



Vivin muistio 53/939/2002

LAUSUNTO TUOTON KOHTUULLISUUDEN ARVIOINNISTA OSANA TELEYRITYSTEN HINNOITTELUN VALVONTAA

Viestintävirasto (Vivi) on pyytänyt Finnet-liitto ry:n jäseniltä lausuntoa Vivin muistiosta koskien tuoton kohtuullisuuden arviointi osana teleyritysten hinnoittelun valvontaa. Osa jäsenistämme on mahdollisesti antanut lausuntonsa suoraan Viville. Muiden jäsenyhtiöiden puolesta Finnet-liiton lausuntona esitetään seuraavat näkemykset tuoton kohtuullisuuden arvioinnista:

1. Sijoitetun pääoman määrä

Vivin mukaan sijoitetun pääoman määrä lasketaan nykykäyttöarvoa hyväksikäyttäen ns. Reinamon kaavan mukaan eli jälleenhankintahinta * (pitoaika-1)/(pitoaika*2), joka antaa nykykäyttöarvoksi noin puolet jälleenhankintahinnasta.

Komission suositus yhteenliittämisen kustannuslaskennasta lähtee siitä, että jälleenhankintahinta lasketaan ns. MEA-arvolla (modern equivalent asset value), joka vastaa kapasiteetiltaan ja toiminnallisilta ominaisuuksiltaan nykyisen tasoista tuotantovälineen arvoa. Näin ajateltuna MEA-arvo on suhteellisen lähellä verkon markkina-arvoa.

Jos ajatellaan, että MEA-tavalla laskettu jälleenhankintahinta on arvio verkon realisointi- tai myyntihinnasta, on vaikea löytää perusteluja sille, miksi jälleenhankintahinta tulisi sidotun pääoman kustannusta laskettaessa puolittaa. Siksi sijoitettu pääoma tulisi laskea koko jälleenhankintahinnasta, eikä Vivin muistion mukaisella nykykäyttöarvomenetelmällä. KHO palautti ratkaisussaan Elisa Networks Oy:n tilaajayhteyksien hinnoittelun uudelleen Vivin käsiteltäväksi juuri sijoitetun pääoman tuoton laskemisen takia.

Samassa asiassa myös Kilpailuviraston Prof. Teppo Martikaiselta samaa asiantuntijalausunto selvittää asiaa seuraavasti:



”Määriteltäessä sitoutuneen pääoman määrää teoreettisesti perustelluimmalla tavalla tulisi rahoitusteorian mukaan käyttää pääsääntöisesti markkina-arvoja. Jos kohtuullinen tuotto on määrätty vaihtoehtoisesta sijoituskohteesta saatavan tuoton perusteella esimerkiksi WACC-lähestymistapaa noudattaen, tulisi sitoutuneen pääoman arvona käyttää sen kulloistakin markkina-arvoa. Yrityksellähän on jatkuvasti ainakin periaatteessa vaihtoehtoina joko luopua yritystoimintaan sitoutuneesta omaisuudesta sen markkinahintaan tai jatkaa yritystoimintaa tuottoja tavoitellen. Näinollen, jotta voitaisiin arvioida kohtuullista tuottoa sitoutuneelle pääomalle, tulisi laskelmien perustua sitoutuneesta pääomasta mahdollisesti saatavaan myyntihintaan, eli sen markkina-arvoon.”

Asiaa voidaan myös konkretisoida esimerkiksi seuraavalla tavalla. Yritys omistaa arvokkaan vanhan kiinteistön keskustassa, jonka tilat on vuokrattu eteenpäin. On loogista laskea pääomakustannus koko kiinteistön markkina-arvosta vuokria määrättäessä, vaikka rakennus on historiansa vaiheissa poistettu moneen kertaan eri vaiheissa, eri omistajayritysten taseissa. Kiinteistössähän on ”rahaa kiinni” sen markkina-arvon/myyntihinnan verran eikä vain puolikasta siitä, minkä Vivin käyttämä kaava antaa.

2. Käytettävä korkokanta

Vivin muistion mukaan keskimääräiset pääoman kustannukset vaihtelevat neljällä suomalaisella pörssinoteeratulla teleoperaatorilla 5,95:stä 11,90 prosenttiin. Alhaisimmat kustannukset ovat Soon Communicationsilla ja KSP-yhtiöillä. Näiden yhtiöiden alhaiset pääomakustannukset eli alhainen beta-kerroin (n. 0,5) selittyvät sillä, että ne ovat olleet Elisan määräysvallassa lukujen laskemisajankohtana sekä myöskin sillä, että tästä johtuen kaupankäynti näiden yhtiöiden osakkeilla on ollut vähäistä. Tämän perusteella Vivi kuitenkin toteaa, että myös noteeraamattomien teleoperaattoreiden pääoma kustannukset ovat selvästi alle 10%. Mielestämme käytettävä korkokanta tulee olla suurempi, koska Finnet-liiton jäsenyhtiöt eivät toimi pörssissä (osakkeiden kauppa ei ole yhtä likvidiä kuin pörssissä) ja lankaverkkoa korvaavat tekniikat (WLAN, GPRS, UMTS) tulevat ottamaan osansa tällä hetkellä lankaverkossa välitettävästä liikenteestä. Siten näiden yhtiöiden beta-kerroin eli riskilisä tulee olla suurempi, aivan kuten Vivi muistiossaan viittaa (Prof. Kallunki sanoo noteeraamattomien yritysten riskipreemion olevan kaksinkertaisen verrattuna noteerattuihin yhtiöihin eli n. 9%).

