut merkittävä muutos vuonna 1998, jolloin toimintajäämä on noussut edellisvuoden 1686,3 mEurosta 2305,2 mEuroon. Toimintajäämä on noussut huomattavasti liiketoiminnan muiden tuottojen kasvamisen sekä pienentyneiden ostojen takia. (Liite 1)

Rahoitusjäämillä mitattuna UPM- Kymmenen tulorahoitus on parantunut koko tarkastelukauden ajan. Rahoitusjäämä on vaihdellut vuoden 1996 1043,3 mEurosta vuoden 1999 1476 mEuroon. Rahoitusjäämä on noussut vuonna 1998 merkittävästi edellisvuodesta, aivan kuten toimintajäämäkin. Rahoitusjäämä on kasvanut, vaikka 1998 ja 1999 UPM- Kymmenen on maksanut edellisvuosia suurempaa osinkoa. Suuremman osingon kassavirtaa pienentävä vaikutus on kumoutunut pienentyneiden rahoituskulujen vaikutuksesta. (Liite 1)

UPM- Kymmenen investointijäämä on jokaisena tarkastelujakson vuonna positiivinen. Investointijäämän suuruus vaihtelee välillä 56,5 mEuroa- 588 mEuroa. Vuonna 1998 investointijäämä on noussut edellisvuodesta 441,7 mEuroa. Investointien tulorahoitusosuus on ollut jokaisena vuonna yli 100%:a eli rahoitusjäämä on ollut suurempi kuin investointien kassasta maksut. Investointien tulorahoitusosuus on ollut pienimmillään 107% vuonna 1996 ja suurimmillaan 169% vuonna 1998. Nettoinvestoinnit ovat pienentyneet vuosittain vuodesta 1996 vuoteen 1998 ja kasvaneet sitten vuonna 1999. Suurimmillaan nettoinvestoinnit ovat olleet 919,8 mEuroa vuonna 1996 ja pienimmillään 437,8 mEuroa vuonna 1997. Sijoitusten ja pitkäaikaisten saamisten muutos on kehittynyt vastakkaiseen suuntaan, kuin nettoinvestoinnit. Sijoitusten ja nettoinvestointien yhteismäärä on vaihdellut vuosittain huomattavasti vähemmän kuin nettoinvestoinnit yksinään. Positiivinen investointijäämä on lisännyt UPM- Kymmenen likvidejä varoja ainoastaan vuonna 1996. Samana vuonna on myös pitkäaikaisen vieraan pääoman määrä vähentynyt. Vähentyminen ei kuitenkaan johdu positiivisesta investointijäämästä, vaan lyhytaikaisen vieraan pääoman määrän huomattavasta lisääntymisestä. Vuonna 1997 pitkäaikainen vieras pääoma on edelleen vähentynyt positiivisen investointijäämän ja lisääntyneen lyhytaikaisen vieraan pääoman takia. Vuoden 1998 investointijäämä (586,2 mEur) on käytetty sekä pitkä- että ennen kaikkea lyhytaikaisen vieraan pääoman määrän vähentämiseen. Myös vuonna 1999 tulorahoituksella on vähennetty sekä pitkä- että lyhytaikaisen vieraan pääoman määrää. (Liite 1)

UPM- Kymmenen rahoituksellinen asema on parantunut koko tarkastelujakson ajan. Pienenevästä liikevaihdosta huolimatta sekä toiminta- että rahoitusjäämä ovat kasvaneet vuosittain. UPM- Kymmenen tase ei ole juurikaan kasvanut tarkastelujaksolla, koska käyttöomaisuusinvestointien vähentyessä on tulorahoitusta siirtynyt sijoituksiin ja

niiden määrä on lisääntynyt vastaavasti. Positiivinen investointijäämä on mahdollistanut pitkäaikaisen vieraan pääoman määrän vähentämisen jokaisena vuonna. Vuosina 1996 ja 1997 pitkäaikainen vieras pääoma on vähentynyt osin lyhytaikaisen vieraan pääoman määrän lisääntymisen takia. Vuosien 1998 ja 1999 vahva tulorahoitus (investointijäämä n 590 mEur) on mahdollistanut myös lyhytaikaisen vieraan pääoman määrän merkittävän vähentämisen. Hyvä tulorahoitus on mahdollistanut omavaraisuuden kasvattamisen sekä velkojen takaisinmaksuajan lyhenemisen koko tarkastelujakson ajan. (Liite 1)

8.4.2 Kasvun analysointi kasvumalleilla

UPM- Kymmenen kasvun analysointi Ahon kasvumallilla

1996-1999	Keskimääräinen lv:n kasvu	-2 %
1996-1999	v = nettotulos%	6 %
1996-1999	b = osingonjakosuhte	47 %
1996	e = omavaraisuusaste	36 %
1996-1999	h = investointiaste	91 %
Ahon mallin mukainen rahoitusrakenteen turvaava liikevaihdon kasvuvauhti		11,0 %

Taulukko 10 Ahon kasvumalli

UPM- Kymmenen liikevaihto on pienentynyt koko tarkastelukauden ajan. Liikevaihdon muutos on ollut keskimäärin -2%. Liikevaihto on laskenut enimmillään 5,4% vuonna 1996. Laskevasta trendistä huolimatta liikevaihdon muutoksen itseisarvo on pienentynyt koko tarkastelukauden ajan. Ahon mallin mukainen sallittu liikevaihdon kasvu UPM-Kymmenelle on 10,62%. (Liite)

UPM- Kymmenen omavaraisuusaste on noussut joka vuosi ajalla 1996- 1999. Liikevaihdon kasvu on alittanut sallitun kasvun enimmillään noin yhdeksällä ja pienimmillään noin viidellä prosenttiyksiköllä. Samaan aikaan nettotulosprosentti on kasvanut, osinkosuhte pysynyt melko vakiona sekä investointiaste laskenut. Näiden yhteisvaikutuksena omavaraisuusaste on noussut vuoden 1996 arvosta 36,3 vuoden 1999 arvoon 47,8. (Liite 5)

UPM- Kymmenen kasvun analysointi Donaldsonin kasvumallilla

	1996	1997	1998	1999
G (S)	5,08 %	5,04 %	6,78 %	5,31 %
RONA	0,1	0,1	0,12	0,11
r	0,53	0,51	0,59	0,48
d	1,73	1,35	1,05	0,9
i	0,06 %	0,05 %	0,05 %	0,04 %
Toteutunut kasvu	-5,40 %	-2,60 %	-1,3 %	-1,2 %

Taulukko 11 Donaldsonin kasvumalli

UPM- Kymmenen kasvun todettiin jo aiemmin olleen negatiivista koko tarkastelukauden ajan. Kasvun negatiivisuudesta johtuen toteutunut kasvu on luonnollisesti alittanut sallitun kasvun jokaisena tarkastelujakson vuotena. Tästä huolimatta UPM- Kymmenen kasvua ei voida luonnehtia hallituksi. Toteutuneen negatiivisen kasvun itseisarvo on kuitenkin pienentynyt vuosi vuodelta. Sijoitetun pääoman tuotto on hieman parantunut tarkastelujakson aikana. Suurempi muutos on kuitenkin tapahtunut vieraan pääoman suhteessa omaan pääomaan. Niiden välinen suhde on pudonnut vuoden 1996 arvosta 1,73 vuoden 1999 arvoon 0,90. (Liite 3)

UPM- Kymmenen kasvun analysointi Kinnusen kasvumallilla

Kuten jo aiemmin on todettu UPM- Kymmenen liikevaihto on pienentynyt koko tarkastelujakson ajan. Kinnusen mallin mukaan liikevaihto olisi saanut kasvaa vuosina 1996- 1999 välillä 5,29%- 8,04%. UPM- Kymmenen liikevaihdon kasvu on siis ollut hallitsematonta koko tarkastelujakson ajan vaikka se onkin alittanut sallitun kasvun. (Liite 4)

	1996	1997	1998	1999
b	0,53	0,51	0,59	0,48
NP/S	0,05	0,05	0,07	0,07
D/E	1,92	1,73	1,35	1,05
A/S	1,22	1,31	1,35	1,34
SGR	6,65 %	5,41 %	8,04 %	5,29 %
Toteutunut kasvu	-5,40 %	-2,60 %	-1,30 %	-1,20 %

Taulukko 12 Kinnusen kasvumalli

8.4.3 Kasvu kasvunhallinnan viitekehyksessä

UPM- Kymmenen tavoitteena tarkasteluajanjaksolla oli olla kannattava sijoituskohde omistajilleen. Jotta yritys olisi hyvä sijoituskohde sen olisi:

- Huolehdittava kannattavuudestaan
- Kasvettava hallitusti ja vakavaraisuuttaan vaarantamatta
- Kyettävä maksamaan kohtuullinen osuus tuloksesta osinkoina osakkeenomistajille

UPM- Kymmenen strategiana oli kannattavuus- ja vakavaraisuustavoitteiden asettamissa rajoissa kasvaa ydinliiketoiminta- alueillaan toimialan keskimääräistä kasvua nopeammin. Tarkoituksena oli siis yrityksen markkinaosuuden kasvattaminen. Pitkän aikavälin kannattavuustavoitteeksi asetettiin 15%: n tuotto sijoitetulle pääomalle. Velkaantumisasteen alentaminen otettiin myös tavoitteeksi ja yritys halusi saavuttaa vähintään 40%: n omavaraisuuden. Kolmantena konkreettisenä tavoitteena oli osinkotavoite. Tarkoituksena oli kyetä maksamaan vuosittain vähintään 1/3 voitosta osinkoina osakkeenomistajille.

Kuten kasvumallien tuloksien tulkinnan yhteydessä tuli jo ilmi, UPM- Kymmenen kasvu oli negatiivista koko tarkasteluajanjakson ajan. Yritys kyllä kasvoi ajanjakson aikana ulkoisesti, varsinkin liittoumien ja yhteisyritysten kautta. Samaan aikaan orgaaninen kasvu oli kuitenkin negatiivista. UPM- Kymmene myi ydinliiketoimintoihinsa sopimattomia liiketoimintoja pois, eikä juurikaan tehnyt sisäiseen kasvuun liittyviä investointeja. Näistä oli seurauksena negatiivinen kokonaiskasvu. Samaan aikaan kysyntä ydinliiketoiminta- alueilla laski ja heikon kysynnän seurauksena myös myyntihinnat alenivat. Näiden seikkojen valossa UPM-

Kymmenen negatiivinen kasvu on ymmärrettävää. Pitämällä negatiivisen kasvun markkinoiden keskimääräistä kasvua pienempänä yritys kykeni säilyttämään markkina-asemansa.

UPM- Kymmene oli asettanut pitkän aikavälin tavoitteekseen saavuttaa sijoitetulle pääomalle 15%:n tuotto. Tarkasteluajanjaksolla kannattavuustavoitetta ei saavutettu, sijoitetun pääoman tuotto vaihteli välillä 9,5%- 11,5%. Kasvustrategiaan oli liitetty myös omavaraisuustavoite, vähintään 40%:n omavaraisuus. Tämän tavoitteen UPM-Kymmene kykeni tarkastelujaksolla saavuttamaan ja 40%:n omavaraisuus saavutettiin 1997. Yrityksen tavoitteena oli myös jakaa vuosittain osinkoina vähintään 1/3 voitosta. Tämänkin tavoitteen yritys saavutti, sillä se jakoi osinkoa 41%- 52% voitostaan tarkastelujakson aikana.

UPM- Kymmenen strategiana oli siis kasvaa hallitusti, kannattavasti ja vakavaraisuuttaan vaarantamatta. Samalla oli tarkoitus parantaa omavaraisuutta ja maksaa osinkoa osakkeenomistajille. Kasvu muodostui kuitenkin negatiiviseksi maailmantalouden aiheuttaman heikon kysynnän vuoksi. Samasta syystä myös myyntihinnat laskivat ja heikensivät yrityksen kannattavuutta. Kasvu- ja kannattavuustavoitteet jäivät siis saavuttamatta. Yritys kykeni kuitenkin parantamaan omavaraisuuttaan ja maksamaan hyvää osinkoa.

