

# Jatkuuko laimea investointitoiminta?

Syksyn 2004 palkkaratkaisun ansiosta yritysten keskimääräinen kannattavuus pysyy lähitulevaisuudessa hyvänä, ellei kansainvälinen talous ajaudu uudestaan taantumaan. Mutta jatkuuko laimea investointitoiminta?

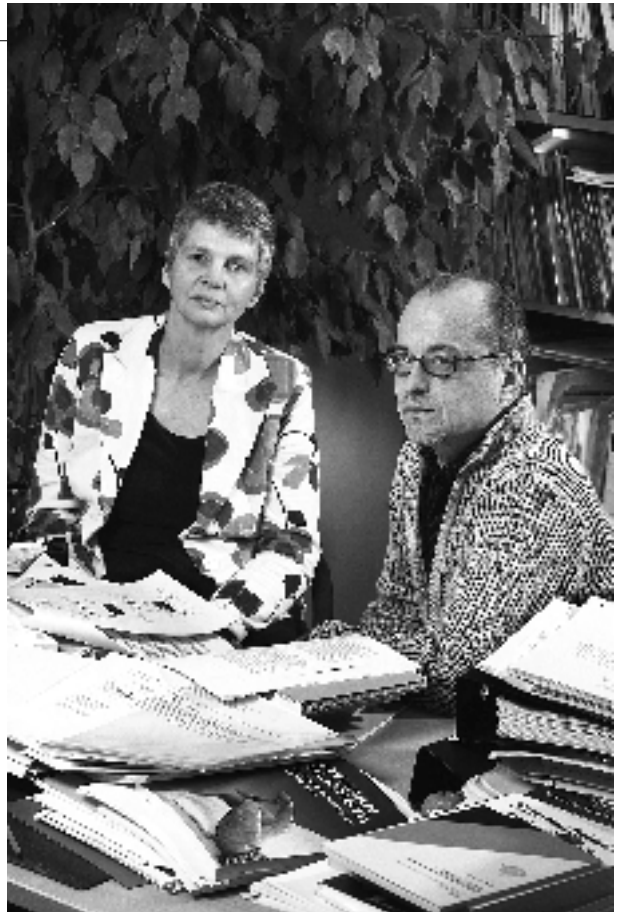
Ritva Pitkänen  
KTM  
ritva.pitkanen@kolumbus.fi

Pekka Sauramo  
Erikoistutkija  
Palkansaajien tutkimuslaitos  
pekka.sauramo@labour.fi

Laimeasta investointitoiminnasta ei kannattaisi kantaa suurta huolta, ellei se vaikuttaisi oleellisesti keskeisimmän talouspoliittisen huolenaiheen, joukkotyöttömyyden, kehitykseen. Työttömyys ei voi Suomessa alentua oleellisesti, elleivät yritykset investoi koneisiin, laitteisiin ja rakennuksiin nykyistä selvästi enemmän.

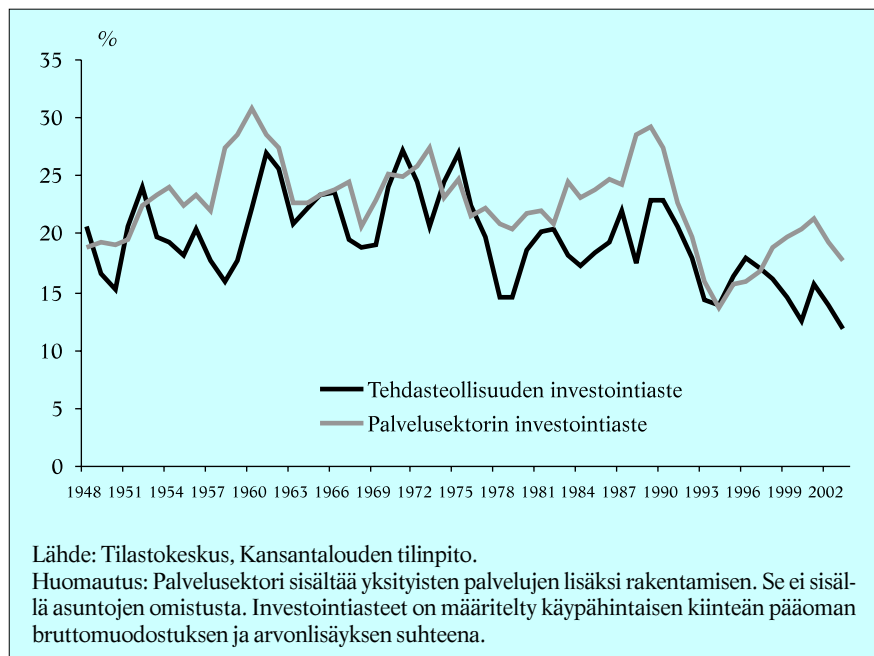
Historiaan verrattuna investointitoiminta on Suomessa ollut viimeisen run-

