



■ Esa-Jussi Viitala

Esa-Jussi Viitala

Stora Enson ja Metsäliitto-konsernin metsien omistusjärjestelyt vuosina 2001–2005

Viitala, E.-J. 2010. Stora Enson ja Metsäliitto-konsernin metsien omistusjärjestelyt vuosina 2001–2005. Metsätieteen aikakauskirja 3/2010: 239–260.

Mittavien omistusjärjestelyiden seurauksena Suomeen syntyi 2000-luvun alkupuolella kaksi uudentyyppistä metsänomistamiseen keskittynyttä osakeyhtiötä, Tornator Oy ja Finsilva Oy. Tässä tutkimuksessa analysoidaan näiden yhtiöiden perustamisiin liittyneitä tavoitteita, vaiheita ja rahoitusjärjestelyitä samoin kuin niiden alkuvuosien toimintaa ja sen painopisteitä. Lisäksi tarkastellaan yhtiöiden metsistään alun perin maksamia kauppahintoja ja verrataan niitä muun muassa ostohetkellä vallinneeseen yleiseen metsäkiinteistöjen hintatasoon ja hankitun metsäomaisuuden arvon myöhempään kehitykseen.

Tornator ja Finsilva ostivat metsänsä pääosin velkarahalla. Yhtiöiden omistajat pyrkivät mittavien velkarakenteiden avulla käyttämään hyväksi oletusta siitä, että hankittuihin metsäkiinteistöihin sijoitetulle pääomalle saadaan lainarahan korkoa korkeampaa tuottoa. Korkeiden rahoituskulujen johdosta Tornator päätyi kuitenkin järjestelemään lainansa uudelleen jo muutaman vuoden kulluttua. Tästä aiheutui yhtiölle merkittäviä kertaluonteisia kustannuksia. Finsilvan rahoitus on ollut alusta lähtien hieman vakaammalla pohjalla, joskin myös se on edelleen varsin velkainen yritys.

Stora Enso myi metsänsä Tornatorille verraten edulliseen hintaan. Vaikka Tornator on kaupan jälkeen myynyt hakkuuoikeuksia noin 365 miljoonan euron edestä ja realisoanut merkittävästi kiinteistöomaisuuttaan, yhtiön alun perin noin puolella miljardilla eurolla hankkiman metsäomaisuuden kirjanpitoarvo on kohonnut lähes 80 prosenttia, noin 890 miljoonaan euroon. Tosin suurin osa arvonnoususta johtuu yhtiön siirtymisestä metsän käypii arvoja korostavaan IFRS-tilinpäätöskäytäntöön vuonna 1997. Finsilvan metsien arvo yhtiön taseessa on erilaisen tilinpäätöskäytännön johdosta pysynyt jotakuinkin ennallaan.

Asiasanat: Tornator, Finsilva, Forestia, yhtiömuotoinen metsänomistus, metsäkiinteistöjen kauppahinnat

Yhteystiedot: Metla, Vantaan toimipaikka, 01301 Vantaa

Sähköposti esa-jussi.viitala(at)metla.fi

Hyväksytty 1.9.2010

Saatavissa <http://www.metla.fi/aikakauskirja/full/ff10/ff103239.pdf>

I Johdanto

Metsät ovat merkittävä osa Suomen kansanvarallisuutta. Vaikka rakennusten ja rakennelmien sekä infrastruktuurin merkitys on kasvanut viime vuosikymmenten kuluessa, metsien (puuvarojen) osuus maamme kansanvarallisuudesta on edelleen noin seitsemän prosenttia (Niemi ja Sandström 2007).

Suomen metsävarallisuuden omistuksessa ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia toisen maailmansodan jälkeisen asutustoiminnan päättymisen jälkeen, kun tarkastellaan omistuksen jakaantumista julkisyhteisöjen, luonnollisten henkilöiden ja heidän muodostamien yhteenliittymien sekä yhtiöiden kesken (ks. esim. Järveläinen 2007). Metsänomistuksen rakennemuutos on tarkoittanut etupäässä sitä, että yhä suurempi osa yksityismetsänomistajista ei harjoita maatilataloutta tai asu tilojensa lähellä. Lisäksi tilakoko on pienentynyt, metsänomistajien metsien käyttöä koskevat tavoitteet ovat monipuolistuneet ja heidän keski-ikänsä on noussut. Tämä kehitys on liittynyt läheisesti yleiseen yhteiskunta- ja väestörakenteen muutokseen, muun muassa koulutustason nousuun ja vaurastumiseen.

Myös metsäteollisuusyhtiöiden metsänomistus pyysi varsin vakaana 2000-luvun alkuun saakka. Etenkin 1990-luvulla tapahtuneiden yritysjärjestelyiden seurauksena yhtiöiden metsät tosin keskittyivät yhä harvemmillä toimijoille. Viime vuosikymmenen alussa Suomessa oli enää kolme suurta metsäteollisuusyritystä, jotka omistivat merkittävästi metsää: UPM-Kymmene Oyj, Stora Enso Oyj ja Metsäliitto-konserni (M-real Oyj).

Vuosina 2001–2005 metsäteollisuusyhtiöiden metsien omistuksessa tapahtui kuitenkin merkittäviä muutoksia. Verraten monimutkaisten omistusjärjestelyiden seurauksena Suomeen perustettiin muutaman vuoden kuluessa kaksi uutta metsänomistamiseen keskittyntä osakeyhtiötä, Tornator Oy ja Finsilva Oyj. Niistä edellinen omistaa käytännössä Stora Enson entiset metsät (noin 610 000 ha), kun taas jälkimmäisen hallussa ovat M-real Oyj:n, Metsäliitto Osuuskunnan ja Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö Suomen entiset metsät, yhteensä noin 135 000 hehtaaria. Järjestelyiden myötä Tornatorista tuli Suomen toiseksi suurin yksityinen metsänomis-

taja ja Finsilvasta kolmanneksi suurin. Seuraavaksi suurimmat omistajat, Ahlström Oy ja Hackman Oyj, myivät pääosan metsistään Metsähallitukselle jokseenkin samaan aikaan eli vuosina 2001–2004.

Myös Suomen suurin yksityinen metsänomistaja UPM-Kymmene, joka omistaa kotimaassa noin 915 000 hehtaaria metsätalouden maata, selvitti 2000-luvun alussa mahdollisuuksia yhtiöittää ja myydä metsiään institutionaalisille sijoittajille. Vaikka järjestelyistä tuolloin luovuttiin, yhtiön maapolitiikan jonkinlaisia uusia linjauksia kuvannee se, että vuoden 2009 alussa se ilmoitti myyvänsä noin 30 000 hehtaaria metsää yksityisille metsänomistajille (UPM tarjoaa... 2009).

Malli metsien yhtiöittämiseen ja myyntiin saatiin Yhdysvalloista, jossa useat suuret metsäteollisuusyhtiöt olivat toteuttaneet samantapaisia omistusjärjestelyitä hieman aikaisemmin. Ehkä merkittävin päänavaaja tässä suhteessa oli maailman suurimpiin metsäteollisuusyhtiöihin kuuluva Georgia Pacific, joka ensin siirsi metsäomaisuutensa erilliselle yhtiölle vuonna 1997, listasi kyseisen yhtiön New Yorkin pörssiin ja myöhemmin myi sen osakkeet sijoittajille (Georgia Pacific... 2010). Nykyään kyseiset metsät omistaa samassa pörssissä noteerattu kiinteistörahasto Plum Creek Timber Company, joka on Yhdysvaltain suurin yksityinen metsänomistaja ja erikoistunut metsätalouden harjoittamisen ohella kiinteistöjalostukseen (Plum Creek... 2010). Sittenkin kaikki muutkin suuret yhdysvaltalaiset metsäteollisuusyhtiöt Weyerhaeuseria lukuun ottamatta ovat myyneet koko tai valtaosan kotimaisesta metsäomaisuudestaan.

Metsäteollisuusyhtiöiden tekemiä metsänomistusjärjestelyitä on tutkittu hyvin vähän. Yhdysvaltalaisen puunjalostusyhtiöiden metsien omistusjärjestelyiden taustatekijöitä ja asiaa koskevia kehityssuuntia ovat tarkastelleet muun muassa Yin ym. (1998, 2000), Clutter ym. (2005) ja Lönnstedt (2007), mutta nämä käsittelyt ovat jääneet varsin yleiselle tasolle. Suomessa vastaavatyypistä tarkastelua on tehnyt Viitala (2001, 2006, 2008). Lisäksi Leppänen ja Ollonqvist (2002) ovat pohtineet IFRS-tilinpäätöskäytäntöön siirtymisen vaikutuksia metsäteollisuuden metsäomaisuuden uudelleenjärjestelyihin.

Tämän tutkimuksen tarkoitus on analysoida Stora Enson ja Metsäliiton tekemiä metsänomistusjärjestelyitä ennen muuta rahoitus- ja investointiteori-

an näkökulmasta. Erityistä huomiota kiinnitetään omistusjärjestelyiden taustalla olleisiin taloudellisiin vaikuttimiin sekä niihin kiinteästi liittyneisiin mittaviin rahoitusjärjestelyihin samoin kuin uusien metsänomistusyhtiöiden, Tornatorin ja Finsilvan, toiminnan alkuvuosien painotuksiin.

Lisäksi tutkimuksessa verrataan Stora Enson ja Metsäliiton metsien kauppahintoja paitsi toisiinsa, myös myyntihetkellä vallinneeseen yleiseen metsäkiinteistöjen hintatasoon samoin kuin kaupan kohteena olleiden metsien arvojen myöhempään kehitykseen. Tämän tarkastelun perusteella on osaltaan mahdollista arvioida näihin Euroopan mittakaavassa merkittäviin metsän omistussiirtoihin liittyneitä vaikuttimia ja menettelytapoja samoin kuin kauppajen edullisuutta eri osapuolten kannalta. Myytyjen metsien arvo on mielenkiintoinen kysymys myös siinä mielessä, että Stora Enso perusteli metsiensä kauppahintaa aikoinaan sillä, että kyseessä olivat laajat metsäalueet, joiden arvo määritettiin liiketaloudellisten laskelmien perusteella (Questions... 2002). Lisäksi yhtiön yksi keskeinen perustelu metsiensä myynnille oli niiden heikko tuotto, joka luonnollisesti riippuu olennaisesti siitä, miten metsään sitoutuneen pääoman arvo on määritetty.