8.5 Case Stockmann Oyj

Stockmann Oyj on vuonna 1862 perustettu suomalainen vähittäiskauppaa harjoittava pörssiyhtiö. Se toimii Suomen lisäksi myös Venäjällä ja Eestissä. Stockmannin liiketoiminta koostuu neljästä kaupallisesta yksiköstä. Tavaratalojen ryhmään kuuluu 5 tavarataloa ja 5 Akateemisen Kirjakaupan myymälää kotimaassa sekä tavaratalot Tallinnassa ja Moskovassa. Autokaupan ryhmä muodostuu 11:stä toimipisteestä pääkaupunkiseudulla ja yhdestä toimipisteestä sekä Turussa että Tampereella. Postimyyntiin erikoistunut Hobby Hall on Suomen suurin postimyyntiyritys ja sillä on myös toimipisteitä sekä pääkaupunkiseudulla että Tampereella. Vaatetuskaupan ryhmän muodostavalla Seppälällä on yli 120 vaatemyymälää kotimaassa, Virossa

toistakymmentä sekä useita myymälöitä myös Latviassa. (Stockmannin vuosikertomus 1999)

8.5.1 Kasvu ja taloudelliset toimintaedellytykset

Stockmannin kasvu

Stockmann on kasvanut tarkastelukaudella tasaisesti, jos verrataan liikevaihdon ja taseen kasvua. Liikevaihto on kasvanut vuodesta 1995 vuoteen 1999 50%, kun taas tase on kasvanut 45%. Yksittäisten vuosien kohdalla Stockmannin liikevaihdon kasvu on vaihdellut vuoden 1996 18,2%: sta aina vuoden 1998 4,8%: iin. Liikevaihdon kasvussa on havaittavissa trendinä pienenevä kasvu tarkastelukauden aikana. Liikevaihdon tasoitettu kasvu vuosina 1995-1999 on 7,43 %, mitä voidaan pitää melko maltillisena. Kasvun tasaisuutta kuvaava liikevaihdon kasvuprosentin keskihajonta on aikavälillä 5,06, mikä sekin puolestaan kuvaa kasvun tasaisuutta kyseisellä aikavälillä. (Liite 6)

Stockmannin taseen kasvu on johtunut ennen kaikkea vaihto- omaisuuden kasvusta, se on kasvanut tarkastelukaudella 58%. Vaihto- omaisuus on kasvanut myös aikavälin jokaisena vuotena. Stockmannin käyttöomaisuus on kasvanut vuosien 1995- 1999 aikana 37%. Käyttöomaisuuden kasvu on vaihdellut vuosien 1995 ja 1997 18%: sta aina vuoden 1999 -2%: iin. Stockmannin investoinnit ovat vaihdelleet huomattavasti tarkastelukauden aikana. Koko aikavälillä investoinnit ovat kasvaneet 39%. Vuonna 1995 investointien kasvuprosentti on 106, kun taas vuonna 1999 investoinnit pienenevät 25% verrattuna edellisvuoteen. (Liite 1)

Stockmannin henkilöstön kasvu on ollut tasaista, noin 10% vuosittain. Koko aikavälillä henkilöstö on kasvanut 34%.(Liite 1)

Stockmannin kannattavuus

Stockmannin kannattavuus on heikentynyt tarkastelujaksolla alun hyvästä vuosien 1998 ja 1999 välttävään. Koko pääoman tuotto- % on vaihdellut vuoden 1997 11,7: stä vuoden 1999 8,1: een. Oman pääoman tuotto-% on ylittänyt koko pääoman tuoton keskimäärin yhdellä prosenttiyksiköllä. Yritys ei ole kyennyt saamaan aikaan korkeaa tuottoa omalle pääomalle vieraan pääoman lisäksi. (Liite 2)

Nettotuloksella mitattuna Stockmannin kannattavuus on ollut vaatimaton. Nettotulosprosentti on vaihdellut välillä 3,97- 2,80. Samaan aikaan yritys on kuitenkin kyennyt vahvistamaan pääomarakennettaan ja maksamaan osakkeenomistajille vuosittain kasvavia osinkoja. (Liite 2)

Stockmannin maksuvalmius

Stockmannin rahoitustulosprosentti on ollut tarkastelukaudella keskimäärin 5,31%. Arvoa ei voida pitää hyvänä, vaikka se onkin positiivinen. Tunnusluvun positiivinen arvo tarkoittaa, että Stockmann on kuitenkin kyennyt tuottamaan tulorahoitusta myös pitkävaikutteisten menojen kattamiseen. (Liite 2)

Staattinen maksuvalmius on sen sijaan ollut erinomainen koko tarkastelukauden ajan. Lyhyen tähtäyksen maksuvalmiutta kuvaava quick ratio on vaihdellut välillä 1,2 - 1,6. (Liite 2)

Stockmannin vakavaraisuus

Stockmannin staattinen vakavaraisuus on ollut erinomainen koko tarkastelukauden ajan. Omavaraisuusaste on vaihdellut välillä 53,9 - 65,2. Stockmannin rahoituksesta vähintäänkin puolet perustuu siis omistajien varoihin. Korkea omavaraisuusaste muodostaa Stockmannille vahvan puskurin tappioita vastaan. (Liite 2)

Dynaamista vakavaraisuutta mittaava velkojen takaisinmaksuaika on vaihdellut 1,6 :n ja 2,45 :n välillä. Takaisinmaksuaika on pidentynyt vuodesta 1994 vuoteen 1996 ja tämän jälkeen alkanut lyhentyä. Takaisinmaksuaika on lyhentynyt, vaikka rahoitustulos- % onkin heikentynyt vuoden 1997 jälkeen. Syynä takaisinmaksuajan lyhenemiseen on pitkäaikaisen vieraan pääoman määrän pieneneminen ja samanaikainen lyhytaikaisen vieraan pääoman määrän lisääntyminen. Rahoitustuloksen heikkenemisen vaikutus velkojen takaisinmaksuajaan on siis kumoutunut vieraan pääoman keskimääräisen maksuajan lyhenemisellä. (Liite 2)

Kassavirta- analyysi

Stockmann- konsernin tulorahoitus on vaihdellut tarkastelujakson aikana. Toimintajäämä on vaihdellut välillä 41,2 mEuroa (1996) - 121,1 mEuroa (1999).

Kassamyyntituloihin suhteutettuna tulorahoitus on kuitenkin ollut tasaista kolmena vuonna (1996- 1998) ja toimintajäämä on ollut 4- 6% kassamyyntituloista. Vuonna 1999 toimintajäämä on ollut 9% kassamyyntituloista. (Liite 1)

Stockmannin rahoitusjäämä on ollut positiivinen koko tarkasteluajanjakson. Tulorahoitus on siis riittänyt lyhytvaikutteisten tuotannontekijämaksujen lisäksi myös voitonjakoon. Stockmann onkin jakanut osinkoa parhaimmillaan vuonna 1999 43,2 mEuroa. Rahoitusjäämä on noussut vuosina 1997 ja 1999 ja laskenut kahtena muuna vuotena. Rahoitusjäämä on vaihdellut välillä 11,8 mEuroa- 54,7 mEuroa. (Liite 1)

Investointijäämä on ollut positiivinen ainoastaan vuonna 1999 (39,1 mEur). Vuosina 1996- 1998 investointijäämä on ollut negatiivinen ja jäämän itseisarvo on vaihdellut välillä 6,6 mEur- 63,3 mEur. Investointien kassamaksut ovat kasvaneet vuosittain vuosina 1996- 1998 ja pienentyneet huomattavasti vuonna 1999. Negatiivinen investointijäämä selittyy, kun tarkastellaan Stockmannin rahoitusjäämää suhteutettuna investointimaksuihin. Investointien tulorahoitusosuus on ollut 20%: n luokkaa vuosina 1996 ja 1998 ja 86% vuonna 1997. Vuonna 1999 investointijäämä oli 39,1 mEuroa ja investointien tulorahoitusosuus 351%. Vuoden 1996 negatiivinen investointijäämä on rahoitettu pitkäaikaisella vieraalla pääomalla, kun taas vuoden 1998 alijäämä on rahoitettu omalla pääomalla. Vuoden 1999 hyvä tulorahoitus on mahdollistanut pitkäaikaisen vieraan pääoman määrän vähentämisen 68 mEurolla sekä likvidien varojen kasvattamisen 21,1 mEurolla. (Liite 1)

Stockmannin rahoituksellisessa asemassa on havaittavissa merkittäviä muutoksia kahtena vuonna. Vuonna 1998 70,9 mEuron investointimaksut ovat aiheuttaneet - 63,3 mEuron investointijäämän. Samaan aikaan Stockmannin omavaraisuusaste on kuitenkin kohonnut 55,5 %: sta 65 %: iin. Syynä omavaraisuuden kohoamiseen oli sekä pitkäaikaisen vieraan pääoman väheneminen että oman pääoman lisääntyminen 102,1 mEurolla. Vuonna 1999 suuri rahoitusjäämä yhdessä edellisvuosia pienempien investointien kanssa on aikaansaanut 39,1 mEuron investointijäämän. Positiivinen investointijäämä on mahdollistanut pitkäaikaisen vieraan pääoman merkittävän vähentämisen sekä likvidien varojen lisääntymisen. Omavaraisuusaste on parantunut vain hieman, koska lyhytaikainen vieras pääoma on lisääntynyt pitkäaikaisen vieraan pääoman vähentyessä. Velkojen takaisinmaksuaika on lyhentynyt 1,71: stä 1,4: ään

lyhytaikaisen vieraan pääoman korvattua pitkäaikaista vierasta pääomaa. Quick ration arvo on puolestaan heikentynyt, koska lyhytaikaisen vieraan pääoman määrä on lisääntynyt enemmän kuin likvidien varojen määrä. (Liite 1)

8.5.2 Kasvun analysointi kasvumalleilla

Stockmannin kasvun analysointi Ahon kasvumallilla

1996-1999	Keskimääräinen lv:n kasvu	8 %
1996-1999	v = nettotulos%	3 %
1996-1999	b = osingonjakosuhte	63 %
1996	e = omavaraisuusaste	54 %
1996-1999	h = investointiaste	30 %
Ahon mallin mukainen rahoitusrakenteen turvaava liikevaihdon kasvuvauhti		8,2 %

Taulukko 13 Ahon kasvumalli

Stockmannin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 8% vuodessa vuosina 1996- 1999. Ahon mallin mukaan liikevaihto olisi saanut kasvaa keskimäärin 8,23% vuodessa, jotta Stockmann olisi kyennyt säilyttämään vuoden 1996 omavaraisuusasteen 54%. Sallittua kasvua laskettaessa on Ahon mallissa käytetty seuraavia arvoja: nettotulosprosentti 3%, osingonjakosuhte 63% ja investointiaste 30%. (Liite 5)

Stockmannin omavaraisuusaste on kasvanut läpi koko tarkastelukauden. Ahon mallin mukaan laskettu liikevaihdon hallittu kasvu on ollut hieman suurempi kuin toteutunut kasvu. Kolmen prosentin nettotuloksella ja Ahon mallin mukaisella liikevaihdon kasvulla Stockmannin omavaraisuusaste olisi pysynyt vuoden 1996 arvossa 54%. Liikevaihto on kuitenkin kasvanut vähemmän kuin Ahon mallin mukaan olisi ollut sallittua ja nettotulosprosentti on kasvanut hieman. Näistä on ollut seurauksena omavaraisuusasteen paraneminen. (Liite 5)

Stockmannin kasvun analysointi Donaldsonin kasvumallilla

Stockmannin kasvua tutkittiin myös vuositasolla vuosina 1996- 1999. Liikevaihdon toteutunut kasvu pieneni koko tarkastelujakson ajan. Vuonna 1996 Donaldsonin kaavan mukainen sallittu liikevaihdon kasvuprosentti oli 10,39 ja toteutunut liikevaihdon kasvuprosentti oli puolestaan 18,2. Eroa oli siis 7,81 prosenttiyksikköä ja liikevaihdon kasvun voidaan sanoa olleen hallitsematonta tai liian ripeää. Vuosina 1997 ja 1998 toteutunut liikevaihdon kasvu alitti Donaldsonin kaavan mukaisen sallitun liikevaihdon kasvun. Näinä vuosina liikevaihdon kasvu oli siis sallitun rajoissa. Vuodelle 1999 Donaldsonin malli antaa sallituksi liikevaihdon kasvuksi 0 %, koska kaavassa oleva yritykseen jätettävän voiton osuus on kyseisen vuoden kohdalla nolla poikkeuksellisen suuresta osingonjaosta johtuen. (Liite 3)

	1996	1997	1998	1999
G (S)	10,39 %	13,52 %	6,78 %	0,00 %
RONA	0,14	0,15	0,12	0,10
r	0,51	0,60	0,48	0,00
d	0,76	0,72	0,48	0,48
i	0,05 %	0,06 %	0,07 %	0,23 %
Toteutunut kasvu	18,20 %	11,90 %	4,8 %	8,5 %

Taulukko 14 Donaldsonin kasvumalli

Stockmannin kasvun analysointi Kinnusen kasvumallilla

Stockmannin liikevaihdon kasvu on ollut hallitsematonta vuosina 1996 ja 1997. Toteutuneen ja sallitun liikevaihdon kasvun ero on ollut 13,51 ja 4,23 prosenttiyksikköä. Vuonna 1998 toteutunut kasvu on alittanut sallitun 0,55:llä prosenttiyksiköllä eli kyseisen vuoden kasvu on ollut hallittua. Vuoden 1999 mallin antama sallittu kasvu on muodostunut nolaksi kuten Donaldsonin mallissakin suuren osingonjaon ansiosta. (Liite 4)

	1996	1997	1998	1999
b	0,51	0,60	0,48	0,00
NP/S	0,03	0,04	0,03	0,03
D/E	0,63	0,76	0,72	0,48
A/S	0,61	0,59	0,56	0,62
SGR	4,69 %	7,67 %	5,35 %	0,00 %
Toteutunut kasvu	18,20 %	11,90 %	4,80 %	8,50 %

Taulukko 15 Kinnusen kasvumalli

8.5.3 Stockmannin kasvu kasvunhallinnan viitekehyksessä

Stockmannin kasvunhallinnan peruspäätöksiä on löydettävissä tarkasteluajanjakson 1996- 1999 vuosikertomuksista. Stockmannin tavoitteena on ollut vuosittainen liikevaihdon kasvu. Kasvun on ollut tarkoitus olla tasaista sekä markkinoiden ja toimialan kasvua suurempaa. Valittuun strategiaan on kuulunut edellä mainitun markkinaosuuden kasvattaminen panostamalla käyttöomaisuusinvestointeihin sisäisen kasvun avulla. Tavoitteena on ollut pitää kannattavuus hyvänä koko tarkastelujakson ajan. Valittuun strategiaan on kuulunut myös sekä korkea omavaraisuus että korkeat vuosittaiset osingot.