saan kymmenen vuoden aikana todella laimeaa (kuvio 1). On ymmärrettävää, että investoinnit romahtivat lama-vuosina. Sen sijaan on hämmäntävää, että ne ovat pysyneet alhaisina myös talouden käännyttyä nousuun. Ei edes 1990-luvun lopun nousukausi muuttanut tilannetta. Teollisuudessa saavutettiin vuonna 2003 investointien laimeudessa pohjanoteeraus. Palvelualoilla investoinnit elpyivät lama-ajan pahim-

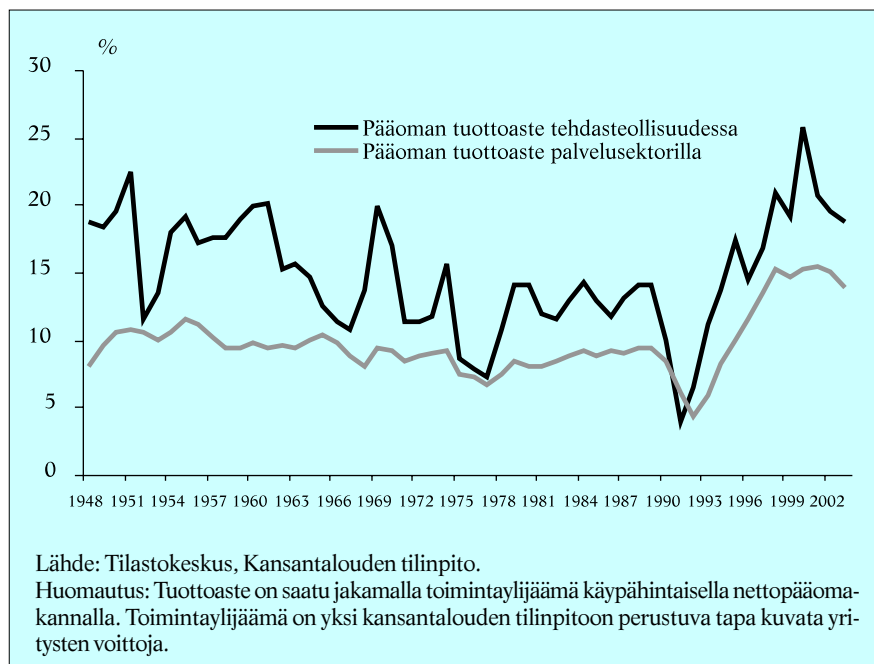


*Ennen eläkkeelle siirtymistään Ritva Pitkänen toimi 12 vuotta auktorisoituna KHT-tilintarkastajana PricewaterhouseCoopersilla tarkastaen eri toimialojen yrityksiä. Pekka Sauramo on viimeaikaisissa tutkimuksissaan keskittynyt funktionaaliseen tulonjakoon ja investointeihin.*

Kuvio 1.  
Investointiaste teollisuudessa ja palvelusektorilla 1948–2003.



Kuvio 2.  
Pääoman tuottoaste teollisuudessa ja palvelusektorilla 1948–2003.



man vaiheen jälkeen, mutta niilläkin investointitoiminta on ollut historiaan verrattuna vaisua. Vuosituhannen vaihteessa investointiaste oli palvelualoilla suunnilleen samalla tasolla kuin 1970-luvun puolivälin taantumassa.

Investointipula korostuu, jos sen suhteuttaa yritysten keskimääräiseen kannattavuuteen (kuvio 2). Suomalaisen yritysten keskimääräinen kannattavuus on ollut 1990-luvun puolivälin jälkeen erittäin hyvä. Ajanjaksolla 1948–2003

teollisuuden kannattavuuden huippu saavutettiin vuonna 2000, jolloin heikko euro paransi jo ennestään hyvää vientiteollisuuden kannattavuutta. Siihenastinen huippu ajoittui vuoteen 1951. 1950-luvun alku olikin teollisuuden kannalta poikkeuksellisen hyvää aikaa. Se johtui devalvaatioiden parantaman kilpailukykyyn yhdistymisestä Korean sodan aiheuttamaan kansainvälisen talouden korkeasuhdanteeseen, joka nosti päävientituotteiden hintoja voimakkaasti.