Suomessa on viime vuosina pohdittu uusien metsänomistusmuotojen mahdollisuuksia ja vaikutuksia puun tarjontaan sekä metsien käyttöön laajemminkin. Tämän tutkimuksen tulosten kautta voidaan saada viitteitä metsän omistamiseen keskittyneiden suurten osakeyhtiöiden toiminnan tavoitteista, painotuksista sekä pääoma- ja rahoitusrakenteista. Kansainvälisten kokemusten perusteella tulosten voidaan katsoa koskevan pitkälti myös rahastomuu- toista metsänomistusta.

Jatkotutkimuksessa keskitytään analysoimaan Tornatorin ja Finsilvan taloudellista suorituskykyä ja kannattavuutta vuosina 2001–2009. Näiden tarkastelujen perusteella on mahdollista tehdä tarkempia johtopäätöksiä muun muassa tehtyjen metsänomistusjärjestelyiden edullisuudesta eri yhtiöiden osakkeenomistajille.

2 Aineisto ja menetelmät

Tornatorin kohdalla tutkimusaineisto koostuu ennen muuta yhtiön suhteellisen kattavista vuosikertomuksista ja tilinpäätöksistä liitteineen. Keskeisellä sijalla ovat myös Stora Enson vuosikertomukset sekä yhtiön omistusjärjestelyiden yhteydessä julkaisemat pörssi- ja lehdistötiedotteet. Kauppajen rahoitusjärjestelyitä koskeva aineisto koostuu lisäksi kansainvälisissä sarjoissa julkaistuista finanssioikeudellisista yhteenvedoista.

Finsilvan ja Forestian osalta aineisto on suppeampi ja perustuu pääasiassa yhtiöiden tilinpäätöksiin liitteineen. Yhtiöt eivät ole julkaisseet erillisiä vuosikertomuksia eikä niiden toiminnasta ole muutenkaan saatavissa kovin paljon yksityiskohtaista tietoa. Aineistona käytetään myös Metsäliiton, M-real:n ja Suomi-yhtiön vuosikertomuksia, tilinpäätöksiä sekä pörssi- ja lehdistötiedotteita.

Tutkimuksessa esitetyt tarkastelut ja analyysit perustuvat investointi- ja rahoitusteorian keskeisiin periaatteisiin. Uusien metsänomistusyhtiöiden alkuvuosien toimintaa analysoidaan yhtiöiden omistus-, pääoma- ja rahoitusrakenteiden sekä niitä koskevien tavoitteiden valossa. Metsien kauppahintoja, samoin kuin metsien käyvän arvon myöhempää kehitystä, tarkastellaan metsäkiinteistöjen kauppahintatilastojen ja metsien tuottoarvojen perusteella. Kauppahintoja verrataan myös muihin suuria metsäkiinteistökokonaisuuksia sisältäneisiin kauppoihin Suomessa ja Ruotsissa.

3 Metsänomistusjärjestelyiden taustatekijät

Stora Enson ja Metsäliitto-konsernin metsien omistusjärjestelyiden taustalla oli useita tekijöitä. Metsä-Serla Oyj:n (vuodesta 2001 lähtien M-real Oyj) kohdalla ehkä tärkein niistä liittyi yhtiön pyrkimykseen vähentää mittavista yritysostoista aiheutunutta velkataakkaansa. Yhtiö oli ostanut vuonna 2000 MoDo Paper AB:n Ruotsista ja seuraavana vuonna niin ikään hienopaperiin keskittyneen Zanders Feinpapier AG:n Saksasta, minkä seurauksena sen

velkaantumisaste oli noussut jo erittäin korkeaksi, noin 150 prosenttiin (M-real... 2001).

Myös Stora Enso oli tehnyt merkittävän investoinnin vuonna 2000, kun se oli ostanut yhdysvaltalaisen Consolidated Papers -yhtiön noin kuudella miljardilla eurolla (Stora Enso... 2001). Ellei yhtiö olisi jokseenkin samaan aikaan myynyt Suomessa ja Ruotsissa sijaitsevia vesivoimaloitaan ja hieman myöhemmin Suomessa, Yhdysvalloissa ja Ruotsissa sijaitsevia metsiään, pohjoisamerikkalaisten paperitehtaiden hankinta olisi voinut vaikeuttaa sen mahdollisuuksia vahvistaa ydinliiketoimintojaan sekä laajentaa teollista toimintaansa ja maanomistustaan kehittyvillä markkinoilla (ks. Questions... 2002).

Suomessa ja Yhdysvalloissa sijaitsevien metsiensä myynnistä Stora Enso sai 650 miljoonaa euroa, mikä alensi konsernin velkaantumisastetta kahdeksan prosenttiyksikköä (Stora Enson... 2002). Ruotsin metsäomaisuus oli vieläkin arvokkaampi: omistusjärjestelyiden seurauksena yhtiön korollinen nettovelka väheni 1,1 miljardia euroa ja velkaantumisaste aleni 15 prosenttiyksikköä (Stora Enso finalises... 2004).

Sittemmin Stora Enso on myynyt Consolidatedin tappiolla takaisin paikallisille sijoittajille. Myös M-real on joko sulkenut tai myynyt tappiolla suuren osan vuosina 2000 ja 2001 ulkomailta ostamistaan tehtaista.

Metsien omistusjärjestelyihin kannusti myös julkisesti noteerattujen osakeyhtiöiden siirtyminen kansainvälisten tilinpäätösstandardien (IAS, International Accounting Standards; IFRS, International Financial Reporting Standards) mukaiseen raportointiin 2000-luvun alkupuolella. Koska metsät ja muut biologiset hyödykkeet arvostetaan siinä yleensä käypään arvoonsa (IFRS-tilinpäätöksen... 2006), metsäteollisuusyhtiöille muodostui kannustin myydä metsänsä ja siten yrittää parantaa kirjanpidollista oman pääoman tuottoaan.

Vailla merkitystä ei ollut myöskään sillä, että IAS/IFRS-tilinpäätösstandardien mukaan biologisten resurssien (kasvavan puuston) arvonmuutokset kirjataan tilikauden voitoksi tai tappioksi. Sellaisilla metsäteollisuusyhtiöillä, joilla oli merkittäviä metsänomistuksia, kantohintojen ja korkotason ja sitä kautta metsän arvon muutokset olisivat voineet vaikuttaa olennaisesti koko konsernin tilikauden tulokseen ja siten hankaloittaa ydinliiketoiminnaksi mää-

riteltyjen toimintojen kannattavuuden arviointia.

Stora Enso myi pääosan metsistään ja voimalaitoksensa juuri ennen kuin se siirtyi noudattamaan IAS/IFRS standardeja vuoden 2003 alusta. Metsäliitto-konserni puolestaan viimeisteli metsänomistusjärjestelynsä vuoden 2005 alussa, jolloin sen julkisesti noteerattu tytäryhtiö M-real Oyj siirtyi IAS/IFRS-käytäntöön.

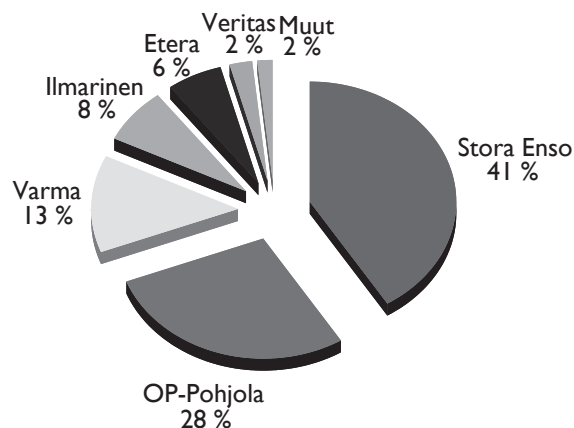
Stora Enso perusteli Suomessa sijainneiden metsiensä yhtiöittämistä ja myyntiä myös niiden heikolla tuotolla. Yhtiön mukaan satojen miljoonien arvoinen metsäomaisuus kasvatti sen tasetta, mutta metsään sijoitetun pääoman tuotto jäi 6–7 prosenttiin (Questions... 2002). Tämän kerrottiin olevan liian alhainen yhtiön ilman kertaluonteisia erää laskettuun sijoitetun pääoman tuottotavoitteeseen (*ROCE, return of capital employed*), 13 prosenttiin nähden. Kansainväliseen tilinpäätösstandardiin ja käypiin arvoihin siirtymisen myötä metsäpääoman tuotto olisi voinut jäädä entistä kauemmaksi yhtiön tavoitteesta.

Metsiä koskevia omistusjärjestelyjä edisti myös vallalla ollut näkemys, jonka mukaan metsäteollisuusyhtiöiden kannattaa keskittyä pääliiketoimintoihinsa. Raaka-aine-, energia- ja kuljetusmarkkinoiden uskottiin toimivan jatkossa aikaisempaa vapaamman kilpailun oloissa, minkä oletettiin myös heijastuvan näiden hyödykkeiden ja palvelujen hintatasoon. Puuraaka-aineen saanti kaupan kohteena olevista metsistä pyrittiin turvaamaan myös sitä kautta, että Stora Enso ja Metsäliitto solmivat pitkäaikaiset puunmyyntisopimukset metsät ostaneiden osakeyhtiöiden kanssa. Lisäksi ne jäivät niiden selvästi suurimmiksi osakkeenomistajiksi.

4 Stora Enson metsien omistusjärjestelyt

4.1 Tornatorin perustaminen

Stora Enson kotimaisten metsien omistusjärjestelyt alkoivat kesällä 2002, kun yhtiö siirsi 613 000 hehtaaria metsää ja niihin perustuvan liiketoiminnan tytäryhtiölleen, Tornator Forest Oy:lle ja Tornator Oy:lle. Saman vuoden joulukuussa se ilmoitti myy-



Kuva 1. Tornator Oy:n omistusrakenne vuonna 2009. Lähde: Tornatorin sekä omistajayhtiöiden ja -yhteisöjen vuosikertomukset.

neensä pääosan kyseisistä yhtiöistä kotimaisille institutionaalisille sijoittajille, lähinnä eläkerahastoille ja vakuutusyhtiöille.¹

Metsien myynti oli teknisesti verrattain monimutkainen tapahtumaketju, jonka kuluessa perustettiin ja fuusioitiin useita eri yhtiöitä. Käytännössä kysymys oli kuitenkin siitä, että Stora Enson tytäryhtiölleen Tornator Forest Oy:lle aiemmin siirtämät metsät myytiin joulukuussa 2002 uudelle omaisuudenhallinta- eli holdingyhtiölle, Tornator Timberland Oy:lle. Se järjesti suunnatun osakeannin ja laski liikkeelle vaihtovelkakirjoja kotimaisille institutionaalisille sijoittajille.