Markkinatuotto

Vivin muistiossaan käyttämä markkinatuotto ja beta-kertoimet on laskettu Helsingin arvopaperipörssin HEX-indeksistä, josta Nokian osuus on yli puolet. Markkinatuotoksi pitäisi ottaa Euro Stoxx tai



muu vastaava euroalueen osakeindeksi, koska HEX on liian Nokia riippuvainen ja siten vääristää CAP-mallin parametreja.

Riskitön korkokanta

Vivi käyttää riskittömänä korkokantana 5 v. valtion velkakirjan korkonoteerausta. Riskittömänä korkokantana pitäisi rahoitusteorian mukaan käyttää pisintä noteerattua korkoa, koska sijoitushorisontti oman pääoman rahoituksessa on tavallaan ikuinen (going concern- periaate). Euroopassa pisin noteerattava riskitön korko on 10 v. valtion velkakirjan korko, joka on tällä hetkellä n. 5,3 %.

Beta-kerroin

Ongelma kiteytyy yritysten riskillisyyden mittaamiseen ja määrittelyyn eli ns. beta-kertoimeen määrittämiseen. Vivin muistion mukaan s. 13 Prof. Kallunki on arvioinnut noteeraamattomien yleisen riskipreemion olevan noin kaksinkertainen noteerattujen osakkeiden riskipreemioon verrattuna eli noin 9% ja laskee sitten s.16 alalaidassa Soonin ja KSP:n keskimääräistä beta-kerrointa käyttämällä oman pääoman kustannuksiksi $4,25 + 0,56 * 9 = 9,29\%$. Mielestämme Kallunki on tarkoittanut kaksinkertaisella riskipreemiolla nimenomaan beta-kertoimella kerrottua riskipreemiota eikä yleistä markkina riskipreemiota, koska CAP-mallin mukaan yleinen riskipreemio on aina sama markkinatuoton ja riskittömän instrumentin erotus riippumatta tarkastellaanko noteeraamattomia vai noteerattuja yrityksiä. Beta-kertoimellahan nimenomaan kuvataan yrityksen osakkeen ja markkinaportfolioon yhteisvaihtelua eli osakkeen riskillisyyttä. Näinollen oman pääoman kustannuksiksi saadaan s.16 alalaidan arvoja käyttäen $4,25 + 9 = 13,25\%$

Rahoitusmarkkinoilla toimivan asiantuntijan arvio tyypillisen ei noteeratun teleoperaattorin betasta on n. 1,7, koska ei-noteeratun yhtiön osakkeen likvidiys on huonompi kuin pörssissä noteeratun. Vivin paperissa viitatus prof. Kallungin mukaan riskittömän koron päälle tuleva yritysکوhtainen riskipreemio on noin n. 9%. Jos markkinariskipreemio on n. 5%, ylläoleva arvio betasta 1,7 antaa yritysکوhtaiseksi riskipreemioksi 8,5%, joka on suhteellisen lähellä prof. Kallungin arviota.

Esimerkilaskelma WACC-kustannuksista

Kohtuullinen sijoitetun pääoman tuotto saadaan seuraavilla CAP-malliin sijoitetuilla parametreilla.

Oman pääoman tuotto	
10 v. Suomen valtion obligaatio korko	5,3%
Yhtiön beeta-kerroin	1,7



Markkinoiden riski-preemio 5%

Jolloin kaavaan sijoitettuna oman pääoman tuottovaatimukseksi saadaan $5,3+1,7*5=13,8\%$

Vieraan pääoman korko saadaan pitkäaikaisten lainojen keskikorko n. 5,5%

Keskiarvopääomakustannus saadaan ns. markkinahintaisesta taseesta, jossa oma pääoman arvo = ulkona olevat osakkeet * osakkeen arvo. Korollisen velan markkina-arvona voidaan käyttää velkojen nimellisarvoa suoraan taseesta. Oman ja vieraan pääoman tuotto prosentteja painotetaan näiden suhteessa. Jos oletetaan oman pääoman osuudeksi 85% koko markkinahintaisesta pääomasta ja *korollisen* vieraan pääoman osuudeksi 15% koko pääomasta, niin keskiarvopääomakustannukseksi (WACC) tulee

$$13,8\% * 0,85 + 5,5\% * 0,15 = 12,6\%$$

Jos verot otetaan huomioon, niin vieraan pääoman kustannus on $5,5*(1-yhtiöverokanta)=3,9\%$ ja oman pääoman kustannus ennen veroja $13,8\% / (1-0,29) = 19,4\%$. Keskiarvo pääomakustannus on siten

$$19,4\% * 0,85 + 3,9\% * 0,15 = 17,1\%$$

Ylläolevan perusteella n.13-16% tuotto jälleenhankintahinnalle on ei- noteeratulle teleyritykselle siten kohtuullista, riippuen yrityksen pääomarakenteesta ja otetaanko verotus huomioon.

3. Poistoaika tilaajajohtoverkossa

Vivi käyttää laskelmissaan kuparijohtimisista kaapeleista koostuvassa tilaajajohtoverkossa 25 vuoden pitoaikaa. Finnet-liiton keräämän kirjanpidon poistokäytäntö selvityksen mukaan kaapeliverkoston minimi poistoaika on 8 vuotta, maksimi 12 v., mediaani 10 v. Liikenneministeriön eriyttämisohjeiden mukaan laskelmissa käytetään samaa poistosuunnitelmaa kuin kirjanpidossa. Taloudellisen pitoajan määrittelyssä pidämme 25 vuoden pitoaikaa kohtuuttoman pitkänä, etenkin kun liikenne on koko ajan siirtymässä langattomiin teknologioihin. Se on samalla ristiriidassa Liikenneministeriön eriyttämisohjeiden kanssa, jotka ohjeistavat tilaaja- ja ydinjohtoverkon tuloksen laskemista.

22.3.2002

Mikko Rantanen
Taluspäällikkö



FINNET-LIITTO

Finnet-liitto ry.