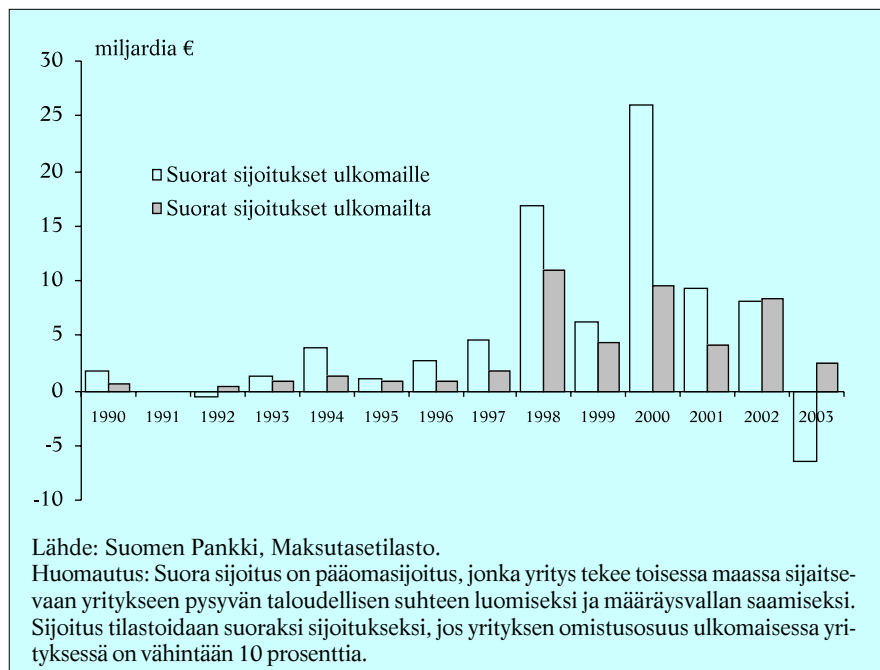
Vaikka teollisuuden kannattavuuslukuja nostaakin selvästi yksi merkittävä toimiala, sähkötekninen teollisuus, yritysten keskimääräinen kannattavuus on ollut erittäin hyvä myös palvelualoilla. Siksi on väärin tulkita hyvien lukujen kuvastavan ainoastaan Nokia-ilmioitä.

Yritysten hyvä keskimääräinen kannattavuus ei kuitenkaan ole näkynyt vilkkaana investointitoimintana, vaikka onkin luontevaa ajatella hyvin menestyvien yritysten myös investoivan keskimääräistä enemmän. Tätä näkemystä ei unohdettu korostaa esimerkiksi viimesyksyisen neuvottelukierroksen aikana. Viime vuosien kokemusten perusteella ei kuitenkaan ole syytä odottaa, että hyvä kannattavuus johtaa jatkossa automaattisesti työllisyyttä parantavaan investointivetoiseen kasvuun. Yritykset toimivat 2000-luvun alun Suomessa toisin kuin esimerkiksi 1970- tai 1980-luvulla.

## Yritykset sijoittavat mutta eivät Suomeen

Jos yritykset eivät ole sijoittaneet voittojaan investointeihin Suomessa, ne ovat käyttäneet hyviä tuloksiaan muilla tavoilla. Suomalaisen yritysten suorat sijoitukset ulkomaille kasvoivat 1990-luvulla rajusti (kuvio 3). Siten tärkeä selitys investointien vähäisyydelle on se, että aiempaa suurempi osuus suomalaisten yritysten sijoituksista on suuntautunut Suomen rajojen ulkopuolelle. Yritykset ovat laajentaneet liiketoimintaansa ja vallanneet uusia markkinoita ulkomailla.

Kuvio 3.  
Suorat sijoitukset 1990–2003.



Vaikka yritykset ovat luonnollisesti toimineet maamme rajojen ulkopuolella aiemminkin, 1990-luku merkitsi kansainvälistymisessä uutta vaihetta. Puhuminen globalisaation aikakaudesta saattaa olla erittäin epämääräistä, mutta kansainvälistymisen uutta vaihetta kuvattaessa globalisaatiota selitystekijänä on mahdotonta välttää. Sitä on mahdotonta unohtaa myöskään selitettäessä Suomen työllisyyskehityksen tiettyjä piirteitä.