Järjestelyn seurauksena Tornator Timberlandin osakepääoma nousi 50 miljoonaan euroon ja yhtiön vähemmistöosakkaiksi tulivat muun muassa Suomen suurimpiin kuuluvat eläke- ja vakuutusyhtiöt

Varma, Ilmarinen, OP-Henkivakuutus, OP-Eläkekassa, Etera, Pohjola ja Veritas (kuva 1). Stora Enso jäi Tornatorin selvästi suurimmaksi omistajaksi 41 prosentin osuudellaan. Toiseksi suurin omistaja on nykyään OP-Pohjola-ryhmä, jonka hallussa on runsas neljännes yhtiön osakkeista.

Vaikka Stora Ensolla on edelleen huomattava vaikutusvalta Tornatorissa, sillä ei ole määräysvaltaa yhtiössä. Koska Tornatoria ei siten kirjanpitolain (1997/1936) mukaan luokitella Stora Enson tytäryritykseksi vaan osakkuusyritykseksi, konserni voi esittää tilinpäätöksessään vain omistusosuuttaan vastaavan osan Tornatorin tuloksesta ja taseesta. Tämä lieneekin ollut eräs omistusjärjestelyn keskeisistä tavoitteista. Jos Stora Ensolle olisi jäänyt määräysvalta Tornatorissa, IFRS-käytännön mukaan arvotettu metsäomaisuus olisi voinut pienentää konsernin kirjanpidollista oman pääoman tuottoa ja metsän arvonnmuutokset olisivat voineet vaikuttaa voimakkaastikin konsernin nettotulokseen.

4.2 Rahoitusjärjestelyt

Perustettu holdingyhtiö, Tornator Timberland Oy, osti Stora Enson metsät pääosin velkarahalla. Suurimman osan yrityskaupan rahoituksesta se hankki tätä tarkoitusta varten, lähinnä verotussyistä Irlantiin perustetun erillisyyhtiö Tornator Finance Plc:n kautta.

Kyseinen apuyhtiö (ns. special purpose vehicle, SPV) laski marraskuussa 2002 liikkeelle kolmen tyyppisiä, kansainvälisten luottoluokituslaitosten arvioimia joukkovelkakirjalainoja, joiden vakuutena oli muiden Tornator-konserniin kuuluvien yhtiöiden maaomaisuus (Peltola ja Mäkinen 2003). Käytännössä järjestely tarkoitti sitä, että Tornatorin odotetut nettotuotot puunmyynneistä, tonttien ja metsäpalstojen myynneistä sekä maanvuokrauksesta muunnettiin markkinakelpoisiksi eli arvopaperistettiin.

Tornator keräsi Dubliinin pörssissä noteeratulla metsävakuudellisilla yrityslainoilla markkinoilta yhteensä 370 miljoonaa euroa. Kyseisiä velkakirjoja merkitti alun perin 45 eurooppalaista sijoittajaa (Peltola ja Mäkinen 2003); niihin sijoittivat myös useat kotimaiset sijoitus- ja eläkerahastot (esim. Nordea-sijoitusrahastot... 2003, Valtion eläkerahaston... 2004, Tapiola-rahastot... 2005, Evli mutual...

¹ *Tornator* on latinaa ja tarkoittaa sorvaajaa. Yksityiset liikkeet perustivat vuonna 1887 lankarullien sorvaustehdas Aktiebolaget Tornatorin Lahteen. Vuonna 1918 Suomen valtio osti enemmistön yhtiöstä, joka tuohon aikaan omisti myös noin 75 000 hehtaaria maata pääosin Saimaan vesistöalueella. Vuosina 1931–1933 valtio ja muut omistajat myivät, osin rahavaikeuksiansa vuoksi, osakkeensa Enso-Gutzeit Oy:lle, jolloin yhtiön nimeksi vaihdettiin Tornator Oy (Ahvenainen 1992, s. 296–307).

2007). Suurin osa yrityslainojen koroista sidottiin kuuden kuukauden euriboriin (korkomarginaaleilla 0,9 ja 2,4 prosenttia), mutta vajaa kolmasosa lainoista oli kiinteäkorkoista koron ollessa 6,34 prosenttia (Peltola ja Mäkinen 2003).

Lainasopimuksiin liitettiin myös niin sanottuja kovenantteja eli erityisehtoja. Niiden mukaan joukkovelkakirjalainojen yhteenlaskettu nimellisarvo ei saanut ylittää 75 prosenttia Tornatorin liiketoiminnan ja metsämaan arvosta (Peltola ja Mäkinen 2003). Lisäksi Tornatorin kassavirran tuli olla vähintään 1,2-kertainen velanhoitokuluihin ja 1,35-kertainen korkokuluihin nähden. Yhtiö myös sitoutui olemaan jakamatta osinkoa tilikausilta 2003–2005 (esim. Tornator... 2006, s. 18).

Kansainvälisen rahoituksen lisäksi Tornator Timberland hankki 65 miljoonaa euroa vaihtovelkakirjalainalla, jota merkitsivät lähinnä holdingyhtiön osakkeenomistajat. Laina vaikutti niille erittäin tuottoisalta, sillä ehtojen mukaan yhtiö sitoutui maksamaan vieraalle pääomalle kiinteää yhdeksän prosentin korkoa 30 vuotta (Tornator... 2003). Lainan korko ei vaikuttanut Tornatorin kassavirtaan, koska se pääomitettiin alkuperäiseen lainaan ja oli tarkoitus maksaa takaisin vasta kyseisen lainan takaisinmaksun yhteydessä, vuonna 2033.

Vaikka joukko- ja vaihtovelkakirjojen avulla toteutetut rahoitusjärjestelyt noudattivat arvopaperistamisen uusia suuntauksia ja palkittiin kansainvälisissä rahoitusalan yhteisöissä (esim. Securitization... 2003), niin Tornatorin tuloslaskelman liitetietojen mukaan velkakirjoihin liittyneet lainanjärjestelyt maksoivat yhtiölle lähes 10 miljoonaa euroa (esim. Tornator... 2004, s. 8). Lisäksi yhtiön nettorahoituskulut muodostuivat erittäin suuriksi. Tilivuosien 2003–2006 tuloslaskelmista ilmenee, että yhtiön pitkäaikaisten lainojen vuotuiset korkomenot suojauksineen olivat lähes 30 miljoonaa euroa ja veivät liikevoitosta (*EBIT, earnings before interest and taxes*) kaksi kolmasosaa (esim. Tornator... 2005, s. 2).

Vuodesta 2008 ja erityisesti vuodesta 2010 lähtien nettorahoituskulut olisivat voineet muodostua vieläkin suuremmiksi, koska lainojen korkomarginaalien oli määrä kaksinkertaistua (Peltola ja Mäkinen 2003). Lainojen odotetut maturiteetit olivat liikkeelle laskettaessa suhteellisen lyhyitä, neljä ja seitsemän vuotta, eli sijoittajat odottivat, että lainat tultaisiin korkomarginaalien kaksinkertaistumisen

takia lunastamaan ennaikaisesti (White & Case... 2002).

Tammikuussa 2007 Tornator järjestelikin pitkäaikaisen rahoituksensa uudelleen. Käytännössä tämä tapahtui siten, että erillisyhtiö Tornator Finance Plc lunasti takaisin kaikki liikkeelle laskemansa velkakirjalainat. Samalla konserni siirtyi vaihtuvakorkoisiin syndikoituihin pankkilainoihin, joiden vakuutena oli sen metsäomaisuus (Notice... 2006, Tornator... 2006). Lisäksi konserni laski liikkeelle uuden 65 miljoonan euron vaihtuvakorkoisen (6 kk euribor + 2%) kertalyhenteisen debentuurilainan ilman vaihto-oikeutta; tällä kertaa laina-aika oli huomattavasti aikaisempaa lyhyempi eli 10 vuotta (Suomen joukkovelkakirjalainat... 2008).

Vanhojen lainojen takaisinlunastusta voidaan pitää suhteellisen kalliina toimenpiteenä. Lainanjärjestelykulujen kertapoistosta aiheutui yli viiden miljoonan euron kertakulu vuonna 2006, ja tarpeettomiksi käyneiden korkosuojausten ennaikaisesta purkamisesta ennakoitiin koituvan 38,5 miljoonan euron kertakulu seuraavana vuonna (Tornator... 2007, s. 1).

Tehdyt toimenpiteet vaikuttivat niihin liittyneistä suurista kertaluonteisista kuluista huolimatta siinä mielessä järkeviltä, että niiden ansiosta konsernin rahoituskulut saatiin pienemään merkittävästi. Kun Tornatorin pitkäaikaisten rahoitusvelkojen efektiivinen korko oli markkinakorkojen nousun myötä kohonnut vuonna 2006 keskimäärin jo kahdeksaan prosenttiin, niin uusien rahoitusjärjestelyiden (ja markkinakorkojen laskun) ansiosta se saatiin alenemaan ensin alle viiden ja myöhemmin alle neljän prosentin (Tornator... 2007–2010). Jos lähtökohdaksi otetaan esimerkiksi Tornatorin vuoden 2008 taseen mukaiset rahoitusvelat, pitkäaikaisten lainojen keskikoron aleneminen neljällä prosenttiyksiköllä olisi tarkoittanut sitä, että yhtiö säästi vuotuisissa rahoituskuluissa noin 15 miljoonaa euroa, jos muut lainoihin liittyneet kulut (korkosuojaukset) pysyivät ennallaan. Tällä perusteella arvioiden lainojen uudelleenjärjestely olisi muodostunut kannattavaksi toimenpiteeksi jo muutamassa vuodessa.