Stockmannin liikevaihdon kasvutavoite ei ole toteutunut strategian mukaisena. Vaikka liikevaihto onkin kasvanut jokaisena vuonna, se on kasvanut hidastuen. Syynä tähän on yrityksen toimintaympäristössä tapahtuneet odottamattomat muutokset. Talouden yleinen tila on heijastunut koko toimialan kasvuluvuissa. Toimialan kasvu on ollut vaatimatonta, mutta Stockmann on kuitenkin kasvanut enemmän kuin toimiala keskimäärin. Tästä on ollut seurauksena markkinaosuuden kasvaminen.

Valittuun strategiaan on kuulunut myös hyvä kannattavuus yhdistettynä jatkuvaan kasvuun. Tavoitteena on ollut siis rahoittaa kasvua mahdollisimman paljon tulorahoituksella. Kannattavuus on kuitenkin heikentynyt tarkastelujaksolla. Stockmannin johdon on ollut pakko reagoida huonontuneeseen kannattavuuteen, koska muuten valitut vakavaraisuus- ja osingonjakotavoitteet olisivat vaarantuneet. Vuonna 1996 Stockmann joutui paikkaamaan heikentynyttä kannattavuuttaan lisäämällä pitkäaikaisen vieraan pääoman määrää. 1998 puolestaan lisättiin oman pääoman määrää, jotta vakavaraisuustavoite voitiin saavuttaa.

9 TUTKIMUKSEN LOPPUTULOKSET

Tässä luvussa käydään läpi tutkimuksen keskeiset tulokset vastaamalla johdantoluvussa esitettyihin tutkimuskysymyksiin ja lopuksi esitellään tutkimuksen kuluessa muodostuneet johtopäätökset.

9.1 Tulokset

Osakysymys 1 - Miten yrityksen kasvu määritellään?

Yrityksen kasvun määrittelyyn liittyy useita kasvukäsitteen monimuotoisuuden liittyviä ongelmia. Valtaosassa tutkimuksia kasvukäsite on jätetty määrittelemättä.

Kasvulla voidaan viitata joko yrityksen kasvun kvalitatiivisiin tai kvantitatiivisiin vaikutuksiin. Tämän tutkimuksen tavoitteena oli kyetä arvioimaan yrityksen kasvunhallintakeinoja ja tämän vuoksi oli luontevinta valita mitattavissa oleva eli kvantitatiivinen kasvukäsite tutkimuksen lähtökohdaksi. Myös tutkimuksen tilinpäätösanalyysien tekeminen edellytti kasvun määrittelyä todennettavaan muotoon.

Tutkimuksen aikana havaittiin, että kasvukäsitteen saattaminen mitattavissa olevaan muotoon edellyttää kasvun määrittelemistä prosessiksi, jonka seurauksena yrityksen toimenpiteet aiheuttavat muutoksen yrityksen kasvua kuvaavan indikaattorin tai useiden indikaattoreiden arvossa ajan funktiona.

Kirjallisuuskatsauksen perusteella voidaan todeta, että yleisin ja parhaana pidetty yrityksen kasvua kuvaava muuttuja on liikevaihdon muutos tarkasteluperiodin aikana. Lisäksi vaikuttaa selvältä, että tarkasteluajanjakson on oltava suhteellisen pitkä, jotta voidaan erottaa yrityksen tosiasiallinen kasvu suhdannekehityksestä.

Kasvun määrittely pelkäksi liikevaihdon muuttumiseksi saattaa olla harhaanjohtavaa, koska yritys on voinut merkittävästi kasvattaa esim. taseen loppusummaa, henkilöstön määrää, tulosta tai muuta kasvumuuttujaa vaikka liikevaihto ei olisikaan kasvanut.

Kasvun käsite on voitava kytkeä yrityksen muihin tavoitteisiin. Jollain aikaperiodilla tuloksen kasvattaminen saattaa olla yritykselle liikevaihdon kasvattamista keskeisempi kasvutavoite. Näistä syistä johtuen tutkimuksessa ei uskallettu määritellä kasvua pelkäksi liikevaihdon muuttumiseksi.

Tutkimuksessa päädyttiin ratkaisuun, jonka mukaisesti käyttökelpoisinta on määritellä kasvu siten, että:

- liikevaihdon muuttumista pidetään kasvun todentamisen ensisijaisena indikaattorina (ensisijainen kasvumuuttuja) ja
- liikevaihdon muuttumisen rinnalla käytetään apumuuttujina tuloksen ja taseen loppusumman kasvua (toissijaiset kasvumuuttajat)
- indikaattoreiden muutoksia on tarkasteltava vähintään kolmen vuoden aikaperiodilla

Kasvumuuttujan arvon kasvaessa kahden eri mittausajankohdan välillä kasvu on ollut positiivista kyseisen kasvumuuttujan suhteen. Arvon pysyessä samana yritys ei ole kasvanut ja arvon pienentyessä on tapahtunut negatiivista kasvua. Kasvunopeutta tulee taas arvioida kasvumuuttujan arvon prosentuaalisena muutoksena ajan funktiona. Kasvun tasaisuudella tarkoitetaan taas kasvumuuttujan prosentuaalisten muutosten vakautta ajassa.

Tutkimuksen kasvukäsitteen määrittelyssä ei täysin onnistuttu, koska määrittelyyn perusteella ei voida yksiselitteisesti vastata siihen, onko yritys kasvanut vai ei. On kuitenkin oletettavaa, että tutkimuksen ensisijaisen kasvumuuttujan ja toissijaisten kasvumuuttujien perusteella voidaan suhteellisen varmasti kyetä sanomaan onko yritys kasvanut vai kutistunut. Tämä johtuu siitä, että kirjallisuuden perusteella liikevaihdon kasvu, absoluuttinen tulos ja taseen loppusumma korreloivat keskenään hyvinkin voimakkaasti tarkastelujakson ollessa 3-5 vuotta.

Osakysymys 2 – Mitä tavoitteita kasvun rinnalla tulee huomioida?

Liiketaloudellisesti toimivan yrityksen voidaan katsoa perustaltaan olevan rahoittajiensa muodostama koalitio, jonka tavoitteena on varmistua siitä, että osakkeenomistajat ja

velkojat saavat asettamilleen panoksille määrältään, varmuudeltaan ja muodoltaan oikeanlaisen korvauksen. Mikäli yrityksen omistajat ja velkojat alkavat epäillä korvausten saatavuutta alkaa yritys menettää elinkelpoisuuttaan.

Korvauksen määrä-, muoto- ja varmuustavoitteiden toteuttaminen edellyttää yritykseltä periaatteessa rahoittajien 'vaatimaa':

- **kannattavuutta** eli kykyä tuottaa sijoitetulle pääomalle vähintään sijoittajan vaihtoehtoiskustannuksen mukainen tuotto (korvauksen määrätavoite)
- **maksuvalmiutta** eli kykyä maksaa osinkoja, lainan korkoja ja veroja (=korvauksen muototavoite)
- **vakavaraisuutta** eli kykyä palauttaa rahoittajien sijoittamia pääomia (=korvauksen varmuustavoite)

Näitä muuttujia kutsutaan yrityksen taloudellisiksi toimintaedellytyksiksi. Yrityksen elinkelpoisuus tai elinkelvottomuus määrittyy taloudellisten toimintaedellytysten perusteella, jos tarkasteluajanjakso on riittävän pitkä. Yrityksen kasvukyky voi merkittävästi ylittää järkevänä pidettävän kasvuvauhdin. Liian nopealla/epätasaisella kasvulla voidaan vaarantaa yrityksen elinkelpoisuus hyvinkin nopeasti. Tämän vuoksi kasvuvauhdin sopeuttaminen yhteen muiden tavoitteiden kanssa on rahoittajien johdolle delegeoima tehtävä.

Osakysymys 3 – Miten yrityksen hallittu kasvu määritellään?

Hallitun kasvun käsitettä määriteltäessä ensimmäisenä perusedellytyksenä pidettiin sitä, että liikkeenjohto ei yrityksen kasvuun vaikuttavilla päätöksillä vaaranna yrityksen taloudellisia toimintaedellytyksiä eli elinkelpoisuutta pitkällä aikavälillä.

Taloudellisten toimintaedellytysten tavoitetaso määräytyy teoreettisesti ottaen yrityksen rahoittajien tavoitteenmuodostuksen perusteella. Koska rahoittajien tavoitteita ei kuitenkaan voida helposti konkretisoida on käyttökelpoisinta hyväksyä, että käytännössä hallitun kasvun raja-arvot määritellään yritysjohton toimesta. Tällöin joudutaan tietenkin olettamaan, että yritysjohto määrittää tavoitteet rahoittajiensa puolesta, ja että tämä tapahtuu järkevällä ja oikeudenmukaisella tavalla.

Yrityksen hallitulla kasvulla tarkoitetaan sellaista kasvuvauhtia, joka voidaan toteuttaa liikkeenjohdon määrittämien taloudellisia toimintaedellytyksiä (kannattavuusmaksuvalmius ja vakavaraisuus) kuvaavien indikaattoreiden minimi- ja maksimiarvojen rajoissa.

Vain lyhyellä tähtämellä kasvua voidaan kiihdyttää kannattavuuden, maksuvalmiuden tai vakavaraisuuden kustannuksella. Oleellista on kuitenkin ymmärtää, että periaatteessa lyhyen aikavälin kannattavuutta voidaan uhrata kasvun tavoittelemiseksi, jos yrityksen rahoitusasema antaa tähän tarvittavan pelivaran. Mielenkiintoinen tutkimusaihe olisi tarkastella, miten tietoisesti kannattavuuttaan uhranneet yritykset ovat onnistuneet kannattavuustason palauttamisessa.

Osakysymys 4 – Miten yritys voi hallita kasvuaan?

Kasvunopeudelle ei sinänsä voida asettaa mitään yleisiä ylä- tai alarajoja, koska suurin sallittu kasvunopeus on määritettävä yritys- ja tilannekohtaisten taloudellisten toimintaedellytysten perusteella. Myöskään kasvun tasaisuudelle ei voida asettaa mitään yleisiä rajoja. Yleisesti voidaan todeta, että sisäinen kasvu on yleensä turvallisempaa, mutta ulkoisella kasvulla voidaan saavuttaa suurempi kasvunopeus. Kasvun hallitseminen ei siis selkeästikään tarkoita sitä, että kasvunopeus ei saisi ylittää jotain teoreettista arvoa.

Kasvun tosiasiallinen hallitseminen tarkoittaa kiteytetysti ilmaistuna sitä, että liikkeenjohto tekee investointi-, rahoitus- ja voitonjakopäätökset siten, että hallitulle kasvulle asetetuissa kannattavuus-, maksuvalmius- ja vakavaraisuustavoitteissa pysytään.

Keskeisin kasvunhallintakeino on riittävä ja jatkuva kannattavuudesta huolehtiminen. Tämä johtuu siitä, että kannattavuus korreloi positiivisesti vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden suhteen. Mitä kannattavampaa yrityksen toiminta on sitä suurempi osa rahoitustarpeista voidaan kattaa tulorahoituksella. Yrityksen peruspäätöksistä kannattavuuteen vaikuttaa selkeästi voimakkaimmin investointipäätös.