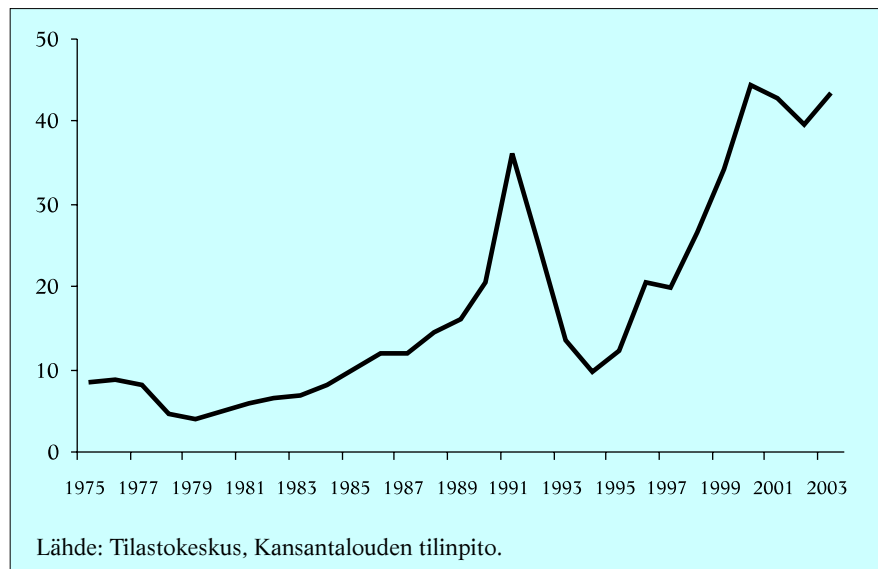
Suomalaiset yritykset ovat työllistäneet enemmän kuin kotimaisten työllisyyslukujen perusteella voisi päätellä, koska huomattava osa työpaikoista on Suomen rajojen ulkopuolella. Runsaassa kymmenessä vuodessa suomalaisten yritysten ulkomailla sijaitsevien tytäryhtiöiden henkilökunta on lisääntynyt noin 200 000 henkilöllä.

### Yritysten voitonjako on muuttunut

Vielä 1970- ja 1980-luvuilla yritykset maksoivat voitoistaan suhteellisen vä-

hän osinkoja. Voivot käytettiin pikeminkin tuotantokapasiteetin laajentamiseen. Viime vuosikymmenellä voitonjako kuitenkin muuttui oleellisesti (kuvio 4). Vielä 1980-luvulla yritykset maksoivat jokaisesta voittona saa-

Kuvio 4.  
Yritysten maksamien osinkojen suhde toimintaylijäämään (%) 1975–2003.



mastaan eurosta osinkona noin 10 senttiä, mutta esimerkiksi ajanjaksolla 1994–2003 ne maksoivat noin 30 senttiä.

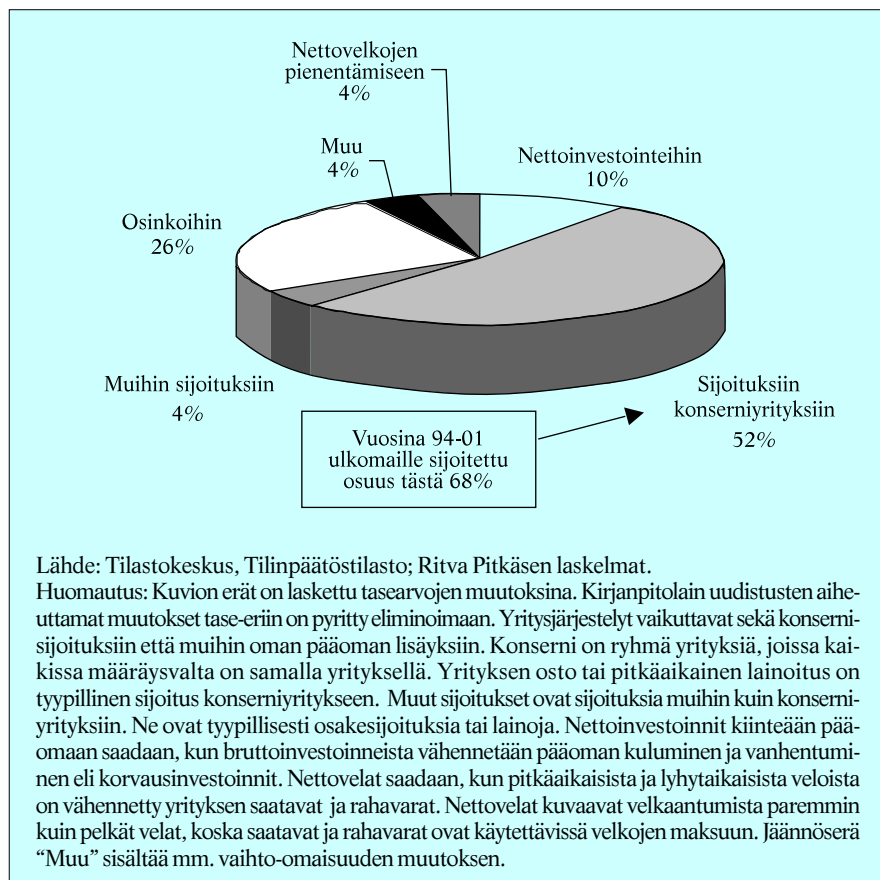
Muutos on ollut niin raju, että se on osaltaan vauhdittanut kotitalouksien välisten tuloerojen kasvua (ks. Riihelän, Sullströmin ja Tuomalan artikkeli tässä lehdessä). On ilmeistä, että muutos on vaikuttanut myös investointeihin. Tuotannollisen pääoman kasvattamisen asemasta yritysten voittoja on jaettu aiempaa selvästi avokätisemmin yritysten omistajille osinkoina.