Toisaalta rahoituskulut olisivat pienentyneet olennaisesti myös ilman toteutettuja uusia lainajärjestelyjä. Yhtiön vaihtuvakorkoisten lainojen viitekorko (kuuden kuukauden euribor) laski syksyllä 2008 nopeasti ja on ollut sittemmin 1–2 prosentin tasolla.

Ottaen huomioon, että Tornatorin kyseisen lainojen korkomarginaalit olisivat lainaehtojen mukaan kaksinkertaistuneet vasta vuonna 2010 ja että tämänkin jälkeen niiden keskikorko olisi jäänyt ainakin aluksi 4–5 prosenttiin, ei ole itsestään selvää, että alkupe-
räisten lainojen takaisinlunastus merkittävine kertaluokuihin oli taloudellisesti kannattava toimenpide. Lopputulokset riippuu ennen muuta markkinakorkojen ja Tornatorin kaltaisten yritysten lainamarginaalien tulevasta kehityksestä samoin kuin lainojen korkosuojauksiin ja kovenantteihin liittyvistä seikoista.

Vaihtovelkakirjalainoilla ei ole tässä yhteydessä kovin suurta merkitystä, koska ne oli suunnattu Tornatorin osakkeenomistajille. Jos kyseisen lainan korko oli korkea, omistajat saivat sijoitukselleen hyvän korkotuoton, ja jos korko oli alhainen, se paransi Tornatorin nettotulosta ja siten esimerkiksi yhtiön mahdollisuuksia maksaa osinkoa omistajilleen. Lisäksi vaihtovelkakirjojen osuus yhtiön vieraasta pääomasta oli vuoden 2005 lopussa vain vajaa viidennes (Tornator... 2006).

4.3 Nykytilanne

Tornator omistaa Suomessa nykyään noin 600 000 hehtaaria metsää, josta suurin osa sijaitsee Itä-Suomessa, ennen muuta Etelä- ja Pohjois-Karjalassa sekä Savossa. Sen hallussa on jonkin verran maata myös Pohjois-Pohjanmaalla ja Lounais-Lapissa. Ne ovat perua valtionyhtiö Veitsiluoto Oy:ltä, joka yhdistettiin Enso-Gutzeit Oy:n kanssa vuonna 1996.

Vuonna 2002 toteutettuihin omistusjärjestelyihin liittyi olennaisena osana pitkäaikainen sopimus, jonka mukaan Tornator sitoutui myymään puuta (hakkuoikeuksia) Stora Ensolle vuoden 2016 loppuun asti (esim. Stora Enso... 2007, s. 96). Kolmen ensimmäisen vuoden aikana myyntien tuli olla keskimäärin 1,5 miljoonaa kuutiometriä vuodessa, mutta tämän jälkeen niiden oli määrä nousta keskimäärin 1,8 miljoonaan kuutiometriin. Puun hinnoitteluperusteeksi sovittiin markkinahinta, jota tuli tarkistaa puolen vuoden välein (Peltola ja Mäkinen 2003, Stora Enso... 2007, s. 104).

Alun perin Tornatorin tavoitteena oli keskittää yhtiön metsänomistus Kaakkois- ja Itä-Suomeen (Questions... 2002, Tornator gets... 2002). Vuosina 2003–2007 yhtiö myikin maaomaisuuttaan yli

18 000 hehtaaria ja sai siitä myyntivoittoa lähes 50 miljoonaa euroa. Myydyt maat olivat lähinnä lomarakennustontteja Saimaan vesistöalueella ja erillään sijainneita metsäpalstoja.

Vuonna 2006 metsäpalstojen myyntejä kuitenkin vähennettiin. Pian tämän jälkeen yhtiö ilmoitti myyvänsä metsäpalstoja enää poikkeustapauksissa ja aikovansa sen sijaan ryhtyä aktiivisesti ostamaan lisää metsää kotimaasta, lähinnä ydinalueiltaan Pohjois-Karjalasta ja Pohjois-Savosta, mutta myös ulkomailta, ennen muuta Baltiasta (Tornator... 2007). Uuden linjauksen taustalla lienevät olleet Venäjän puutullien korotukset ja niistä johtuva huoli puun riittävydestä Stora Enson kotimaan tehtailla sekä uusien rahoitusjärjestelyiden suomat mahdollisuudet laajentaa yhtiön metsänomistusta.

Käytännössä Tornatorin maanhankinnat ovat keskittyneet ulkomaille. Parin viime vuoden aikana yhtiö on hankkinut Virosta noin 7 000 hehtaaria ja Itä-Romaniasta lähes 12 000 hehtaaria metsää. Kiinteistöjen hinnat nousivat Romaniassa 2000-luvulla erittäin nopeasti, kun sijoittajat ennakoivat maan vuoden 2007 alussa toteutunutta EU-jäsenyyttä. Tilinpäätöstietojen perusteella voidaan laskea, että Tornatorinkin syksyllä 2008 ostaman metsän hinta nousi lähes 4 000 euroon hehtaaria kohti (Tornator... 2009). Tästä huolimatta yhtiö ilmoitti suunnitelmistaan ostaa 10 000–20 000 hehtaaria lisää metsää Romaniasta kahden seuraavan vuoden kuluessa sekä aikomuksestaan lisätä maassa sijaitsevan metsäomaisuutensa määrää tämänkin jälkeen.

Maanhankintapolitiikan taustalla lienee ennen muuta Tornatorin suurimpien institutionaalisten omistajien pyrkimys hajauttaa riskiä tilanteessa, jossa Suomessa toimivan puutuote- ja paperiteollisuuden raaka-ainekysynnän ennustetaan pienenevän (ks. esim. Hetemäki ja Hänninen 2009). Investointeihin Romaniassa houkuttelee myös metsien mahdollinen arvonnousu, kun maan puuvarojen teollinen ja muu käyttö ajan kuluessa lisääntyy. Stora Enson osalta lisäkannustimena saattaa olla toimintaympäristön kartoittaminen mahdollisia teollisia investointeja varten.

Metsäomaisuuden kartuttaminen sitoo runsaasti pääomia, minkä johdosta Tornator sopi vuonna 2008 rahoittajapankkiensa kanssa uudesta 100 miljoonan euron lainasta (Tornator... 2009). Se oli tarkoitettu lisämetsien hankintaan ETA-alueelta, nähtävästi

juuri Romaniasta. Ainakin toistaiseksi suurin osa lainasta on kuitenkin jäänyt nostamatta, eli yhtiö on joko luopunut suunnitelmistaan tai lykännyt investointejaan.

Muutama vuosi sitten Tornator kertoi myös kehitelevänsä yhdessä OP-Pohjola-ryhmän kanssa uutta rahoitusinstrumenttia kotimaisia maanhankintojaan varten (Tornator siirtyi... 2008). Rahoitusjärjestelyssä Tornatorille metsätilansa myyvälle tarjottaisiin debentuuria eli käytännössä vakuudetonta joukkovelkakirjaa, joka antaisi myyjälle tietyn vuosittaisen perustuoton ohella lisätuoton, jonka suuruus olisi sidottu kantohintojen tulevaan kehitykseen. Järjestely olisi varsin houkutteleva Tornatorille: yhtiö lainaisi metsien ostoon tarvittavan pääoman suoraan metsätilojen myyjiltä ja pystyisi samalla ulkoistamaan ostoon liittyvää riskiään, koska ostaja ja myyjä jakaisivat kantohintojen eli käytännössä metsätilan arvon muutokseen (lisätuottoon) liittyvän riskin debentuurin päättymiseen saakka. Järjestelyä ei ole kuitenkaan vielä tiettävästi markkinoitu, mikä saattaa liittyä yhtiön metsäinvestointien maantieteellisen painopisteen muutokseen.

Tornatorin perustamisen ja toiminnan alkuvuosien yhteydessä oli vahvasti esillä myös ajatus, jonka mukaan se ryhtyisi tarjoamaan metsänhoitopalveluja sekä yksityisille että yhteisötyyppisille metsänomistajille (esim. Tornator... 2004, 2005). Kyseisten palveluiden oli tarkoitus kattaa muun muassa leimikoiden suunnittelua, hakkuulaskelmien tekoa ja metsänhoitotöiden suunnittelua ja toteutusta. Palvelujen markkinointi ja myynti osoittautui kuitenkin alusta alkaen vaikeaksi, oletettavasti etenkin metsänhoitoyhdistysten vahvan kilpailuaseman vuoksi. Metsäpalveluiden osuus Tornatorin vuotuisesta liikevaihdosta onkin jäänyt hyvin vähäiseksi, alle yhden prosentin (Tornator... 2004–2010), eikä yhtiö ole ainakaan tilinpäätöksistä ilmenevien tietojen perusteella enää viime vuosina pyrkinyt kovin aktiivisesti kasvattamaan sitä.

5 Tornatorin metsien kauppahinta ja käypä arvo

5.1 Vertailua metsäkiinteistöjen kauppahintoihin

Siirtäessään Suomessa sijaitsevat metsänsä kesälä 2002 tytäryhtiölleen Tornator Oy:lle Stora Enso ilmoitti metsiensä kirjanpitoarvoksi noin 400 miljoonaa euroa (Questions... 2002). Kun metsät myytiin puoli vuotta myöhemmin Tornator Timberland-holdingyhtiölle, kauppahinta oli 502 miljoonaa euroa eli noin 820 euroa hehtaaria kohti (Stora Enson metsäomaisuuden... 2002).

Edellä esitettyjä lukuja on mielenkiintoista verrata markkinoilla tuolloin vallinneeseen yleiseen metsäkiinteistöjen hintatasoon. Tämän vertailun perusteella on osaltaan mahdollista arvioida sitä, missä määrin Stora Enson metsien myyntihinnassa heijastui yhtiön halu myydä metsänsä kerralla pois (Questions... 2002) ja missä määrin ehkä muut seikat. Jälkimmäiset voivat liittyä esimerkiksi kaupantekohetkellä vallinneeseen markkina- ja rahoitustilanteeseen sekä kaupan osapuolien neuvotteluvoimaan näissä Euroopan oloissa uudentyyppisissä ja mittavissa metsänomistajärjestelyissä.