Yrityksen kasvun hallitseminen edellyttää sitä, että yritysjohto ymmärtää kasvun ja taloudellisten toimintaedellytysten väliset riippuvuussuhteet. Tämän ymmärtämyksen perusteella voidaan tehdä päätöksiä, jotka pitävät yrityksen kasvun hallittuna.

Osakysymys 5 – Miten yrityksen kasvua ja sen onnistuneisuutta voidaan mitata?

Yritysjohto tekee päätöksiä, joiden seuraukset ovat nähtävissä yrityksen reaali-prosessissa. Reaali-prosessin muutokset puolestaan näkyvät yrityksen rahapro-sessissa. Rahapro-sessia analysoimalla on mahdollista mitata yritys-johdon tekemien päätöksien vaikutusta yritykseen ja sen talouteen.

Yrityksen kasvua voidaan mitata vertaamalla jonkin muuttujan arvon muutoksia ajassa, esim. liikevaihto. Olennaista on valita tarpeeksi pitkä aikaväli, jotta voidaan löytää trendi. Riittävän pitkän aikavälin valitseminen erottaa yrityksen tosiasiallisen kasvun suhdannevaihteluista. Riittävän pitkänä aikavälinä pidetään yleensä 3- 5:n vuoden aikajaksoa.

Yrityksen kasvua voidaan siis mitata helposti ja melko yksiselitteisesti. Kasvun onnistuneisuuden mittaamisessa onnistuneisuuden määrittäminen. Yhden yrityksen johto saattaa tulkita kasvujakson onnistuneeksi, kun taas toisen yrityksen johto saattaisi tulkita samanlaisen jakson epäonnistumiseksi. Onkin tärkeää verrata saavutettuja tuloksia yritys-johdon itsensä asettamiin tavoitteisiin. Vain näin vertaamalla voidaan huomioida lähtötilanteesta, yritys-kohtaisista tekijöistä sekä yritys-johdon yksilöllisistä päätöksistä johtuvat eroavaisuudet.

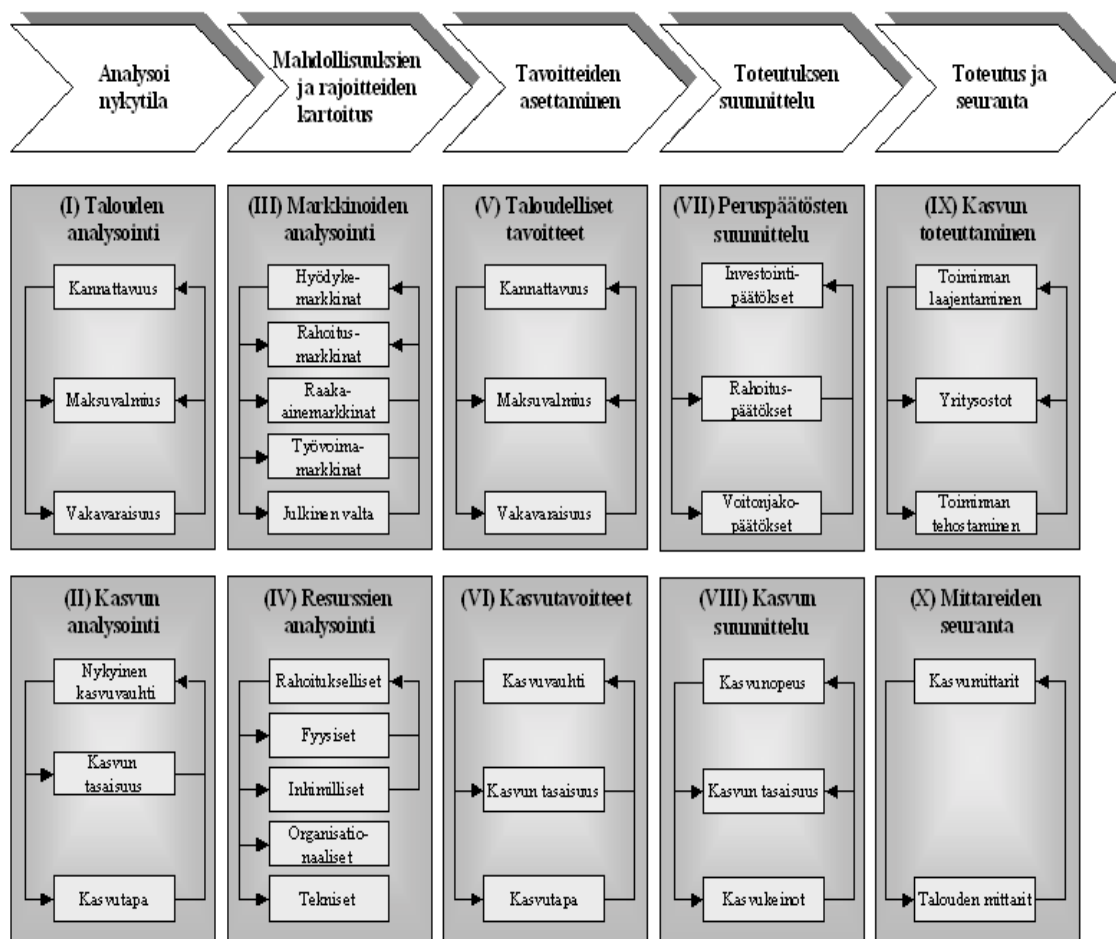
Yrityksen kasvun onnistuneisuuden mittaamisessa on kyse kasvun aikaansaamista vaikutuksista yrityksen taloudellisiin toimintaedellytyksiin. Kannattavuus, vakavaraisuus ja maksuvalmius määrittävät, onko yrityksen kasvu ollut onnistunutta. Kasvu on ollut onnistunutta, jos niiden arvot ovat pysytelleet yritys-johdon määrittelemissä rajoissa. Tunnuslukujen avulla voidaan tutkia em. taloudellisissa toimintaedellytyksissä tapahtuneita muutoksia. Toimintaedellytysten mittaamisessa on tärkeää ottaa myös huomioon toimintaedellytysten väliset keskinäiset riippuvuussuhteet.

Yrityksen kasvun aikaansaamia muutoksia taloudellisissa toimintaedellytyksissä voidaan tutkia myös tarkastelemalla rahavirtalaskelmia. Kassavirtalaskelman avulla saadaan selville yrityksen rahoituksellinen asema. Sen avulla voidaan myös nähdä, miten yrityksen tulorahoituksessa tapahtuneet muutokset ovat vaikuttaneet vakavaraisuuteen ja maksuvalmiuteen. Kassavirtalaskelma osoittaa, miten riittämättömän tulorahoituksen aiheuttama vaje on rahoitettu tai, miten tulorahoitusylijäämä on käytetty.

Kasvun onnistuneisuutta voidaan mitata myös tarkoitusta varten kehitetyillä kasvumalleilla. Näiden mallien etuna on niiden tarjoama yksinkertainen vertailuarvo. Puutteena voidaan nähdä mallien jäykkyys ja todellisuuden pelkistäminen. Mallit ovat kuitenkin käyttökelpoisia yhtenä osana yrityksen kasvuprosessin tutkimisessa.

Osakysymys 6 – Millaisessa viitekehyksessä yrityksen kasvunhallintaa tulisi tarkastella?

Seuraavassa kuviossa (kuvio 22) on esitetty tutkimuksen aikana syntynyt näkemys kasvun hallitsemisen edellyttämästä kasvunhallinnan viitekehyksestä ja siihen liittyvästä yritysjohton päätöksentekoprosessista:



Kuvio 22 Kasvunhallinnan viitekehys ja päätöksentekoprosessi

Kasvun hallitseminen edellyttää yritysjohdolta määrätietoisesti johdettua kasvunhallintaprosessia:

- 1 yrityksen talouden ja kasvun nykytilan analysointi. Nämä asettavat reunaehdot tulevan suunnitteluperiodin tavoitteille
- 2 markkinoiden ja resurssien asettamien kasvumahdollisuuksien ja –rajoitteiden tunnistaminen
- 3 selkeiden ja mitattavissa olevien taloudellisten tavoitteiden ja kasvutavoitteiden asettaminen
- 4 konkreettisen toimenpidesuunnitelman laatiminen yrityksen peruspäätösten ja kasvun suhteen
- 5 kasvun toteuttamista suunnitellusti sekä jatkuvaa asetettujen tavoitteiden seuranta

Yrityksen kasvua tarkasteltaessa on huomioitava, että kasvu ei ole yrityksen muusta taloudesta irrallinen muuttuja, vaan se liittyy olennaisesti yrityksen talouteen osana laajempaa kokonaisuutta. Yhtä tärkeää on muistaa, että yrityksen kasvuun liittyvä

päätöksenteko tulee tapahtua osana yrityksen peruspäätöksiin (investointi-, rahoitus- ja voitonjakopäätökset) liittyvää strategista päätöksentekoa. Peruspäätöksethän määrittelevät yrityksen kasvumahdollisuudet ja kasvun luonteen (kasvun tasaisuus, kasvutapa). Yhtä lailla kasvuun liittyvillä päätöksillä on oma vaikutuksensa strategiseen päätöksentekoon sekä tätä kautta välillisesti myös yrityksen rahoitukseen, investointeihin ja voitonjakoon.

Yrityksen kasvua tulee tarkastella myös taloudellisten toimintaedellytysten kannalta. Taloudelliset toimintaedellytykset (kannattavuus, maksuvalmius ja vakavaraisuus) luovat konkreettiset mahdollisuudet/ rajoitukset kasvulle. Toisaalta taas yrityksen kasvulla on välitön vaikutus taloudellisiin toimintaedellytyksiin. Yritysjohdon tehdessä yrityksen taloutta koskevia päätöksiä ja asettaessaan tavoitteita tulee huomioida yrityksen omat lähtökohdat ja asettaa tavoitteet sen mukaan. Nämä yrityskohtaiset kasvu- ja taloudellisten toimintaedellytysten tavoitteet määrittävät lopulta sen kriteeristön, jonka mukaan yrityksen kasvun onnistuneisuutta tarkastellaan.

Kasvunhallinnassa on olennaista myös kasvun ja taloudellisten toimintaedellytysten tason ja muutosten seuraaminen sekä mittaaminen. Yritysjohdon tulee valita sellaiset mittarit, jotka mittaavat mahdollisimman hyvin sekä kasvua ja sen luonnetta että taloudellisia toimintaedellytyksiä. Onnistuneen mittaamisen ansiosta yritysjohdolla on mahdollisuus tehdä ennakoivia ja korjaavia toimenpiteitä sekä yrittää hallita yrityksen kasvua.

9.2 Johtopäätökset

Tämän tutkimuksen tutkimusongelmana oli selvittää mitä tarkoittaa yrityksen hallittu kasvu ja mitä ovat yrityksen tosiasialliset kasvunhallintakeinot.

Yrityksen peruspäätökset (investointi-, rahoitus- ja voitonjakopäätös) aiheuttavat tietyn kannattavuus-, maksuvalmius-, vakavaraisuus- ja kasvuvauhtitason. Näiden taloudellisten toimintaedellytysten toteutunut taso asettaa rajoitteet/mahdollisuudet yrityksen seuraavan periodin tavoitteiden asettamiselle. Tästä seuraa väistämättä se, että yrityksen hallittu kasvuvauhti seuraavalle tarkasteluajanjaksolle riippuu merkittävästi

sen nykyisestä taloudellista tilanteesta. Tämän lisäksi tietenkin esim. markkinoiden kasvuvauhdilla on keskeinen merkitys hallittua kasvuvauhtia määritettäessä.

Yrityksen hallittu kasvu tarkoittaa yritysjohton asettamien kannattavuus-, maksuvalmius- ja vakavaraisuustavoitteille määritettyjen raja-arvojen puitteissa tapahtuvaa kasvua. Kasvunopeudella ja kasvun tasaisuudella ei ole merkitystä, jos taloudellisten toimintaedellytysten suhteen asetetut tavoitteet toteutuvat.

Hallittu kasvu tarkoittaa sitä, että yritysjohton määrittämät kannattavuus-, maksuvalmius- ja vakavaraisuustavoitteet voidaan kasvun puitteissa saavuttaa. Hallitulle kasvulle ei voida määrittää yleispäteviä arvoja, koska varsinkin yritysten kannattavuuden kehittämisessä kasvuperiodin aikana on suuria eroja.