Vaikka voitonjaon muutos on ollut voimakas, ei ole itsestään selvää, mistä se on johtunut. Yksi selitystekijä on kuitenkin helppo löytää: vuonna 1993 muutettiin pääomatulojen verotusta. Uudistuksen jälkeen kotimaiset osinkotulot ovat olleet saajalleen pääosin verovapaata tuloa Suomessa. Olisi yllättävää, jollei näin isolla muutoksella olisi ollut mitään vaikutusta käyttäytymiseen.

### Rahan käytön tärkeysjärjestys

Vaikka yritysten kansainvälistymistä ja lisääntynyttä osingonjakoa voidaan pitää tekijöinä, jotka ovat laimentaneet

Kuvio 5.  
Rahan käyttö teollisuusyrityksissä vuosina 1991–2002.



investointeja tuotannolliseen pääomaan Suomessa, pelkästään edellä esitettyjen kuvioiden ja lukujen perusteella ei voida päätellä, kuinka laajaa yritysten liiketoiminnan laajentaminen ulkomaille ja osingonmaksu on ollut verrattuna investointien kasvuun kotimaassa. Laajuutta voidaan kuitenkin arvioida yksityiskohtaisemmin.

Koska yritysten kansainvälistyminen on koskettanut erityisesti teollisuutta ja investointien laimeuskin on korostunut teollisuusyrityksissä, niiden käyttäytyminen ansaitsee erityishuomion. Yksi tapa tarkastella investointien, kansainvälistymisen ja osinkojen maksun keskinäistä merkitystä teollisuusyritysten toiminnassa on arvioida yritysten tilinpäätöstietojen avulla, kuinka yritykset ovat käyttäneet varojaan näihin ja mahdollisesti muihin tarkoituksiin.

Voittojen lisäksi yritykset rahoittavat investointejaan ja muuta toimintaansa velkarahalla ja osakeanneilla. Vuosina 1991–2002 teollisuusyritykset saivat voittoina (verojen ja rahoitus-kulujen jälkeen) yhteensä noin 68 miljardia euroa. Kun lisäksi otetaan huomioon osakeannit, yrityksillä oli käytettävissään varoja kaiken kaikkiaan noin 90 miljardia euroa. Kuvioista 5 nähdään, miten yritykset käyttivät nämä varat.

Varojen käytössä erotuu kolme pääryhmää: nettoinvestoinnit, osingot ja sijoitukset konserniyrityksiin. Teollisuusyritysten investoinnit koneisiin, laitteisiin ja tuotantoraken-

*Liiketoiminnan laajentaminen ulkomaille, osinkojen maksu ja investoinnit tuotannolliseen pääomaan kotimaassa on ollut rahojen käytön tärkeysjärjestys.*

nuksiin Suomessa olivat todella vähäisiä. Vain 10 prosenttia varoista käytettiin tuotannollisen pääoman kasvatamiseen Suomessa. Lähes kolminkertainen rahamäärä käytettiin osinkojen maksuun. Kaikkein eniten varoja käytettiin konserniyrityksiin tehtyihin sijoituksiin, noin 52 prosenttia. Ajanjaksolla 1994–2001 huomattava osa näistä rahoista siirrettiin ulkomaille suorina sijoituksina.