Vertailussa on otettava huomioon paitsi tavantomaiset metsäkiinteistöjen hintaan vaikuttavat tekijät (mm. metsien sijainti, pystypuuston keskitilavuus ja ikärakenne, kasvupaikkojen viljavuus), myös myydyn metsäomaisuuden erityispiirteet. Erityisen huolellisesti tulisi arvioida sitä, millaista yleisperiaatetta noin 600 000 metsähehtaarin hinnoittelussa olisi sovellettava ja kuinka varteen otettavana vaihtoehtona voidaan pitää kyseisen omaisuuden myymistä esimerkiksi 50–200 hehtaarin suuruisina metsätiloina usean vuoden kuluessa. Tällöin on luonnollisesti otettava huomioon ylimääräisistä maanmittaustoimituksista, metsänarvioinneista ja kiinteistövälityksistä koituneet kustannukset samoin kuin lisääntyneen tarjonnan mahdolliset vaikutukset metsäkiinteistöjen hintatasoon.

Suurin osa kaupan kohteena olleista metsistä sijaitsi Itä- ja Kaakkois-Suomessa suurten tuotantolaitosten läheisyydessä ja loputkin lähellä Kemin ja Veitsiluodon tehtaita. Puusto oli myyntihetkellä nuorta, käytännössä kokonaan alle 80-vuotiasta,

mutta toisaalta suurin osa siitä oli parhaassa kasvuiässä: 20–60-vuotiaan puuston osuus oli 59 prosenttia ja yli 60-vuotiaan 23 prosenttia (Tornator... 2004). Joukossa oli myös uudistuskypsäksi luokiteltavaa puustoa, koska Tornatorin alkuvuosina hakkaamasta puusta lähes kaksi kolmasosaa kertyi uudistushakkuualoilta (Tornator ... 2005, 2007). Vuosina 2008 ja 2009 uudistuskypsien metsien osuus oli noin 10 prosenttia pinta-alasta (Tornator... 2010). Kasvupaikat olivat suhteellisen karuja: turvemaiden osuus oli noin neljännes ja puustosta kaksi kolmasosaa oli mäntyä.

Kun Stora Enson metsistään saamaa keskimääräistä hehtaarihintaa verrataan tilastoista saataviin markkinahintoihin, on otettava huomioon, että muille kuin sukulaisille myydyt, pelkkää metsätalousmaata käsittävät yli kahden hehtaarin metsäkiinteistöt – ja siten Maanmittauslaitoksen kiinteistöjen kauppahintatilastoissa mukana olevat metsätilat – ovat keskimäärin vähäpuustoisempia kuin yksityismetsälöt keskimäärin (esim. Hannelius 2000). Toisaalta myös Stora Enson metsät olivat myyntitihkellä keskimääräistä vähäpuustoisempia. Yhtiön puuston keskittilavuus oli 90 kuutiometriä metsätalouden maan hehtaaria kohti (Tornator gets... 2002, Tornator... 2004), kun yksityismetsien vertailukelpoinen tilavuus oli noin 105 kuutiometriä. Yksityismetsiä koskeva vertailuluku on laskettu valtakunnan metsien inventointitietojen ja Stora Enson metsien oletetun maantieteellisen sijainnin perusteella.²

Kauppahintatilastojen yläkvartiilin mukaisen hintatason on havaittu vastaavan likimain hintaa, joka on maksettu puustoltaan keskimääräisistä metsätiloista (esim. Hannelius ja Airaksinen 2005). Kun otetaan

huomioon Stora Enson metsien keskimääräistä vähäisempi puusto ja sen mahdollinen painottuminen keskimääräistä enemmän nuoriin ikäluokkiin, kauppahintatilastojen mukainen mediaani tarjonnee luontevimman lähtökohdan yhtiön myymän metsäomaisuuden markkina-arvon tarkastelulle.

Vuonna 2003 metsähehtaarin mediaanihinta oli Kaakkois-Suomessa ja Etelä-Savossa keskimäärin noin 2400 euroa ja Pohjois-Karjalassa ja Pohjois-Savossa 1400 euroa, kun huomioon otetaan yli kymmenen hehtaarin kokoiset edustavat metsäkiinteistökaupat (Metinfo... 2010). Kainuussa ja Lapissa metsästä maksettiin huomattavasti vähemmän, noin 950 ja 340 euroa hehtaaria kohti.

Kun lähtökohdaksi otetaan edellä esitetyt vuoden 2003 mediaanihinnat ja Stora Enson myymien metsien maantieteellisen sijainnin oletettu jakauma, yhtiön kauppahintatilastoista johdetuksi metsähehtaarin keskimääräiseksi mediaanihinnaksi saadaan noin 1430 euroa. Kyseinen arvio on varovainen muun muassa sen vuoksi, että suurin osa Stora Enson pohjoisista metsistä sijaitsi Kainuun eteläosissa ja ns. Lapin kolmion alueella, jossa metsien kasvu on muuta Lappia huomattavasti parempaa. Tämä varovainenkin hinta-arvio on miltei kaksinkertainen Tornatorin metsistään maksamaan hintaan (820 €/ha) nähden.

Tukkualennuksesta, kokonaisarvon korjauksesta ja metsien myyntistrategiasta

Markkinahinnan määrittämistä satojen tuhansien hehtaarien suuruiselle metsäomaisuudelle vaikeuttaa tietenkin mahdollisten ostajien vähäisyys. Stora Enson metsien alhaista myyntihintaa voidaan yrittää perustella eräänlaisella 'tukkualennuksella', joka liittyy läheisesti jäljempänä mainittuun ja metsätaloudessa yleisesti käytettyyn 'kokonaisarvon korjaukseen' (ks. esim. Airaksinen 2008). Sen teoreettiset perusteet ovat tosin jääneet epäselviksi.

Tukkualennuksen kaltaisten tekijöiden suuruuden arviointi suurissa metsäkaupoissa on vaikeaa muun muassa sen vuoksi, että vertailukohtia on hyvin vähän. Stora Enson metsien kauppahintaa (820 €/ha) voidaan verrata esimerkiksi niihin hintoihin, joita Metsähallitus maksoi suurista metsäaloista 2000-luvun alkupuolella. Kun se osti vuonna 2003

² Tornatorin metsät sijaitsivat Pohjois-Karjalassa (21000 ha), Etelä-Savossa (72000 ha) ja Kainuun eteläosissa (32000); loppujen oletettiin jakaantuvan tasaisesti Kaakkois-Suomen, Pohjois-Savon, Pohjois-Pohjanmaan ja Lapin metsäkeskusten alueille. Valtakunnan metsien yhdeksännnen inventoinnin (1996–2003) mukaan yksityismetsien puuston keskittilavuus oli Kaakkois-Suomessa 143, Etelä-Savossa 137, Pohjois-Savossa 120, Pohjois-Karjalassa 111, Kainuussa 72, Pohjois-Pohjanmaalla 70 ja Lapissa 47 kuutiometriä metsätalouden maan hehtaaria kohti (ks. Hyytiäinen ym. 2007).

Hackman Oy:ltä noin 15 000 hehtaaria metsää Itä-Suomesta, hinta oli noin 1 800 euroa hehtaaria kohti (Hackman... 2003). Tähänkin kauppaan sisältyi lähes 200 rantatonttia. Sijoitusyhtiö Ahlström Capital Oy:n kanssa tehdyssä sopimuksessa, jossa 15 400 hehtaaria metsää Keski- ja Itä-Suomesta siirtyi Metsähallituksen hallintaan vuosina 2001–2004, hintataso oli samaa suuruusluokkaa (Ahlström... 2001–2004). Vertailua tosin vaikeuttaa olennaisella tavalla se, etteivät osapuolet ilmoittaneet kauppojen kohteina olleiden metsien pystyjuustojen määriä tai ikäluokkajakaumia.

Stora Enso metsien kauppahintaa voidaan verrata myös niihin hintoihin, joilla M-real ja Metsäliitto myivät metsänsä 2000-luvun alkupuolella. Tällöin on mahdollista käyttää hyväksi myös yhtiöiden puuvaroja ja hakkuumahdollisuuksia koskevia tietoja. Näihin vertailuihin palataan lähemmin sen jälkeen, kun on tarkasteltu Metsäliitto-konsernin metsien omistusjärjestelyitä.

Periaatteessa Stora Enso olisi voinut noudattaa myös jotakin vaihtoehtoista strategiaa myydessään metsäomaisuutensa vuoden 2002 lopussa. Myynnit olisi esimerkiksi voitu toteuttaa usean vuoden aikana, mikä olisi vähentänyt mahdollista tukkualennusta ja samalla hajauttanut metsäkiinteistömarkkinoiden suhdanteisiin liittyvää riskiä. Viimeksi mainittu näkökohta on varteen otettava, sillä tilastojen mukaan yli 10 hehtaarin metsäkiinteistöjen nimellishinta kohosi ajanjaksolla 2003–2009 noin kolmanneksen eli vajaa viisi prosenttia vuodessa (Kiinteistöjen... 2004, 2010).

Edellä esitetystä katsannosta on mielenkiintoista, että Ruotsissa paikallinen Metsähallitus, valtion kokonaan omistama Sveaskog AB, on myynyt viimeisen seitsemän vuoden eli jotakuinkin nykyvuotoisen Tornatorin olemassaolon aikana noin 260 000 hehtaaria valtion metsää ennen muuta lisämaaksi yksityisille maanomistajille (Sveaskogs... 2008, 2010). Lisääntyneestä tarjonnasta huolimatta metsämaan hinta on noussut joka vuosi kyseisellä ajanjaksolla – poikkeuksena vuosi 2009, jolloin hinnat laskivat noin kolme prosenttia. Erityisen paljon hinta on noussut niinä vuosina, jolloin Sveaskog on myynyt paljon metsää (Ny prisstatistik... 2008, Skogsstatistik... 2009), mikä viittaa siihen, että suhdanne-tilanne on ollut otollinen ja että yhtiö on pystynyt koordinoimaan tarjontaansa varsin hyvin, vaikka

sen osuus markkinoilla vaihdetuista metsätiloista on ollut merkittävä, 30–40 prosenttia (Markförsäljning... 2007).

Sveaskogin myymät metsätilat ovat olleet maan eteläosassa tyypillisesti 50–200 hehtaarin suuruisia, mutta Väli-Ruotsia edustavasta Bergslagenista pohjoiseen tätä suurempia. Viime vuosina myytyjen metsätilojen keskikoko on pienentynyt alle sataan hehtaariin (Sveaskogs fastighetspolicy 2009, Sveaskogs... 2010). Vuosittain Sveaskog on myynyt keskimäärin noin 450 metsätilaa, joista se oli saanut vuoden 2009 loppuun mennessä yhteensä noin 450 miljoonaa euroa eli lähes saman verran kuin Stora Enso aikoinaan Suomessa sijainneista metsistään.