Seuraavassa taulukossa (taulukko 4) on Damodaranin (1997, 159) esittämien yrityksen peruspäätösten kannalta oleelliset kasvunhallintakeinot:

Osa-alue	Kasvunhallintakeino
Investointi-päätös	<ul style="list-style-type: none"> • Investointien kannattavuus • Investointien huolellinen suunnittelu ja rahoitustarpeiden huomiointi sekä lyhyellä että pitkällä tähtäimellä osana suunnittelua • Kasvunopeuden sovittaminen yrityksen taloudellisiin reunaehtoihin • Kasvutavan hallinta • Investointien riskienhallinta
Rahoitus-päätös	<ul style="list-style-type: none"> • Rahoitustavan hallinta • Rahoituskustannusten hallinta • Investointi- ja voitonjakopäätösten kytkeminen rahoituspäätöksiin • Likviditeetin hallinta
Voitonjako-päätös	<ul style="list-style-type: none"> • Osingonjakopolitiikan sopeuttaminen muuhun talouteen • Verosuunnittelu • Osakkeen kurssikehitys (tarjoaa omistajalle mahdollisuuden 'voitonjakoon' ilman osingonmaksua)

Taulukko 4 Kasvunhallintakeinot peruspäätösten suhteen

Seuraavassa taulukossa (taulukko 5) on esitetty yritysjohton käytössä olevat keskeisimmät kasvunhallintakeinot taloudellisten toimintaedellytysten näkökulmasta:

Osa-alue	Kasvunhallintakeino
Kannattavuus	<ul style="list-style-type: none"> • Pääoman kierto nopeuden nostaminen • Voittoprosentin kasvattaminen • Jatkuva ja riittävä tulorahoitus
Maksuvalmius	<ul style="list-style-type: none"> • Jatkuva ja riittävä tulorahoitus • Neuvoteltu likviditeetti (vähentää oman likviditeettireservin tarvetta) • Käyttöpääomatarpeiden suunnittelu osana investointien suunnittelua • Käyttöpääomaerien kierto nopeuden kasvattaminen
Vakavaraisuus	<ul style="list-style-type: none"> • Jatkuva ja riittävä tulorahoitus • Rahoitusrakenteen hallinta (OPO vs. VPO) • Taseen kierto nopeuden lisääminen

Taulukko 5 Kasvunhallintakeinot taloudellisten toimintaedellytysten suhteen

Keskeinen havainto on se, että tulorahoituksen riittävyydellä on pitkällä tähtäimellä kaikkein keskeisin merkitys yrityksen kasvunhallinnan onnistumisen kannalta. Yleisesti voidaan sanoa, että tulorahoituksen kasvu lisää yrityksen järkevänä pidettävän kasvuvauhdin määrää.

Yrityksen kasvun hallittavuuden kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että yritysjohto osaa linkittää kasvutavoitteen yrityksen peruspäätöksiin ja peruspäätösten seurauksiin. Kasvun hallittavuudesta varmistuminen edellyttää sitä, että peruspäätöksiä ja taloudellisia toimintaedellytyksiä tarkastellaan yhtenä kokonaisuutena kasvutavoitteita asetettaessa.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus

1. Aho, Teemu 1980. *Tilinpäätösanalyysissä käytettävien tunnuslukujen luokitteluominaisuudet*. Lappeenrannan teknillinen korkeakoulu.
2. Aho, Teemu 1994a. Tulostarpeen määrittely kasvu- ja rahoitustavoitteiden pohjalta, *Tilisanomat* 5/1994
3. Aho, Teemu 1994b. Hallitun kasvun tunnistaminen tilinpäätöksistä. *Tilisanomat* 2/1994
4. Aho, Teemu & Rantanen Hannu 1993. *Yrityksen tilinpäätösanalyysi*. Tampere: Otatieto Oy
5. Asp, Kari & Torkko Pauli 1977. *Yrityksen rahoitussuunnittelu*. Espoo: Weilin+Göös.
6. Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. 1996. *Principles of corporate finance*. New York: The McGraw- Hill Companies, Inc.
7. Bridge, John, Dodds, J. C. 1978. *Planning and the growth of the firm*. Lontoo: Croom Helm.
8. Damodaran, Aswath 1997. *Corporate finance: theory and finance*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
9. Donaldson, Gordon 1984. *Managing corporate wealth*. New York: Praeger Publishers.
10. Eriksson, Göran 1978. *Growth and finance of firm behaviour tested on data from Sweden industrial firms*. Tukholma: Almqvist & Wiksell.
11. Gibson, Charles H. & Boyer Patricia A 1979. *Financial Statement Analysis*. Boston: CBI Publishing Company, Inc.
12. Haahti, Antti 1996. *Effective entrepreneurship: recent research in European entrepreneurship: RENT VIII conference proceedings*. Tampereen yliopisto. Yrityksen taloustieteen ja yksityisoikeuden laitos C, Konferenssijulkaisuja ja tieteellisiä artikkeleita.
13. Hajba, Sirpa 1978. *Yrityksen kasvu ja siihen vaikuttavat tekijät*. Turun kauppakorkeakoulu. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja sarja A.
14. Hellberg, Lars 1985. *Pienyrityksen kasvun hallinta*. Vaasa. Länsi- Suomen taloudellinen tutkimuslaitos, julkaisuja.
15. Honko, Jaakko 1974. Ulkoisen taseanalyysin edellytyksistä ja mahdollisuuksista, Liiketaloudellinen aikakauskirja 2/1956 teoksessa *Eero Artto: Laskentatoimi, Rahoitus I artikkelikokoelma* (1974). Helsinki: Gaudeamus.
16. Hoy, F., McDougall, P.P. & Douza, D.E. 1992. *Strategies and environments of high-growth firms*. Boston: PWS- Kent Publishing.
17. Ihamuotila, Mika 1989. *Yrityksen kasvu ja kannattavuus johdon valintana*. Helsingin kauppakorkeakoulu. Pro Gradu- tutkielma.
18. Johansson, Anders 1998. *Empirical essays on financial and real investment behaviour*. Göteborg: Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.
19. Johnson, Gerry & Scholes, Kevan 1993. *Exploring corporate strategy*. New York: Prentice Hall.
20. Kallunki, Juha-Pekka, Kytönen, Erkki & Martikainen, Teppo 1998. *Uusi tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Kauppakaari
21. Kettunen, Pertti 1974. *Yritysten tutkimisesta*. Jyväskylä: K. J. Gummerus.
22. Kettunen, Pertti 1976. *Rahoitus*. Porvoo: Werner Söderström.

23. Kettunen, Pertti, Mäkinen, Vesa & Neilimo, Kari 1976. *Taseanalyysi*. Helsinki: Weilin+ Göös
24. Kettunen, Pertti, Mäkinen, Vesa & Neilimo, Kari 1980. *Tilinpäätösanalyysi* Espoo: Weilin+ Göös.
25. Kinnunen, Juha 1998. *Rahoitus- ja tilinpäätösanalyysit*, Helsingin kauppakorkeakoulun julkaisuja, opetusmonisteita O- 245.
26. Korhonen, Pekka, Lehtonen, Tapani, Niemi, Eero, Salo Seppo & Woivalin Pentti 1994. *Talousmatematiikan ja tilastotieteen alkeita*. Turku: Kelan tutkimuskeskuksen kirjapaino.
27. Koskela, Markku 1978. *Yrityksen tulorahoituksen heilahtelu*, Helsingin kauppakorkeakoulu. Helsingin kauppakorkeakoulun julkaisuja B- 34.
28. Laitinen, Erkki K. 1989. *Yrityksen talouden mittarit*. Espoo: Weilin+ Göös.
29. Laitinen, Erkki K. 1994a. *Tilinpäätöstä arvioimaan*. Vaasa, Sundom: Vaasan yritysinformaatio, COP 1994
30. Laitinen, Erkki K. 1994b. Kasvu on tärkeä toimintaedellytys. *Tilisanomat*, 15. vsk, 1994:5
31. Laitinen, Erkki K. & Luotonen, Eero 1996: *Mitä tilinpäätös kertoo*. Taloustieto.Vantaa. Tummavuoren kirjapaino.
32. Leppiniemi, Jarmo & Puttonen Vesa 1996. *Yrityksen rahoitus*. Porvoo: WSOY.
33. Leppiniemi, Jarmo & Leppiniemi, Raili 1997. *Tilinpäätöksen tulkinta*. Porvoo: WSOY.
34. Lilius, Henrik 1993. *Kasvu ja sen merkitys pienten ja keskisuurten teollisuusyritysten tulorahoituksen riittävyyteen*. Helsingin kauppakorkeakoulu. Pro Gradu- tutkielma.
35. Majala, Reino 1975. *Velankestokyky suppeamistuspohjaisen yrityksen rahoituspolitiikan kannalta*. TuKK:n julkaisuja. Sarja A1;11. Turku.
36. Mintzberg, Henry & Quinn, James 1991. *The strategy process: Concepts, contexts, cases*. Prentice Hall
37. Mononen, Kari 2000. *Ohjelmistoalan yritysten kasvun vaikutus kannattavuuden tunnuslukuihin*. Vaasan yliopisto. Laskentatoimen laitos.
38. Neilimo, Kari 1991. *Mitä taseet kertovat*. Helsinki: Taloustieto.
39. Neilimo, Kari & Uusi- Rauva Erkki 1997. *Johdon laskentatoimi*. Helsinki: Edita
40. Neilimo, Kari & Pekkanen, S. 1996. *Yrityksen kasvu ja taloudelliset toimintaedellytykset- miten erää suomalaiset yritykset ovat kasvaneet vuosina 1986-1993*. Lappeenrannan teknillinen korkeakoulu. Tutkimusraportti 5.
41. Penrose, Edith 1980. *The theory of the growth of the firm*. Oxford: Blackwell.
42. Pihlanto, Pekka 1998. *Yksinkertainen on kaunista; Pitkän aikavälin kannattavuuden estimointimenetelmien simulointivertailu*. Publications of The Turku School of Economics and Business Administration, Series C-1: 1998.
43. Porter, Michael E. 1980. *Competitive strategy: techniques for analysing industries and competitors*. New York: Free Press.
44. Prihti, Aatto 1980. *Yrityksen saneeraus ja toiminnan uudelleensuuntaus*. Espoo: Weilin+ Göös.
45. Rantanen, Hannu 1987. *Kasvu ja rahoitus atk- alan kannattavuuden selittäjinä*. Lappeenrannan teknillinen korkeakoulu. Tuotantotalouden laitos.
46. Renko, Saija 2000. *Kasvunopeuden vaikutus elektroniikka- ja sähköteollisuuden yritysten tunnuslukuihin: pienet ja keskisuuret yritykset vuosina 1995- 1998*. Vaasan yliopisto. Laskentatoimen laitos. Pro Gradu- tutkielma.
47. Ruuhela, Reijo 1988. Määräkö kannattavuus yrityksen kasvuvauhdin. *Tilisanomat*, 1988:3

48. Salmi, Timo 1996. Estimating IRR from published financial statements, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 9, No 1, 63-74.
49. Scherer, F. M. 1980. *Industrial market structure and economic performance*. Boston: Houghton Mifflin.
50. Sonera: Listalleottoesite 1998
51. Sonera: Vuosikertomus 1998
52. Sonera: Vuosikertomus 1999
53. Soveri, Pekka 1983. *Yrityksen taloudellinen ohjaus*. Espoo: Weilin+ Göös.
54. Soveri, Pekka 1989. *Yrityksen taloudellinen ohjaus*. Espoo: Weilin+ Göös
55. Starbuck, W.H. 1971. *Organizational growth and development, selected readings*. Harmondsworth Penguin
56. Stockmann: Vuosikertomus 1996
57. Stockmann: Vuosikertomus 1997
58. Stockmann: Vuosikertomus 1998
59. Stockmann: Vuosikertomus 1999
60. Suvas, Arto 1988. *Yrityksen pitkän aikavälin kannattavuus, kasvu ja rahoituksen riittävyys*. Vaasan korkeakoulun julkaisuja, Tutkimuksia 131.
61. Tastula, Jukka 1991. *Yrityksen kasvunopeuden vaikutus tunnuslukujen välisiin empiirisiin riippuvuuksiin*. Vaasan yliopisto. Laskentatoimen ja menetelmätieteiden laitos. Pro Gradu- tutkielma.
62. Tieto- Enator: Vuosikertomus 1999
63. Tieto- Konserni: Vuosikertomus 1996
64. Tieto- Konserni: Vuosikertomus 1997
65. Tieto- Konserni: Vuosikertomus 1998
66. Tutkimustietokanta 2000: Balance Consulting Oy.
67. UPM- Kymmene: Vuosikertomus 1996
68. UPM- Kymmene: Vuosikertomus 1997
69. UPM- Kymmene: Vuosikertomus 1998
70. UPM- Kymmene: Vuosikertomus 1999
71. Uusi- Rauva, Erkki 1982. *Yrityksen ohjauksen tunnuslukujärjestelmä*. Helsingin teknillinen korkeakoulu
72. Vehmanen, Petri 1979. *Mittaamisen teorian soveltuvuudesta taseanalyysin teoriaksi*. Tampereen yliopisto.
73. Vuokila, Mika 1999. *Pk-yrityksen hallitun kasvun mallin kehittäminen ja sen soveltaminen erääseen muoviteollisuuden pk-yritykseen*. Vaasan yliopisto. Laskentatoimen laitos. Pro Gradu- tutkielma.
74. Wiklund, Johan 1998. *Small firm growth and performance: Entrepreneurship and beyond*. Jönköping International Business School.
75. Wright, P. , Pringle, C. & Kroll, M. 1992. *Strategic Management: Text and Cases*. Boston. Allyn & Bacon, Inc.
76. Yli- Räisänen, Ilkka 1985. *Yrityksen velkaantumispoliittikan muodostuminen: teoreettinen viitekehys*. Turun kauppakorkeakoulu. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja Sarja A
77. Yritystutkimusneuvottelukunta 1999. *Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi*. Helsinki