Verrattuna konserniyrityksiin tehtyihin sijoituksiin ja osinkojen maksuun nettovelkojen pienentämiseen käytetty rahamäärä oli varsin pieni. Siksi on harhaanjohtavaa väittää, että oleellinen syy investointien laimeuteen olisi ollut velkojen takaisinmaksu. (Itse asiassa yritysten pitkäaikaiset velat kasvoivat ajanjaksolla 1990–2002 lähes 7 miljardia euroa.) Yritysten omavaraisuuden kasvu kuvasti ennen kaikkea voittojen kasvua, ei velkojen takaisinmaksua. Tärkeä uusi erityispiirre olikin se, että teollisuusyritykset kykenivät rahoittamaan investointejaan voittojen avulla.

Kuviosta 5 ei näy, kuinka paljon tärkeysjärjestys muuttui esimerkiksi 1980-lukuun verrattuna. Edellä esitettyjen kuvioiden 1, 3 ja 4 perusteella muutos oli rajua. Niiden antamaa kuvaa täydentävät seuraavat luvut. Ajanjaksolla 1994–2003 suomalaiset teollisuus- ja palveluyritykset maksoivat osinkoja yhteensä noin 61 miljardia euroa. Samana ajanjaksona Suomessa investointiin koneisiin, laitteisiin ja rakennuksiin noin 21 miljardia euroa. Muutoksen voimakkuutta kuvaa se, että ajanjaksolla 1980–1989 osinkoja maksettiin noin 7 miljardia euroa, kun koneisiin, laitteisiin ja rakennuksiin investoitiin yli 50 miljardia euroa. Siten

1990-luvulla investointien ja osinkojen tärkeysjärjestys muuttui.

Tärkeysjärjestykseen on vaikuttanut verotuksen muuttuminen. Vuonna

1993 käyttöön otettu verojärjestelmä alkoi kannustaa osingon maksuun. Vanha järjestelmä suosi puolestaan investoimista, koska näin yritykset saivat verotusta keventäviä poistoja.

## Mikä on tutkimus- ja kehittämismenojen rooli?

Suomalaisessa keskustelussa on väitetty, että rajoittuminen kiinteän pääoman tarkasteluun antaa harhaanjohtavan kuvan yritysten investointitoiminnan vilkkaudesta. Jos investointeihin luetaan mukaan myös tutkimus- ja kehittämismenot, investointitoiminta on ollut vilkkaampaa.

Tutkimus- ja kehittämismenojen säilyttäminen investointeihin merkitsi sekä kansantalouden tilinpidon että yritysten kirjanpidon käsitteiden uudelleenmäärittelyä. Oleellisinta kuitenkin on, että myös uudelleenmäärittelyn jälkeen kuvion 5 piirakka pysyisi samankaltaisena. Investointeihin sijoitettu rahamäärä kasvaisi, mutta myös käytettävissä olevia varoja tulisi kasvat- ta samalla määrällä. Perustuvathan edellä esitetyt luvut voittojen osalta tilinpäätöstietoihin, joissa yritysten liikevaihdosta on vähennetty muun muassa tutkimus- ja kehittämismenot. Johdonmukaisuuden säilyttämiseksi nämä menot olisi lisättävä voittojen kokonaismäärään.

Pohjimmiltaan investointien määrittelyminen ei ole yksinkertaista. Parhailaan tilastoviranomaiset pohtivat kansainvälisessä yhteistyössä, pitäisikö esimerkiksi kansantalouden tilinpidon mukaista investointien määrittelmää muuttaa (ks. Aulin-Ahmavaara 2004). Jos määrittelmää muutetaan siten, että tutkimus- ja kehittämismenoja pidetään investointeina, investointeihin luetaan myös tutkimus- ja kehittämistyössä työskentelevien henkilöiden palkat. Esimerkiksi Suomessa tutkimus- ja kehitysmenoista noin puolet on palkkoja.