Sveaskogin maanmyynnit ovat seurausta Ruotsin valtiopäivien vuonna 2001 tekemästä päätöksestä, jonka mukaan yhtiön tuli myydä 5–10 prosenttia metsistään lisämaaksi yksityisille maa- ja metsätalouden harjoittajille seuraavien vuosien kuluessa (Markförsäljning... 2007, Sveaskogs fastighetspolicy 2009, Sveaskogs... 2010). Ruotsin hallitus on äskettäin esittänyt valtiopäiville, että Sveaskogin tulee jatkaa metsiensä myyntejä, kunnes aikaisemman päätöksen mukainen yläraja eli 10 prosenttia saavutetaan (Regeringens... 2009). Näin ollen valtio tulee yhtiön kautta myymään kaikkiaan noin 436 000 hehtaaria metsää yksityisille (Sveaskogs... 2010). Toteutuneen hintatason perusteella arvioiden myytyjen kiinteistöjen arvo olisi tällöin noin 1,5-kertainen Stora Enson Suomessa vuonna 2002 myymään metsäomaisuuteen nähden.

Tukkualennuksen ohella Stora Enson metsien alhaista myyntihintaa voidaan yrittää perustella myös muilla summa-arvomenetelmään ja kokonaisarvon korjauksen suuruuteen yleisesti liitetyillä tekijöillä. Tällaisia ovat muun muassa metsien metsänhoidollinen tila, metsälön vuotuiset hallintokulut, metsäties-tön määrä ja metsätaloudelliset erityisarvot (esim. Paananen 2007, 2009, Kuuluvainen ja Valsta 2009). Stora Enson metsien metsänhoidollinen tila lienee kuitenkin ollut keskimääräistä parempi ja vuotuiset hallinnointikulut keskimääräistä pienemmät. Lisäksi ostaja eli Tornator sai kaupan myötä merkittävän mahdollisuuden hyödyntää myös muita metsätalouden harjoittamiseen liittyviä mittakaavaetuja. Kauppaan sisältyi myös runsaasti erityiskohteita: lähes tuhat valmiiksi kaavoitettua rantatonttia ennen muuta Saimaan vesistöalueella ja lisäksi paljon kaa-

voittamatonta lomarakennuspotentiaalia (Tornator... 2003–2010).

5.2 Metsäomaisuuden arvon kehitys

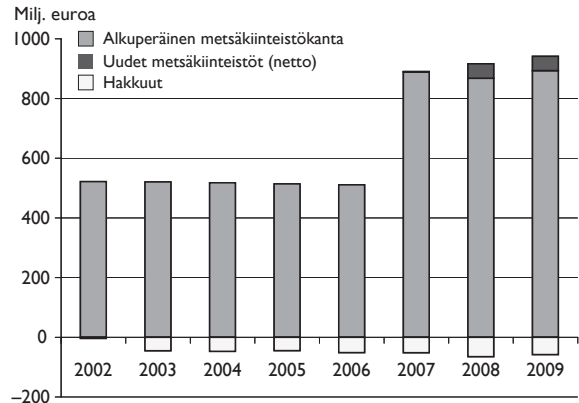
Stora Enson saamaa kauppahintaa voidaan arvioida myös Tornatorin metsäomaisuuden arvon myöhemmän kehityksen perusteella. Erityisen mielenkiintoiseksi tämän lähestymistavan tekee se, että Tornator siirtyi vuonna 2007 käyttämään kansainvälistä tilinpäätöskäytäntöä ja on jo vuodesta 2006 lähtien määrittänyt metsäomaisuutensa arvon siihen liittyvien IAS- ja IFRS-standardien perusteella.

IAS 41 -standardin mukaan biologisten resurssien käypä arvo (*fair value*) tulee määrittää ajankohdan vallitsevien markkinahintojen perusteella. Jos tällaista hintoja ei ole saatavilla tai ne eivät ole luotettavia, biologisten resurssien (kasvavan puuston) käypä arvo tulee määrittää diskontattujen kassavirtojen avulla. Kaikki Pohjoismaiden merkittävimmät metsää omistavat yhtiöt Finsilvaa lukuun ottamatta arvostavat metsänsä jälkimmäisellä tavalla (ks. Bergvik Skog... 2010, Botnia... 2010, Holmen... 2010, SCA... 2010, Sveaskogs... 2010, Tornator... 2010, UPM-Kymmene... 2010). Maapohjan arvon ne määrittävät IAS 16 -standardin mukaan eli hankintahinnan perusteella.

IAS 41 -standardin mukaisia käypiä arvoja laskettaessa ei käytetä tukkualennuksia tai kokonaisarvon korjauksia. Omaisuuserän myyntiin liittyvät arvioidut menot otetaan huomioon suoraan käyvissä arvoissa.

Ensimmäisen kokonaisen tilikautensa eli vuoden 2003 lopussa Tornator ilmoitti maa- ja vesialueidensa FAS-standardin (Finnish Accounting Standards) mukaiseksi – ja siten hankintahintaan ja arvonorotuksiin perustuvaksi – kirjanpitoarvoksi 525 miljoonaa euroa. Lähinnä aktiivisen tonttimyynnin seurauksena yhtiön maa- ja vesialueiden kirjanpitoarvo aleni vuoden 2006 loppuun mennessä noin 514 miljoonaan euroon (kuva 2).

Vuoden 2007 tilinpäätöksessä Tornatorin metsäomaisuus arvostettiin ensimmäistä kertaa kansainvälisen tilinpäätösstandardin periaatteiden mukaisesti. Laskennassa käytettiin hyväksi vuonna 2006 Melaohjelmistolla laadittua pitkän aikavälin hakkuusuunnitelmaa ja Metsäntutkimuslaitoksessa tehtyä kanto-



Kuva 2. Tornatorin metsien kirjanpitoarvon kehitys ja hakkuut (FAS 2002–2006, IFRS 2007–2009). Lähde: yhtiön vuosikertomukset ja tilinpäätökset.

hintaennustetta. Käytännössä yhtiö laski metsiensä käyvän arvon diskontattujen kassavirtojen mallilla – tai tarkemmin sanoen siihen perustuvalla summavomenetelmällä, jossa pystyvuuston ja maapohjan arvot lasketaan erikseen. Nimellinen diskonttauskorko verojen jälkeen oli 6,57 prosenttia, ja metsän kiertoajaksi oletettiin 70 vuotta (Tornator... 2008).

Edellä mainittujen lähtökohtien perusteella tehtyjen laskelmien mukaan yhtiön metsien käypä arvo oli vuoden 2007 lopussa 890 miljoonaa euroa (Tornator... 2008) eli noin 1 500 euroa hehtaaria kohti. Tästä kasvavan puuston eli 'biologisten hyödykkeiden' osuus oli 832 miljoonaa euroa ja maapohjan loput. Saman laskentamallin mukaan metsän käypä arvo oli ollut jo edellisen vuoden lopussa 718 miljoonaa euroa, joka sekin oli yli 200 miljoonaa euroa suurempi kuin Stora Enson metsistään vuonna 2002 saama kauppahinta.

Vuonna 2008 alkuperäisen metsäkiinteistökanthan käypä arvo laski noin 20 miljoonaa euroa lähinnä laskelmiin sisältyneen aikaisempaa korkeamman verojen jälkeisen diskonttauskoron (6,68 %) takia (Tornator... 2009). Yhtiön koko maaomaisuuden arvo kuitenkin nousi hieman erityisesti Romanias-ta hankittujen lisämetsien myötä. Vuonna 2009 metsien arvo nousi edelleen noin 20 miljoonalla yhteensä noin 946 miljoonaan euroon, vaikka kantohinnat laskivat. Nousu johtui lähinnä erittäin alhaiseksi pudonneesta korkotasosta, minkä seurauksena konsernin laskelmissa käyttämä diskonttauskorko aleni 6,22 prosenttiin (Tornator... 2010).

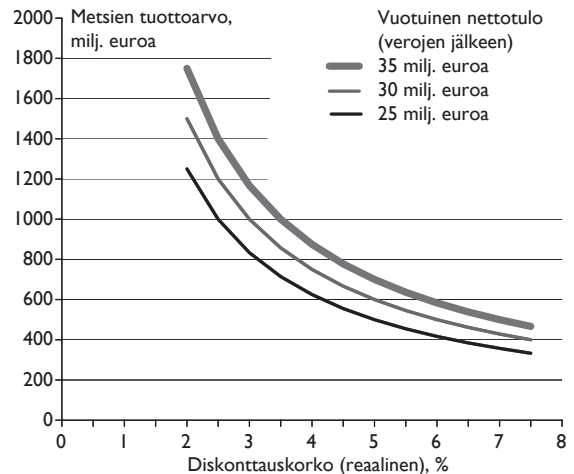
Kaikkiaan Tornatorin kotimaisen metsäkiinteistö-kannan arvo nousi ajanjaksolla 2002–2009 noin 400 miljoonaa euroa eli lähes 80 prosenttia. Tämä arvonnousu on sitäkin merkittävämpi, kun otetaan huomioon, että Tornator myi kyseisen ajanjakson kuluessa metsistään yli 12 miljoonaa kuutiometriä puuta ja lisäksi lomarakennustontteja ja muuta kiinteistöomaisuuttaan nettomääräisesti noin 15 000 hehtaaria. Liikevoittoa se keräsi näistä toimistaan yhteensä 340 miljoonaa euroa. Samaan aikaan yhtiön puuston vuotuinen kasvu on ollut noin 2,2 miljoonaa kuutiometriä eli yli neljä prosenttia puuston tilavuudesta.

Kun vuotuiset investoinnitkin puuntuotantoon ja sen edellytysten parantamiseen ovat olleet vain muutama miljoona euroa, niin periaatteessa Tornatorin uudet omistajat olisivat voineet saada merkittävän osan maksamastaan kauppahinnasta takaisin esimerkiksi osinkoina jo yhtiön ensimmäisten toimintavuosien aikana ilman puustopääoman vähenemistä. Suurin osa Tornatorin liikevoitosta on kuitenkin hvennut pitkäaikaisten lainojen korkoihin, joita yhtiö maksoi vuosina 2003–2009 yhteensä 175 miljoonaa euroa (Tornator... 2004–2010).