Muut lähteet

Aho, Teemu: "Kasvunhallintaraportti". <<http://www.teemuaho.fi/kasvunhallinta-raportti.html>> 18.02.2002

LIITTEET

Liite 1 Kassavirtalaskelmat

SONERA				
Kaikki syötettävät luvut virallisesta tuloslask. ja taseesta	1996	1997	1998	1999
Liikevaihto	1125	1352,4	1623	1849
Myyntisaamiset alussa	215,3	183,3	217	271
Myyntisaamiset lopussa	183,3	216,8	271,0	335
Sisäiset myyntisaamiset alussa	0	0	0	0
Sisäiset myyntisaamiset lopussa	0	0	0	0
Osatuloutuksen saamiset alussa	0	0	0	0
Osatuloutuksen saamiset lopussa	0	0	0	0
Saadut ennakot alussa	4,9	9,4	14	16
Saadut ennakot lopussa	9,4	14,1	16	11
Myyntien kassaanmaksut	1161,5	1323,6	1571	1780
Liiketoiminnan muut tuotot	14,6	18	24	45
Ostot tilikauden aikana	88,8	93,7	116	142
Ostovelat alussa	132,9	101,4	139	187
Ostovelat lopussa	101,4	138,8	187	194
Sisäiset ostovelat alussa	0	0	0	0
Sisäiset ostovelat lopussa	0	0	0	0
Vaihto- omaisuusennakot alussa	0	0	0	0
Vaihto- omaisuusennakot lopussa	0	0	0	0
Kassaperusteiset ostot	120,3	56,3	68	135
Ulkopuoliset palvelut, vuokrat	261	352,2	407	478
Henkilöstökulut	235,1	256,7	309	340
Liiketoiminnan muut kulut	139,8	172,9	228	266
Liiketoiminnan kulut	635,9	781,7	944	1084
Siirtovelat alussa	120,9	102,8	139	158
Siirtovelat lopussa	102,8	139,3	158	172
Siirtosaamiset alussa	11,3	15	24	16
Siirtosaamiset lopussa	15	23,7	16	42
Muut lyhytaikaiset korottomat velat alussa	1,5	1,5	3	3
Muut lyhytaikaiset korottomat velat lopussa	1,5	3	3	6
Pakolliset varaukset alussa	0	0	0	0
Pakolliset varaukset lopussa	0	0	0	0
Kassaperusteiset liiketoiminnan kulut	657,8	752,5	917	1093
Valmistus omaan käyttöön	0	0	0	0
Toimintajäämä	398,1	532,8	610	597
Rahoitustuotot	10,4	8,6	114	41
Rahoituskulut	2,7	6,1	125	41
Verot	54,2	89,1	76	140
Osingot/yksityiskäyttö	28,1	37,8	132	61
Satunnaiset tuotot	0	0	0	0
Satunnaiset kulut	0	0	0	0
Rahoitusjäämä	323,6	408,4	391	396
Pysyvien vastaavien aineett. ja aineelliset hyöd. tilikauden lopussa	973,5	1132,6	1176	1228
Edelliseen sisältyvät arvonorotukset tilikauden lopussa	0	0	0	0
Tehdyt poistot	242,4	204	261	281
Pysyvien vastaavien aineett. ja aineelliset hyöd. tilikauden alussa	847,7	977,3	1132	1200
Edelliseen sisältyvät arvonorotukset tilik. alussa	0	0	0	0
Investoinnit netto	368,2	359,2	305	309
Sijoitukset ja pitkäaikaiset saamiset tilikauden lopussa	229,2	261,9	1171	1589
Osakkeisiin sisältyvät arvonorotukset tilikauden lopussa	0	0	0	0
Arvon alentumiset pysyvien vastaavien sijoituksista	0	0	0	0
Sijoitukset ja pitkäaikaiset saamiset tilikauden alussa	90	225	262	1171
Osakkeisiin sisältyvät arvonorotukset tilikauden alussa	0	0	0	0
Sijoitusten ja pitkäaikaisien saamisten muutos	139,3	36,8	909	418
Investointijäämä	-183,8	12,3	-823,0	-331,0

Pitkäaikainen vieras pääoma lopussa	70,5	198,8	803	1144
Pitkäaikainen vieras pääoma alussa	45,6	25,4	199	803
Pitkäaikaisen vieraan pääoman muutos	24,9	173,4	604	341
Joukkovelkakirjat alussa	0	0	0	0
Joukkovelkakirjat lopussa	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat alussa	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat lopussa	0	0	0	0
Eläkelainat alussa	0	0	0	0
Eläkelainat lopussa	0	0	0	0
Rahoitusvekselit alussa	52,8	40,5	2	135
Rahoitusvekselit lopussa	40,5	2,4	135	172
Velat saman konsernin yrityksille (pl. ostovelat) alussa	0	0	0	0
Velat saman konsernin yrityksille (pl. ostovelat) lopussa	0	0	0	0
Velat omistusyhteisyrietyksille (pl. ostovelat) alussa	0	0	0	0
Velat omistusyhteisyrietyksille (pl. ostovelat) lopussa	0	0	0	0
Lyhytaikaisen korollisen vieraan pääoman muutos	-12,3	-38,2	133	37
Maksullinen oma pääoma alussa	0	0	0	0
Maksullinen oma pääoma lopussa	0	0	14	0
Oman pääoman maksullinen muutos	0	0	14	0
Taseen lyh.aik. saamiset (pl. mysa, sis. mysa, siirtosaam.) alussa	2,5	2	40	5
Taseen lyh.aik. saamiset (pl. mysa, sis. mysa, siirtosaam.) lopussa	2	40	5	27
Muiden lyhytaikaisten saamisten muutos	0,5	-38	35	-22
Rahat, pankkisaamiset ja rah.arvopaperit alussa	201,2	30,1	441	93
Rahat, pankkisaamiset ja rah.arvopaperit lopussa	30,1	145,1	407	115
Likvidien varojen muutos	171	-115	34	-22
0	0,3	-5,5	-3	3

STOCKMANN				
Kaikki syötettävät luvut virallisesta tuloslask. ja taseesta	1996	1997	1998	1999
Liikevaihto	1036,8	1160,5	1216,5	1319,6
Myyntisaamiset alussa	116,5	130,1	138,9	147,4
Myyntisaamiset lopussa	130,1	138,9	147,4	154,4
Sisäiset myyntisaamiset alussa	0	0	0	0
Sisäiset myyntisaamiset lopussa	0	0	0	0
Osatuloutuksen saamiset alussa	0	0	0	0
Osatuloutuksen saamiset lopussa	0	0	0	0
Saadut ennakot alussa	0	0	0	0
Saadut ennakot lopussa	0	0	0	0
Myynnin kassaanmaksut	1023,2	1151,7	1208	1312,6
Liiketoiminnan muut tuotot	2,5	5,3	7	32,5
Ostot tilikauden aikana	742,1	819,2	875,2	943,8
Ostovelat alussa	62,9	66,5	70,6	74,5
Ostovelat lopussa	66,5	70,6	74,5	92,5
Sisäiset ostovelat alussa	0	0	0	0
Sisäiset ostovelat lopussa	0	0	0	0
Vaihto- omaisuusennakot alussa	0	0	0	0
Vaihto- omaisuusennakot lopussa	0	0	0	0
Kassaperusteiset ostot	738,5	815,1	871,3	925,8
Ulkopuoliset palvelut, vuokrat	34,6	34,3	0	0
Henkilöstökulut	143	150,6	161,2	166,9
Liiketoiminnan muut kulut	76,7	84,3	130,5	143,1
Liiketoiminnan kulut	254,4	269,1	291,7	310
Siirtovelat alussa	41,1	47	50,3	34,4
Siirtovelat lopussa	47	50,3	34,4	39,3
Siirtosaamiset alussa	13,1	13,6	10,4	9,7
Siirtosaamiset lopussa	13,6	10,4	9,7	10,1
Muut lyhytaikaiset korottomat velat alussa	5,6	8,5	4,1	15,6
Muut lyhytaikaiset korottomat velat lopussa	8,5	4,1	15,6	22,9
Pakolliset varaukset alussa	0	0	0	0
Pakolliset varaukset lopussa	0	0	0	0
Kassaperusteiset liiketoiminnan kulut	246,1	267,1	295,4	298,2
Valmistus omaan käyttöön	0	0	0	0
Toimintajäämä	41,2	74,8	48,3	121,1
Rahoitustuotot	12	13,3	14,2	12,5
Rahoituskulut	7,9	9,9	9,9	7,6
Verot	16,5	19,8	13	28,1
Osingot/yksityiskäyttö	17,0	18,3	21,9	43,2
Satunnaiset tuotot	2,4	0	0	0
Satunnaiset kulut	2,3	0	0	0
Rahoitusjäämä	11,8	40,2	17,7	54,7
Pysyvien vastaavien aineett. ja aineelliset hyöd. tilikauden lopussa	217,7	241,7	291,6	289,9
Edelliseen sisältyvät arvonorotukset tilikauden lopussa	32,4	32,4	32,4	32,4
Tehdyt poistot	18,9	20,3	21	26,7
Pysyvien vastaavien aineett. ja aineelliset hyöd. tilikauden alussa	201,8	217,7	241,7	291,6
Edelliseen sisältyvät arvonorotukset tilik. alussa	32,4	32,4	32,4	32,4
Investoinnit netto	34,8	44,2	70,9	25
Sijoitukset ja pitkäaikaiset saamiset tilikauden lopussa	44,5	47	52	42,6
Osakkeisiin sisältyvät arvonorotukset tilikauden lopussa	0	0	0	0
Arvonalentumiset pysyvien vastaavien sijoituksista	0	0	2,4	0
Sijoitukset ja pitkäaikaiset saamiset tilikauden alussa	31,7	44,5	44,3	52
Osakkeisiin sisältyvät arvonorotukset tilikauden alussa	0	0	0	0
Sijoitusten ja pitkäaikaisten saamisten muutos	12,7	2,5	10,1	-9,4
Investointijäämä	-35,7	-6,6	-63,3	39,1

Pitkäaikainen vieras pääoma lopussa	111,3	113,8	86,1	18,1
Pitkäaikainen vieras pääoma alussa	59	111,3	113,8	86,1
Pitkäaikaisen vieraan pääoman muutos	52,3	2,4	-27,7	-68
Joukkovelkakirjat alussa	0	0	0	0
Joukkovelkakirjat lopussa	0	0	0	50,5
Vaihtovelkakirjalainat alussa	21,7	15,1	18,8	17,8
Vaihtovelkakirjalainat lopussa	15,1	18,8	17,9	16,9
Eläkelainat alussa	4	4,2	3,8	2,5
Eläkelainat lopussa	4,2	3,8	2,5	0,3
Rahoitusvekselit alussa	0	0,1	0,1	2
Rahoitusvekselit lopussa	0,1	0,1	2,0	3,3
Velat saman konsernin yrityksille (pl. ostovelat) alussa	0	0	0	0
Velat saman konsernin yrityksille (pl. ostovelat) lopussa	0	0	0	0
Velat omistusyhteisyriksille (pl. ostovelat) alussa	0	0	0	0
Velat omistusyhteisyriksille (pl. ostovelat) lopussa	0	0	0	0
Lyhytaikaisen korollisen vieraan pääoman muutos	-6,2	3,3	-0,3	48,7
Maksullinen oma pääoma alussa	132,6	134,6	133,8	86,4
Maksullinen oma pääoma lopussa	134,6	135,1	235,9	86,4
Oman pääoman maksullinen muutos	1,9	0,6	102,1	0
Taseen lyh.aik. saamiset (pl. mysa, sis. mysa, siirtosaam.) alussa	0	3	6,9	17,3
Taseen lyh.aik. saamiset (pl. mysa, sis. mysa, siirtosaam.) lopussa	3	4,2	17,2	11,5
Muiden lyhytaikaisten saamisten muutos	-3	-1,2	-10,3	5,8
Rahat, pankkisaamiset ja rah.arvopaperit alussa	57,3	65,4	64	64,3
Rahat, pankkisaamiset ja rah.arvopaperit lopussa	65,4	64,0	64,4	85,4
Likvidien varojen muutos	-8,1	1,4	-0,4	-21,1
0	1,2	-0,1	0,1	4,5