On kuitenkin hyvin hankalaa päättää, keiden työntekijöiden palkat voidaan lukea investoinneiksi ja keiden ei (ks. Nickell 1995, 10–15). Voidaan



*Ritva Pitkänen ja Pekka Sauramo korostavat, ettei yritysten huono kannattavuus ole työllisyyden paranemisen este eikä palkkamallti välttämättä synnytä uusia työpaikkoja Suomessa.*

väittää, että markkinointihenkilökunnan palkat pitäisi lukea investoinneiksi. Esimerkiksi Coca-Cola ja Nike ovat brändejä – pääomaa, jonka luomisessa markkinoinnin huippuosaajat ovat olleet avainasemassa.

Nokia saattaa irtisanoa tänä vuonna jopa 250 tutkimus- ja kehitystyössä olevaa henkilöä. Toisaalta on mahdollista, että markkinointiin panostetaan aiempaa enemmän (Helsingin Sanomat 12.1.2005). Olisi iso haaste yrittää kuvata muutosta ”investointien” ja ”pääomakannan” muutoksina.

## Kvartaalitaloutta?

On ymmärrettävää, että suomalaiset yritykset ovat käyttäneet varojaan entistä selvästi enemmän liiketoiminnan laajentamiseen ulkomaille. Sen sijaan toista oleellista muutosta – osinkojen maksamisen voimakasta yleistymistä – ei ole yhtä helppoa selittää. Edellä esille ottamamme verotuksen muutos ei ehkä ole ainoa syy, koska osinkojen maksamisen yleistymisen ei ole suomalainen erityispiirre. On mahdollis-

ta, että yritysten ja niiden omistajien käyttäytyminen on muutenkin muuttunut.

Muutos näkyy siten, että investointipäätöksiä harkitaan aiempaa huolellisemmin. Voidaan myös sanoa, että halu tehdä investointeja, joiden tuotto tulee vasta pitkän aikavälin kuluessa, on vähentynyt. Siten lyhytnäköisyys olisi kasvanut. Tämä voi johtaa siihen, että tuotantopääoman kasvattamisen sijasta voitot jaetaan aiempaa herkemmin osinkoina. Tällaista käyttäytymistä rohkaisee verojärjestelmä, joka kohtelee osinkotuloja helläkätisesti.

Eri maissa – myös Suomessa – on alettu puhua kvartaalitaloudesta, jonka yksi piirre on juuri lyhytnäköisyyden kasvaminen. Pyrkimys nostaa yrityksen osakekurssi mahdollisimman hyväksi voi johtaa haluun näyttää mahdollisimman hyviä kannattavuuslukuja. Tuotantokapasiteetin kasvattaminen saattaa olla ainakin lyhyellä aikavälillä ristiriidassa kannattavuuden kasvattamisen kanssa, koska monet kannattavuutta kuvaavat tunnusluvut on määritelty siten, että niitä käytettä-

essä kannattavuus voi tuotantokapasiteetin kasvaessa vähentyä. Sijoitetun pääoman tuottoaste on tyyppilinen tällainen tunnusluku. Esimerkiksi kuvio 2 kuvaa yhdellä tavalla määritellyn tuottoasteen kehitystä.

”Investointien jäädytys paransi osavuositarkastuksia” oli Taloussanomien (12.11.2004) otsikko jutulle, jossa tarkasteltiin viime vuonnakin jatkuneen vasisun investointitoiminnan ja kannattavuuslukujen välistä suhdetta. Alhaisen investointien lisäksi kannattavuuslukuja nostavat luonnollisesti myös työvoiman irtisanomisesta. Uusi piirre irtisanomisessa on ollut se, että niitä ovat käyttäneet aiempaa enemmän yritykset, jotka eivät ole olleet pahoissa kannattavuusvaikeuksissa.

## Pääoman tuotto vaatimus ja investoinnit

Kvartaalitalouden yhtenä piirteenä voidaan pitää pääoman tuotto vaatimuksen nousua. Nousun syytä ei kuitenkaan tarvitse perustaa näkemykseen kvartaalitalouden yleistymisestä. Voidaan ajatella – ainakin suomalaisessa talouspoliittisessa keskustelussa käytettyjen puheenvuorojen perusteella – että globalisaatiokehitys on lisännyt yritystoimintaan liittyviä riskejä tavalla, joka näkyy pääoman tuotto vaatimuksen nousuna.

Tavallisesti lähdetään siitä, että pääoman tuotto vaatimus nousee, jos korkotaso nousee: yrityksillä ei ole halua investoida tuotannolliseen pääomaan, jos riittävän hyvä tuotto saadaan sijoittamalla varat rahoitusmarkkinoille. Viimeisen kymmenen vuoden aikana ollaan kuitenkin eletty halvan rahan aikaa, jolloin reaalikorotkin ovat olleet alhaiset. Siksi mahdollista tuotto vaatimuksen nousua ei voida selittää korkojen nousulla. Riskien (ts. riskipremioiden) nousu voidaan yritysten investointitoimintaan vaikuttamisen osalta kuitenkin rinnastaa korkotason nousuun.