Vertailun vuoksi todettakoon, että mikäli Tornator olisi ollut velaton yhtiö ja kaikki sen hakkuista ja maanmyynneistä saadut liikevoitot (vähennettyinä veroilla) olisi jätetty sen kassaan, Tornatorin kotimaisten metsien ja likvidien varojen käypä arvo olisi vuoden 2009 lopussa ollut noin 1,15 miljardia euroa – yli kaksinkertainen vuonna 2002 maksettuun kauppahintaan nähden.

5.3 Tornatorin liiketoiminnan nettotulovirta

Tornatorin metsien arvoa voidaan tarkastella myös ottamalla lähtökohdaksi yhtiön metsäomaisuudesta vuosina 2003–2009 saamat nettotulot. Tilanteessa, jossa yhtiön käyttämä reaali diskonttauskorko verojen jälkeen on noin neljä prosenttia (Tornator... 2009), sen kotimaassa sijaitsevien metsien tuottoarvoksi saadaan 890 miljoonaa euroa, kun vuotuiset reaaliset nettotulot ovat noin 36 miljoonaa euroa (kuva 3). Ajanjaksolla 2003–2009 yhtiön vuotuinen liikevoitto (*EBIT*) oli keskimäärin 48 miljoonaa euroa, mikä verojen jälkeen vastaa edellä



Kuva 3. Tornatorin metsien tuottoarvo erilaisilla nettotulovirroilla ja korkokannoilla.

mainittua nettotulovaatimusta, kun yhteisöverokanta on 26 prosenttia.

Laskelmissa oletetaan, että Tornatorin reaali nettotulovirta on tasainen vuodesta toiseen, mikä pitäneekin suhteellisen hyvin paikkansa. Yhtiö nimittäin kuvaa metsiensä ikäluokkarakennetta hyväksi (Tornator... 2009), mikä viittaa siihen, että se on jo varsin lähellä niin sanottua normaalimetsää. Lisäksi yhtiö on ilmoittanut tavoittelevansa tasaista kassavirtaa.

Pitkälle tulevaisuuteen ulottuvan laskentajakson vuoksi Tornatorin metsien käypä arvo on luonnollisesti hyvin herkkä laskentakorkokannan ja kantohintojen muutoksille. Yhtiön oman ilmoituksen mukaan korkokannan yhden prosenttiyksikön muutos vaikuttaisi sen metsien arvoon 150 miljoonaa euroa (Tornator... 2010). Kuvasta 3 havaitaan lisäksi, että vuoden 2002 kauppahinnan mukainen hintataso (502 milj. €), edellyttäisi noin seitsemän prosentin reaalikoron käyttöä, kun lähtökohdaksi pidetään Tornatorin ajanjaksolla 2003–2009 toteutunutta verojen jälkeistä nettotulovirtaa. Todettakoon, että seitsemän prosentin reaalikorolla suurin osa Suomen paljaasta metsämaasta saisi negatiivisen puuntuotannollisen arvon (esim. Hyytiäinen ym. 2010).

Tornatorin metsien arvo on erittäin herkkä myös kantohintojen muutoksille. Yhtiön tilinpäätökseen sisältyvän ja kansainvälisten tilinpäätösstandardien vaatiman riskiarvion mukaan puun hintaennusteen

10 prosentin muutoksen vaikutus metsäomaisuuden arvoon olisi 100 miljoonaa euroa (Tornator... 2010). Vertailun vuoksi kuvassa 3 onkin esitetty Tornatorin metsien arvot myös niissä tapauksissa, että vuotuinen nettotulo jäisi kantohintojen laskun tai jonkin muun syyn takia esimerkiksi 30 tai 25 miljoonan euron tasolle.

Kantohinnat yhdessä korkotason kanssa vaikuttavat olennaisesti siihen, missä määrin Tornatorilla (ja muilla IAS/IFRS-tilinpäätöskäytäntöön siirtyneillä yhtiöillä) on tarvetta tehdä metsäomaisuuteensa liittyviä arvonalennuksia tai -korotuksia. Erityisen keskeisellä sijalla tässä suhteessa on laskelmissa käytetty pitkän aikavälin kantohintaennuste – toisin sanoen se, minkä menneen ajanjakson pohjalta tuleva kantohintakehitys on määritetty. Jos ennusteiden lähtökohtana on esimerkiksi kantohintojen viimeisen 10 vuoden keskiarvo, kuten esimerkiksi yksityismetsätaloudessa on tapana (ks. esim. Paaananen... 2007), arvomuutosten kirjaamistarve voi olla hyvin erilainen kuin silloin, jos lähtökohtana on selvästi tätä lyhyempi ajanjakso, esimerkiksi vuosien 2006–2008 poikkeuksellisen korkea kantohintataso.

Tornatorin kohdalla kantohintojen muutokseen liittyvää arvonalennusten tarvetta on tähän mennessä olennaisesti vähentänyt se, että yhtiön metsän arvomäärityksessä käyttämän diskonttauskoron merkittävä osatekijä, valtion 10 vuoden viitelainan korko, on laskenut vuodesta 2008 lähes prosenttiyksikön (Suomen valtion... 2010). Viime vuosina korkotasoa on kuitenkin ollut historiallisen alhainen – esimerkiksi edellä mainitun viitelainan korko on tällä hetkellä alhaisimmalla tasollaan vuoden 1992 jälkeen (Suomen valtion... 2010). Korkotason noustessa arvonalennusten tarve voi lisääntyä etenkin siinä tapauksessa, että muut metsäkiinteistöjen arvoon keskeisesti vaikuttavat tekijät kuten kantohinnat eivät samaan aikaan muutu suotuisaan suuntaan.

Vaikka Tornator voi pyrkiä kompensoimaan kantohintatason alenemisen ja markkinakorkojen nousun kaltaisten tekijöiden vaikutuksia esimerkiksi myymällä aikaisempaa enemmän metsätiloja ja lomarakennuskohteita, niin käytännössä tämä voi olla vaikeaa, koska yhtiön oman arvion mukaan tonttivarannon painopisteen siirtyminen eteläisestä Suomesta Keski-Suomeen tulee alentamaan rakennuspaikkojen keskihintaa (esim. Tornator... 2007).

Hakkuuoikeuksien myynneissä liiketoiminnan joustomahdollisuudet ovat hieman suuremmat, sillä viime vuosina yhtiö on myynyt hakkuuoikeuksia selvästi puuston kasvua vähemmän. Lisäksi se on arvioinut pystyvänsä lisäämään puuntuotannollisesti kestäviä vuotuisia hakkuuitaan vuodesta 2022 alkaen noin 15 prosentilla (Tornator... 2006).

6 Metsäliitto-konsernin ja Suomi-yhtiön metsien omistusjärjestelyt

6.1 Forestian ja Finsilvan perustaminen

Metsäliitto-konserni ryhtyi järjestelemään metsänomistuksiaan jo hieman ennen Stora Ensoa. Muutokset alkoivat loppuvuonna 2001, kun Metsäliitto Osuuskunnan tytäryhtiö M-real Oyj siirsi metsänsä ja maa-alueensa (pl. tehdastontit), yhteensä noin 112 500 hehtaaria, omalle tytäryhtiölleen, M-real Forestia Oy:lle (Metsäliitto... 2002). Myöhemmin tämän metsäomaisuuden hallintaan keskittyneen yhtiön nimi muutettiin Forestia Oy:ksi.

Vuoden 2002 syksyllä Forestian omistukseen siirrettiin myös Metsäliitto Osuuskunnan metsät ja rantatontit, arvoltaan yhteensä noin 13 miljoonaa euroa. Ne olivat aiemmin olleet osuuskunnan kokonaan omistaman tytäryhtiön, Suomen Metsäosuus Oy:n hallussa (Suomen Metsäosuus... 2003). Käytännössä kyseinen yhtiö sulautui Forestiaan, minkä seurauksena Metsäliitosta tuli Forestian vähemmistöosakas 5,5 prosentin osuudella.

Vuoden 2004 lopulla tapahtui sitten mittavampi omistusjärjestely, kun M-real ja Metsäliitto ilmoittivat myyvänsä Forestia Oy:n koko osakekannan ja sen myötä noin 121 000 hehtaarin metsäomaisuuden, mukaan lukien noin 700 tonttia, uudelle yhtiölle, Forestia Holding Oy:lle. Tämän metsäomaisuuden hallintaan keskittyneen yhtiön Metsäliitto oli hieman aikaisemmin perustanut yhdessä Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö Suomen sekä Maa- ja metsätaloustuottajain Keskusliitto ry:n kanssa. Vuoden 2005 alussa toteutuneen kaupan yhteydessä Forestia Holding osti myös Suomi-yhtiön noin 14 000 hehtaarin metsäomaisuuden (Metsäliitto... 2004,

Suomi-yhtiön... 2005) ja samalla hallintayhtiön nimi muutettiin Finsilva Oyj:ksi.

Varsin monipolvisten omistus- ja rahoitusjärjestelyiden seurauksena Metsäliitto omistaa Finsilvan osakkeista 49,9 prosenttia, Suomi-yhtiö 39,7 prosenttia ja MTK 10,4 prosenttia (kuva 4). Koska Metsäliitto-konsernilla ei ole määräysvaltaa Finsilvassa, Stora Enson tavoin sekin pystyy esittämään tilinpäätöksessään vain omistusosuuttaan vastaavan osan osakkuusyhtiönsä tuloksesta ja taseesta.

6.2 Rahoitusjärjestelyt

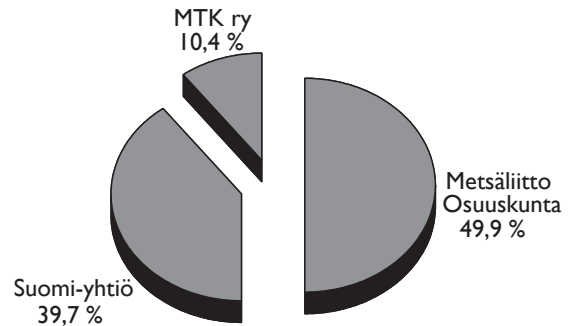
Forestia Holding Oy osti Forestian ja Suomi-yhtiön metsät pääosin velkarahalla. Se otti tätä tarkoitusta varten syndikoitua pankkilainaa yli 120 miljoonaa euroa sekä laski liikkeelle noin 40 miljoonan euron pitkäaikaisen (30 vuoden) kertaerääntyvän debentuurilainan (Finsilva... 2006, Suomen joukkovelkakirjalainat... 2006). Jälkimmäisen korko on kiinteä 8,5 prosenttia ensimmäiset 12 vuotta, jonka jälkeen sen on määrä nousta luultavasti vieläkin korkeammaksi (12 kk:n euribor + 7,00 %).