TIETOENATOR

Kaikki syötettävät luvut virallisesta tuloslask. ja taseesta	1996	1997	1998	1999
Liikevaihto	345,6	409,2	473,1	1229,1
Myyntisaamiset alussa	49,9	48,6	47	183,3
Myyntisaamiset lopussa	48,6	47,0	63,9	237,5
Sisäiset myyntisaamiset alussa	0	0	0	0
Sisäiset myyntisaamiset lopussa	0	0	0	0
Osatuloutuksen saamiset alussa	0	0	0	0
Osatuloutuksen saamiset lopussa	0	0	0	0
Saadut ennakot alussa	1,8	1,1	0,8	6,2
Saadut ennakot lopussa	1,1	0,8	1,2	10,6
Myyntin kassaanmaksut	346,2	410,4	456,7	1179,4
Liiketoiminnan muut tuotot	2,6	3,9	3	27
Ostot tilikauden aikana	45,5	50,7	28,1	214,2
Ostovelat alussa	15,5	13,2	12,4	44,3
Ostovelat lopussa	13,2	12,4	10,5	66,5
Sisäiset ostovelat alussa	0	0	0	0
Sisäiset ostovelat lopussa	0	0	0	0
Vaihto- omaisuusennakot alussa	0	0	0	0
Vaihto- omaisuusennakot lopussa	0	0	0	0
Kassaperusteiset ostot	47,8	51,5	30	192
Ulkopuoliset palvelut, vuokrat	46,9	51,8	65,3	0
Henkilöstökulut	148,6	176,9	212,8	606,1
Liiketoiminnan muut kulut	53,8	59,7	70,8	272,4
Liiketoiminnan kulut	249,2	288,4	349,0	878,6
Siirtovelat alussa	87,6	57,1	58,8	135,8
Siirtovelat lopussa	57,1	58,8	71,9	171,2
Siirtosaamiset alussa	10,7	12,9	11,0	57,2
Siirtosaamiset lopussa	12,9	11	14,6	60,1
Muut lyhytaikaiset korottomat velat alussa	3,9	1,9	1,3	27,4
Muut lyhytaikaiset korottomat velat lopussa	1,9	4,9	2,3	27,3
Pakolliset varaukset alussa	0	1,1	2,4	22,8
Pakolliset varaukset lopussa	1,1	2,4	4,9	28,1
Kassaperusteiset liiketoiminnan kulut	282,8	280,6	335,9	840,9
Valmistus omaan käyttöön	0,0	0,0	0,1	0,3
Toimintajäämä	18,1	82,2	93,8	173,8
Rahoitustuotot	4,5	1,8	2,7	4,6
Rahoituskulut	1,5	1,2	1,8	3,4
Verot	11,9	15,7	21,3	27,8
Osingot/yksityiskäyttö	4,2	8,3	15,9	33,5
Satunnaiset tuotot	0	0	0	0
Satunnaiset kulut	0	0	0	0
Rahoitusjäämä	5	58,8	57,5	113,7
Pysyvien vastaavien aineett. ja aineelliset hyöd. tilikauden lopussa	96,3	117,5	126,6	233,6
Edelliseen sisältyvät arvonorotukset tilikauden lopussa	0	0	0	0
Tehdyt poistot	23,3	28,0	28,5	56,8
Pysyvien vastaavien aineett. ja aineelliset hyöd. tilikauden alussa	102,8	96,3	119,2	190,4
Edelliseen sisältyvät arvonorotukset tilik. alussa	0	0	0	0
Investoinnit netto	16,8	49,3	35,9	100
Sijoitukset ja pitkäaikaiset saamiset tilikauden lopussa	20,9	16,1	23,3	30,4
Osakkeisiin sisältyvät arvonorotukset tilikauden lopussa	0	0	0	0
Arvon alentumiset pysyvien vastaavien sijoituksista	0	0,1	0,2	0,2
Sijoitukset ja pitkäaikaiset saamiset tilikauden alussa	20,6	21,3	16,1	24,3
Osakkeisiin sisältyvät arvonorotukset tilikauden alussa	0	0	0	0
Sijoitusten ja pitkäaikaisten saamisten muutos	0,4	-5,1	7,4	6,2
Investointijäämä	-12,2	14,7	14,2	7,5

Pitkäaikainen vieras pääoma lopussa	5,3	0,3	6,9	26,3
Pitkäaikainen vieras pääoma alussa	9,2	1,6	11,7	8
Pitkäaikaisen vieraan pääoman muutos	-3,9	-1,2	-4,8	18,3
Joukkovelkakirjat alussa	0	0	0	0
Joukkovelkakirjat lopussa	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat alussa	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat lopussa	0	0	0	0
Eläkelainat alussa	0	0	0	0
Eläkelainat lopussa	0	0	0	0
Rahoitusvekselit alussa	3,2	0,8	0,3	0,3
Rahoitusvekselit lopussa	0,8	3,7	0,3	0,4
Velat saman konsernin yrityksille (pl. ostovelat) alussa	0	0	0	0
Velat saman konsernin yrityksille (pl. ostovelat) lopussa	0	0	0	0
Velat omistusyhteisyriksille (pl. ostovelat) alussa	0	0	0	0
Velat omistusyhteisyriksille (pl. ostovelat) lopussa	0	0	0	0
Lyhytaikaisen korollisen vieraan pääoman muutos	-2,4	2,9	0,1	0,1
Maksullinen oma pääoma alussa	0	0	32,4	0
Maksullinen oma pääoma lopussa	0,5	0,1	4,0	2,6
Oman pääoman maksullinen muutos	0,5	0,1	-28,4	2,6
Taseen lyh.aik. saamiset (pl. mysa, sis. mysa, siirtosaam.) alussa	1,8	1,2	0,9	6,5
Taseen lyh.aik. saamiset (pl. mysa, sis. mysa, siirtosaam.) lopussa	1,2	0,9	1,0	6,7
Muiden lyhytaikaisten saamisten muutos	0,6	0,3	-0,1	-0,3
Rahat, pankkisaamiset ja rah.arvopaperit alussa	49,2	32,2	49,4	84,6
Rahat, pankkisaamiset ja rah.arvopaperit lopussa	32,2	49,4	30	113,8
Likvidien varojen muutos	17,1	-17,2	19,4	-29,2
0	-0,4	-0,5	0,4	-1,0

UPM				
Kaikki syötettävät luvut virallisesta tuloslask. ja taseesta	1996	1997	1998	1999
Liikevaihto	8704,9	8477,7	8365	8261
Myyntisaamiset alussa	1243,2	1184,5	1075,1	897
Myyntisaamiset lopussa	1184,5	1075,2	926,9	1093
Sisäiset myyntisaamiset alussa	0	0	0	0
Sisäiset myyntisaamiset lopussa	0	0	0	0
Osatuloutuksen saamiset alussa	0	0	0	0
Osatuloutuksen saamiset lopussa	0	0	0	0
Saadut ennakot alussa	333,5	206,2	28,3	13
Saadut ennakot lopussa	206,4	28,3	13,1	18
Myynnin kassaanmaksut	8636,5	8409,1	8498,0	8070
Liiketoiminnan muut tuotot	145,3	437,6	648,9	622
Ostot tilikauden aikana	3609,1	4346,5	3954,8	3758
Ostovelat alussa	649	631,5	520	492
Ostovelat lopussa	629,9	549	492,3	625
Sisäiset ostovelat alussa	0	0	0	26
Sisäiset ostovelat lopussa	0	0	0	28
Vaihto- omaisuusennakot alussa	80,2	48,9	72,5	68
Vaihto- omaisuusennakot lopussa	48,9	72,5	68,1	53
Kassaperusteiset ostot	3597	4452,6	3978,1	3608
Ulkopuoliset palvelut, vuokrat	841,4	735,5	560	628
Henkilöstökulut	1636,5	1310,2	1406,6	1369
Liiketoiminnan muut kulut	1060,3	693,8	924	899
Liiketoiminnan kulut	3538,2	2739,4	2890,6	2896
Siirtovelat alussa	740,9	718	669,2	600
Siirtovelat lopussa	718,7	669,2	599,8	612
Siirtosaamiset alussa	202,5	215,8	232,9	157
Siirtosaamiset lopussa	215,8	237,8	190,4	254
Muut lyhytaikaiset korottomat velat alussa	168,9	374	487,7	6
Muut lyhytaikaiset korottomat velat lopussa	142	426,9	530	138
Pakolliset varaukset alussa	36,2	74,3	104,4	103
Pakolliset varaukset lopussa	74,3	104,4	103,1	115
Kassaperusteiset liiketoiminnan kulut	3562,4	2727,3	2876,6	2837
Valmistus omaan käyttöön	25,9	19,5	13,0	15
Toimintajäämä	1648	1686	2305	2262
Rahoitustuotot	63,1	39	20,3	84
Rahoituskulut	378,1	435,6	253	213
Verot	112,2	66,4	391,2	367
Osingot/yksityiskäyttö	202,3	129,5	249	290
Satunnaiset tuotot	96,7	0	0	0
Satunnaiset kulut	72,2	0	0	0
Rahoitusjäämä	1043	1094	1432	1476
Pysyvien vastaavien aineett. ja aineelliset hyöd. tilikauden lopussa	6927,7	7022	6881,1	6874
Edelliseen sisältyvät arvonorotukset tilikauden lopussa	567,8	627,1	565,8	567
Tehdyt poistot	544,6	541,2	578,1	585
Pysyvien vastaavien aineett. ja aineelliset hyöd. tilikauden alussa	6552,4	6927,7	7022	6882
Edelliseen sisältyvät arvonorotukset tilik. alussa	567,8	652,3	566,5	585
Investoinnit netto	919,8	660,8	437,8	595
Sijoitukset ja pitkäaikaiset saamiset tilikauden lopussa	1234,8	1523,3	1929,6	1878
Osakkeisiin sisältyvät arvonorotukset tilikauden lopussa	0	0	187,2	164
Arvon alentumiset pysyvien vastaavien sijoituksista	0	0	1,7	31
Sijoitukset ja pitkäaikaiset saamiset tilikauden alussa	1178,3	1234,8	1523,3	1640
Osakkeisiin sisältyvät arvonorotukset tilikauden alussa	0	0	187,4	188
Sijoitusten ja pitkäaikaisen saamisen muutos	56,5	288,4	408,2	293
Investointijäämä	66,9	144,5	586,2	588

Pitkäaikainen vieras pääoma lopussa	3901,1	3571,6	3038,5	2886
Pitkäaikainen vieras pääoma alussa	4383,7	3901,1	3155,7	3006
Pitkäaikaisen vieraan pääoman muutos	-482,5	-329,5	-117,2	-120
Joukkovelkakirjat alussa	0	0	16,5	0
Joukkovelkakirjat lopussa	0	0	0	71
Vaihtovelkakirjalainat alussa, lainat rah. laitoksilta	261,5	801,6	1000,7	626
Vaihtovelkakirjalainat lopussa	801,6	703,2	626,2	292
Eläkelainat alussa	325,8	98,6	44,1	48
Eläkelainat lopussa	232,1	200,5	48,3	68
Rahoitusvekselit alussa	83,4	98,6	200,5	598
Rahoitusvekselit lopussa	98,6	200,5	73,7	368
Velat saman konsernin yrityksille (pl. ostovelat) alussa	0	0	0	0
Velat saman konsernin yrityksille (pl. ostovelat) lopussa	0	0	0	0
Velat omistusyhteisy yrityksille (pl. ostovelat) alussa	37	37,5	63,4	37
Velat omistusyhteisy yrityksille (pl. ostovelat) lopussa	36,8	37,8	63,4	17
Lyhytaikaisen korollisen vieraan pääoman muutos	461,3	105,8	-513,6	-493
Maksullinen oma pääoma alussa	449,7	575,7	556,2	467
Maksullinen oma pääoma lopussa	456,0	588,6	578,4	448
Oman pääoman maksullinen muutos	6,2	13	22,2	-19
Taseen lyh.aik. saamiset (pl. mysa, sis. mysa, siirtosaam.) alussa	186,7	151,2	103,3	132
Taseen lyh.aik. saamiset (pl. mysa, sis. mysa, siirtosaam.) lopussa	151,2	113,2	108,8	184
Muiden lyhytaikaisten saamisten muutos	35,5	38	-5,6	-52
Rahat, pankkisaamiset ja rah.arvopaperit alussa	374,2	459	449,7	413
Rahat, pankkisaamiset ja rah.arvopaperit lopussa	459	434,8	422,5	321
Likvidien varojen muutos	-84,8	24,2	27,2	92
0	2,7	-4	-0,7	-4