Pääoman tuotto vaatimuksen nousua painottavissa puheenvuorossa ollaan

ensisijaisesti haettu perusteluja sille, miksi historiaan verrattuna korkeata voittojen kansantulo-osuutta voidaan pitää enemmän tai vähemmän normaalina asiointilana 2000-luvun alun Suomessa. Puheenvuorojen esittäjät eivät ole ainakaan ääneen pohtineet sitä, mikä merkitys mahdollisesti kohonneella pääoman tuotto vaatimuksella on investointeihin ja työllisyyteen.

Jos pääoman tuotto vaatimus yrityksissä nousee, se vaikuttaa paitsi investointitoiminnan vilkkauteen myös työllisyyteen: nousu laimentaa investointitoimintaa sekä hidastaa työllisyyden kasvua ja työttömyyden alentumista. Sen tähden arvion pääoman tuotto vaatimuksen noususta tulisi kuvastua myös arvioissa työttömyyden sitkeyden syistä.

Uutisvirrasta on helppo löytää esimerkkejä, jotka tukevat näkemystä kohonneesta pääoman tuotto vaatimuksesta. ”YIT:n hallitus korotti yhtiön tuotto tavoitetta” otsikoi Taloussanomien (24.9.2004) uutisen, jossa kerrottiin YIT:n hallituksen päätöksestä nostaa sijoitetun pääoman tuotto tavoitetasoa 20 prosenttiin aiemmasta 18 prosentista. Mitä laajempaa tällainen tavoitteiden muuttaminen on ollut, sitä suuremmat kansantaloudelliset vaikutukset sillä on ollut.

## Entä lähitulevaisuus?

Vaikka yritysten keskimääräinen kannattavuus olisi muun muassa tulopoliittisen kokonaisratkaisun seurauksena myös lähitulevaisuudessa hyvä, ei tästä viimeisen kymmenen vuoden aikana kertyneiden kokemusten perusteella seuraa, että Suomessa ollaan investointivetoisen nousukauden kynnyksellä. Yritykset voivat käyttää hyvää kannattavuuttaan muillakin tavoilla kuin tuotannollisen pääoman kasvatamiseen ja työpaikkojen luomiseen Suomessa.

Yhden lisäpiirteen lähitulevaisuuden seuraamisen tuo kuluvan vuoden alussa voimaan astunut yritys- ja pääomaverotuksen muutos. Uudistus saattaa

tukea investointien kasvua muun muassa siksi, että se alentaa pääoman tuotto vaatimusta esimerkiksi pk-yrityksissä (Kari 2004). Toisaalta sillä tuskin on vaikutusta suomalaisten yritysten liiketoiminnan laajentamiseen ulkomailla.

Investoimisen laimeutta ja voitonjano muuttumista kuvatessamme vertasimme 1990-luvun kehitystä 1980-luvun kehitykseen. Tällaista vertailua ei tule tulkita kirjoittajien kaipuiksi 1980-luvulle vaan todisteeksi siitä, että Suomen talouden rakenne ja erityisesti suomalaisten yritysten sekä niiden omistajien käyttäytyminen on muuttunut runsaan kymmenen vuoden kuluessa dramaattisesti.

Korostamme tätä seikkaa, koska muutoksen olisi pitänyt näkyä selvemmin esimerkiksi viimesyksyisen neuvottelukierroksen aikana käydyssä keskustelussa. Sitä hallinneen näkemyksen mukaan palkkamallit johtaa investointien, tuotannon ja työllisyyden kasvuun.

Palkkamallit voi toki johtaa tähän – mutta ei välttämättä Suomessa.

## KIRJALLISUUS

Aulin-Ahmavaara, P. (2004), Pääomanpanoksen mittaamisen ongelma, teoksessa Jalava, J. (toim.), Tuottavuuskatsaus 2003, Tilastokeskus, Katsauksia 2004/3.

Kari, S. (2004), Yritys- ja pääomaverouudistusten vaikutus pk-yritysten investointeihin ja tuotekehittelyyn, PTT-katsaus, 4/2004, 25–30.

Nickell, S. (1995), The Performance of Companies, Oxford: Blackwell.