Liite 2 Kohdeyritysten tunnuslukuja

YRITYS		SONERA			
VALUUTTA EURO					
KOHDVUOS		1996	1997	1998	1999
LVAIHTO		1079211	1352399	1622677	1849000
KASVUN MITTARIT					
LIIKEVAIHDONKASVU-%		13,1	25,3	20	13,9
LV:N TASOIT. KASVU-%					19,5
LV:N KASVU-%:N KESKIHAJ.					5,7
KANNATT. MITTARIT					
KOKO PO:N TUOTTO-%		14,6	18,5	14,3	14,4
OMAN PO:N TUOTTO-%		17	20,1	18,1	21,7
TULOSEN RAKENNE					
NETTOTULOS-%		12,06	16,04	15,30	19,09
VAKAVARAIUUS					
OMAVARAIUUSASTE %		61,20	67,40	46,40	45,70
VELK.TMA v.		0,61	0,41	1,69	2,04
MAKSUVALMIUS					
RAH.TULOS-%		35,10	31,12	33,66	34,29
QUICK RATIO		1	1,5	0,8	1
KASSAVIRTALUVUT					
TOIMINTAJÄÄMÄ/KASSA-MYYNTITULOT		34 %	40 %	39 %	34 %
INVESTOINTIEN TULORAHOITUSOSUUS					
RAHOITUSJÄÄMÄ/INV.MAKSUT		60 %	103 %	32 %	54 %

YRITYS		STOCKMANN			
VALUUTTA EURO					
KOHDVUOS		1996	1997	1998	1999
LVAIHTO		1036794	1160497	1216537	1319586
KASVUN MITTARIT					
LIIKEVAIHDONKASVU-%		18,2	11,9	4,8	8,5
LV:N TASOIT. KASVU-%					7,4
LV:N KASVU-%:N KESKIHAJ.					5,1
KANNATT. MITTARIT					
KOKO PO:N TUOTTO-%		10,2	11,7	9,1	8,1
OMAN PO:N TUOTTO-%		10,7	13,3		7,4
TULOSEN RAKENNE					
NETTOTULOS-%		3,32	3,97	3,47	2,80
VAKAVARAIUUS					
OMAVARAIUUSASTE %		53,90	55,50	65,00	65,20
VELK.TMA v.		2,45	2,06	1,71	1,40
MAKSUVALMIUS					
RAH.TULOS-%		5,14	5,72	5,22	4,82
QUICK RATIO		1,5	1,5	1,6	1,2
KASSAVIRTALUVUT					
TOIMINTAJÄÄMÄ/KASSA-MYYNTITULOT		4 %	6 %	4 %	9 %
INVESTOINTIEN TULORAHOITUSOSUUS					
RAHOITUSJÄÄMÄ/INV.MAKSUT		25 %	86 %	22 %	351 %

YRITYS	TIETOENATOR			
VALUUTTA EURO				
KOHDVUOS	1996	1997	1998	1999
LVAIHTO	345602	409192	473130	1229057
	KASVUN MITTARIT			
LIIKEVAIHDONKASVU-%	78,9	18,4	15,6	159,8
LV:N TASOIT. KASVU-%				50,2
LV:N KASVU-%:N KESKIHAJ.				56,4
	KANNATT. MITTARIT			
KOKO PO:N TUOTTO-%	13,8	19,2	29,3	23,4
OMAN PO:N TUOTTO-%	17	22,3	32,4	27,3
	TULOKSEN RAKENNE			
NETTOTULOS-%	6,00	7,74	10,70	5,74
	VAKAVARAIUUS			
OMAVARAIUUSASTE %	54,60	58,00	53,90	50,10
VELK. TMA v.	0,18	0,22	0,12	0,29
	MAKSUVALMIUS			
RAH. TULOS-%	12,75	14,59	16,67	10,26
QUICK RATIO	1,3	1,5	1,33	1,6
	KASSAVIRTALUVUT			
TOIMINTAJÄÄMÄ/KASSA-MYYNTITULOT	5 %	20 %	21 %	15 %
	INVESTOINTIEN TULORAHOITUSOSUUS			
RAHOITUSJÄÄMÄ/INV. MAKSUT	29 %	133 %	133 %	107 %

YRITYS	UPM-KYMMENE			
VALUUTTA EURO				
KOHDVUOS	1996	1997	1998	1999
LVAIHTO	8704903	8477681	8364827	8261000
	KASVUN MITTARIT			
LIIKEVAIHDONKASVU-%	-5,4	-2,6	-1,3	-1,2
LV:N TASOIT. KASVU-%				-1,6
LV:N KASVU-%:N KESKIHAJ.				6,9
	KANNATT. MITTARIT			
KOKO PO:N TUOTTO-%	7,6	8	9,5	8,9
OMAN PO:N TUOTTO-%	10,9	9,5	12,6	10,6
	TULOKSEN RAKENNE			
NETTOTULOS-%	4,93	4,86	7,27	6,79
	VAKAVARAIUUS			
OMAVARAIUUSASTE %	36,30	40,00	45,10	47,80
VELK. TMA v.	5,12	5,01	3,54	3,13
	MAKSUVALMIUS			
RAH. TULOS-%	11,19	11,32	14,42	14,22
QUICK RATIO	0,6	0,6	0,7	0,8
	KASSAVIRTALUVUT			
TOIMINTAJÄÄMÄ/KASSA-MYYNTITULOT	19 %	20 %	27 %	28 %
	INVESTOINTIEN TULORAHOITUSOSUUS			
RAHOITUSJÄÄMÄ/INV. MAKSUT	107 %	115 %	169 %	166 %

Liite 3 Donaldsonin mallin kasvuluvut

Donaldsonin mallin antama liikevaihdon sallittu kasvu

	SONERA			
	1996	1997	1998	1999
G(S)	21,12	26,75	16,14	28,50
RONA	0,19	0,24	0,19	0,19
r	0,78	0,83	0,47	0,83
d	0,56	0,37	0,91	0,94
i	0,05	0,02	0,02	0,02
TOT. LVKASVU-%	13,1	25,3	20	13,9

	STOCKMAN			
	1996	1997	1998	1999
G(S)	10,39	13,52	6,78	0,00
RONA	0,14	0,15	0,12	0,10
r	0,51	0,60	0,48	0,00
d	0,76	0,72	0,48	0,48
i	0,05	0,06	0,07	0,23
TOT. LVKASVU-%	18,2	11,9	4,8	8,5

	TIETO-ENATOR			
	1996	1997	1998	1999
G(S)	24,21	33,66	40,23	16,39
RONA	0,26	0,32	0,44	0,26
r	0,80	0,74	0,73	0,42
d	0,61	0,55	0,66	0,79
i	0,18	0,07	0,27	0,09
TOT. LVKASVU-%	78,9	18,4	15,6	159,8

	UPM			
	1996	1997	1998	1999
G(S)	5,08	5,04	6,78	5,31
RONA	0,10	0,10	0,12	0,11
r	0,53	0,51	0,59	0,48
d	1,73	1,35	1,05	0,90
i	0,06	0,05	0,05	0,04
TOT. LVKASVU-%	-5,4	-2,6	-1,3	-1,2

Liite 4 Kinnusen mallin antamat kasvuluvut

Kinnusen mallin mukainen liikevaihdon sallittu kasvu

SONERA

	1996	1997	1998	1999	96-99
E v. 0	689166	851737	1322798	1427243	689166
D v. 0	415003	477267	485222	1298411	415003
S v. 0	1079211	1352399	1622677	1849000	954466
b	0,78	0,83	0,47	0,83	0,72
NP/S	0,12	0,16	0,15	0,19	0,16
D/E	0,60	0,56	0,37	0,91	0,60
A/S	1,17	1,28	1,45	1,92	3,39
SGR	14,83 %	19,20 %	7,23 %	18,62 %	5,80 %
Tot.kasvu	13,10 %	25,30 %	20 %	13,90 %	18,01 %

STOCKMAN

	1996	1997	1998	1999	96-99
E v. 0	310409	331024	363471	489444	310409
D v. 0	194274	252904	261532	232907	194274
S v. 0	1036794	1160497	1216537	1319586	876898
b	0,51	0,60	0,48	0,00	0,48
NP/S	0,03	0,04	0,03	0,03	0,03
D/E	0,63	0,76	0,72	0,48	0,63
A/S	0,61	0,59	0,56	0,62	0,56
SGR	4,69 %	7,67 %	5,35 %	0,00 %	4,84 %
Tot.kasvu	18,20 %	11,90 %	4,80 %	8,50 %	8,37 %

TIETO-ENATOR

	1996	1997	1998	1999	96-99
E v. 0	112263	129807	155478	336284	112263
D v. 0	121234	79442	85195	221897	121234
S v. 0	345602	409192	1079233	1229057	193204
b	0,80	0,74	0,73	0,42	0,70
NP/S	0,06	0,08	0,07	0,05	0,06
D/E	1,08	0,61	0,55	0,66	1,08
A/S	1,31	0,70	0,65	0,55	0,56
SGR	8,24 %	15,20 %	13,36 %	6,36 %	18,44 %
Tot.kasvu	78,90 %	18,40 %	15,60 %	159,80 %	50,72 %

UPM

	1996	1997	1998	1999	96-99
E v. 0	3592648	3875191	4541242	5124350	3592648
D v. 0	6885109	6686647	6119332	5390928	6885109
S v. 0	8704903	8477681	8364827	8261000	9206271
b	0,53	0,51	0,59	0,48	0,71
NP/S	0,05	0,05	0,07	0,07	0,06
D/E	1,92	1,73	1,35	1,05	1,92
A/S	1,22	1,31	1,35	1,34	-0,48
SGR	6,65 %	5,41 %	8,04 %	5,29 %	-20,40 %
Tot.kasvu	-5,40 %	-2,60 %	-1,30 %	-1,20 %	-1,73 %

Liite 5 Ahon mallin antamat kasvuluvut

Ahon mallin mukaiset liikevaihdon sallitut kasvuprosentit

	SONERA	STOCKMAN	UPM	T-Enator
1996-1999 Keskimäär. lv:n kasvu	18,01 %	8,37 %	-1,73 %	52,64
1996-1999 v= nettotulosprosentti	0,161	0,034	0,059	0,060
1996-1999 b= osingonjakosuhte	0,273	0,629	0,470	0,360
1996 e= omavaraisuusaste	0,612	0,539	0,36	0,546
1996-1999 h= investointiaste	2,78	0,305	0,905	0,209
G =	7,37	8,23	10,62	50,72

Liite 6 Kohdeyritysten kasvulukuja

Yritysten kasvulukuja

SONERA

	1996	1997	1998	1999
taseen kasvu%	24 %	42 %	59 %	28 %
VOM:n kasvu%	37 %	-14 %	49 %	61 %
KOM:n kasvu%	29 %	18 %	3 %	3 %
investointien kasvu%	15 %	-2 %	213 %	-40 %
henkilöstön kasvu%	6 %	8 %	8 %	8 %

STOCKMANN

	1996	1997	1998	1999
taseen kasvu%	15 %	7 %	15 %	3 %
VOM:n kasvu%	22 %	7 %	15 %	6 %
KOM:n kasvu%	7 %	10 %	18 %	-2 %
investointien kasvu%	22 %	-5 %	62 %	-25 %
henkilöstön kasvu%	10 %	5 %	6 %	9 %

TIETOENATOR

	1996	1997	1998	1999
taseen kasvu%	-10 %	13 %	7 %	170 %
VOM:n kasvu%	-43 %	-67 %	482 %	6 %
KOM:n kasvu%	-10 %	25 %	11 %	67 %
investointien kasvu%	-81 %	159 %	-2 %	147 %
henkilöstön kasvu%	79 %	18 %	15 %	127 %

UPM-KYMMENE

	1996	1997	1998	1999
taseen kasvu%	2 %	0 %	-2 %	4 %
VOM:n kasvu%	-15 %	-23 %	1 %	-4 %
KOM:n kasvu%	7 %	1 %	-2 %	0 %
investointien kasvu%	23 %	31 %	-48 %	-14 %
henkilöstön kasvu%	-2 %	-15 %	-10 %	-6 %