Osana rahoitusjärjestelyä M-real sai merkitä 24 miljoonalla eurolla edellä mainittua tuottoisaa debentuurilainaa (M-real aiesopimukseen... 2004). Yhtiö tarkoitus oli myydä osuutensa lainasta edelleen jälkimarkkinoilla.

6.3 Nykytilanne

Finsilva omistaa nykyään noin 135 000 hehtaaria maata, josta suurin osa sijaitsee Keski-Suomessa ja Pirkanmaalla. Metsiä on jonkin verran myös muualla Suomessa Lappia lukuun ottamatta. Valtaosa on Serlachius Oy:n entisiä metsiä, mutta joukossa ovat myös Suomi-yhtiön entiset metsät, jotka sijaitsevat pääosin Pirkanmaalla ja Uudenmaan pohjoisosissa. Lisäksi Finsilvan hallussa ovat Suomen Metsäosuus Oy:n entiset metsät, noin 6 500 hehtaaria Pohjois-Savossa.

Perustamisensa yhteydessä Finsilva teki Metsäliiton kanssa pitkäaikaisen puunmyyntisopimuksen. Sen mukaan yhtiön metsistä tulee myydä vuosittain vähintään puoli miljoonaa kuutiometriä hakkuuoikeuksia (Forestia siirtyi... 2005). Viime vuosina



Kuva 4. Finsilva Oyj:n omistusrakenne vuonna 2009. Lähde: Finsilvan sekä omistajayhtiöiden ja -yhteisöjen vuosikertomukset ja tilinpäätökset.

Finsilvan puunmyynnit ovat olleet hieman tätä suuremmat, arviolta noin 0,7 miljoonaa kuutiometriä vuodessa.³

Toisin kuin Tornator, Finsilva on ulkoistanut käytännössä koko operatiivisen toimintansa. Se ostaa tarvitsemansa puukauppa-, metsänhoito-, talous-, rahoitus- ja kiinteistöhallintapalvelut Metsäliitto Osuuskunnalta, sen tytäryhtiöiltä (Metsämannut Oy, Metsä Group Financial Services Oy) sekä paikallisilta kiinteistövälittäjiltä.

Toinen merkittävä ero yhtiöiden välillä on se, että Finsilva on hakeutunut julkiseksi osakeyhtiöksi, jonka osakkeita voidaan tarjota yleisölle ja niillä voidaan käydä kauppaa julkisilla arvopaperimarkkinoilla. Uudesta yhtiöstä olikin alun perin tarkoitus kehittää vaihtoehtoinen sijoituskohde metsää omistaville yhteisöille, pääomasijoittajille ja isohkoja metsätiloja omistaville yksityishenkilöille. Muun muassa kunnille, seurakunnille ja yrityksille tarjot-

³ Finsilva ei ilmoita hakkuuoikeuksien myyntimäärään, joten luku on johdettu yhtiön puunmyyntitulojen perusteella. Vuosien 2006–2009 keskimääräiseksi kantohinnaksi oletettiin 33 euroa kuutiometriä kohti, mikä on runsaat viisi prosenttia Tornatorin tilinpäätösten perusteella laskettua korkeampi. Perusteena on yhtiöiden metsien erilainen sijainti ja siitä johtuvat kantohintaerot (ks. Metsätalastollinen... 2006, 2007, 2008, 2009); puutavaralajijakaumien oletettiin vastaavan toisiaan. Loppu-tulosta voidaan pitää suuntaa-antavana.

tiin mahdollisuutta tulla yhtiön osakkaaksi myös apporttien kautta. Kyseiset yhteisöt olisivat luovuttaneet metsänsä Forestialle ja saaneet niiden arvoa vastaavan osuuden yhtiön osakkeita (esim. Metsäliitto... 2003). Yhteisöistä mukaan saatiin lopulta kuitenkin vain Suomi-yhtiö.

Vuonna 2004 Forestia Oy teki mielenkiintoisen omistusjärjestelyn, jonka tarkoitus oli edistää uusien yhteismetsien perustamista. Yhtiö siirsi muutama sata hehtaaria metsää vastaperustetulle Yhteismetsä Forestialle, minkä seurauksena siitä tuli yhteismetsän osakas (Forestia Oy perustaa... 2003, Yhteismetsä Forestian... 2004). Tässä yhteydessä oli esillä myös ajatus, jonka mukaan kyseinen yhteismetsä voisi sijoittaa osan tulevista vuotuisista ylijäämistään Forestia Oy:n osakkeisiin, jolloin yhteismetsän osakkaat pääsisivät omistamaan metsää välillisesti myös tätä kautta. Käytännössä näin ei ole kuitenkaan tapahtunut. Alun perin valtakunnalliseksi kaavailun Yhteismetsä Forestian toiminta on ylipäänsäkin jäänyt pienimuotoiseksi: vuoden 2008 lopussa sen pinta-ala oli 1 600 hehtaaria (Suomen yhteismetsä 2010).

Vaikka Metsäliiton metsänomistus on nykyään keskitetty Finsilvaan, niin konserni omistaa metsää myös tytäryhtiönsä Metsä-Botnia Oy:n ja sen kokonaan omistaman tytäryhtiön (Metsä-Botnia Metsät Oy) kautta. Jälkimmäisellä on noin 35 000 hehtaaria metsää eri puolilla Pohjois-Suomea (Oy Metsä-Botnia... 2010). Pohjois-Suomessa sijaitsevat metsät päätyivät Metsä-Botnialle aikoinaan vuonna 1991, kun sellua ja kartonkia valmistanut Kemi Oy fuusioitiin siihen. Uruguayssa sijaitsevan maaomaisuutensa Metsäliitto-konserni myi UPM-Kymmenelle vuonna 2009, ja Virossa ja Latviassa sijainneet metsänsä se myi jo vuonna 2006.

6.4 Forestian metsien kauppahinta

Forestia Holding osti Forestia Oy:n koko osakekannan 172 miljoonalla eurolla. Tästä M-real in osuus oli 162 miljoonaa euroa. Koska Forestia oli kaupantekohetkellä käytännössä velaton yhtiö ja sen omaisuus koostui lähes yksinomaan metsistä, M-real in ja Metsäliiton voidaan katsoa myyneen metsäomaisuutensa kyseisellä hinnalla. M-real in käyttämän nimeämättömän ulkopuolisen asiantun-

tijan mukaan kauppahinta vastasi ”suurin piirtein” yhtiön metsien käypää arvoa (M-real, tilinpäätösraportti... 2006, s. 40).

M-real in metsäomaisuuden arvo suomalaisen tilinpäätöskäytännön (FAS) mukaisessa taseessa oli vuoden 2003 lopussa maapohjineen 168 miljoonaa euroa, joten kaupasta koitui sille noin kuuden miljoonan euron myyntitappio. Tämä kirjattiin yhtiön vuoden 2004 IFRS:n periaatteiden mukaan laadittuun tuloslaskelmaan (M-real, tilinpäätösraportti... 2006, s. 40). Myös Metsäliitto-konserni teki Forestia-järjestelyiden johdosta vastaavan alaskirjauksen vuoden 2005 tilinpäätöksessään (Metsäliitto... 2006, s. 4). Suomi-yhtiö sai metsiänsä myynnistä vastikkeeksi Forestia Holding Oy:n (sittemmin Finsilva Oy:n) osakkeita ja käteistä rahaa, kauppahinta oli yhteensä 21 miljoonaa euroa (Suomi-yhtiön... 2005).

M-real in ja Metsäliiton metsien keskimääräiseksi kauppahinnaksi muodostui 1 420 euroa hehtaaria kohti. Tämä vastaa suunnilleen Maanmittauslaitoksen hintatilaston alakvartiilia, kun vertailukohteena ovat vuonna 2003 toteutuneet yli 10 hehtaarin edustavat metsäkiinteistökaupat Pirkanmaalla ja Keski-Suomessa (ks. Metinfo... 2010).

Alakvartiilin käyttöä vertailussa puoltaa se, että Finsilvalle myydyt metsät olivat keskimääräistä selvästi vähäpuustoisempia. Niiden keskitilavuus oli 107 kuutiometriä hehtaaria kohti (Yhteismetsä Forestia... 2003), kun yksityismetsissä vastaava tilavuus oli valtakunnan metsien inventointitietojen mukaan Pirkanmaalla keskimäärin 140 ja Keski-Suomessa 125 kuutiometriä hehtaaria kohti (ks. Hyytiäinen ym. 2007). Tilastojen mukainen mediaanihinta (joka siis sekin yleensä edustaa keskimääräistä vähäpuustoisempia metsätiloja) oli kyseisillä alueilla huomattavasti toteutunutta kauppahintaa korkeampi, lähes 2 000 euroa hehtaaria kohti (Metinfo... 2010).

Sittemmin Finsilva on tilinpäätöksissään ilmoittanut maa- ja vesialueidensa kirjanpitoarvoksi (FAS) 190 miljoonaa euroa, mikä vastaa niiden hankintahintaa, kun Suomi-yhtiön kanssa tehdyt metsäkaupat otetaan huomioon. Vähäiset muutokset ovat johtuneet lähinnä tonttikaupoista ja maa-ainesten myynteihin liittyneistä poistoista.

7 Metsien kauppahintojen ja arvojen vertailua

Koska Tornator ja Finsilva hankkivat metsänsä jokseenkin samaan aikaan ja ostetut metsät muistuttivat puuvarojen osalta toisiaan, yhtiöiden metsistään maksamia hintoja on mielenkiintoista verrata toisiinsa. Jonkin verran vertailua tosin vaikeuttaa se, että Finsilvan metsävaroista on saatavissa huomattavasti niukemmin tietoa kuin Tornatorin metsistä.

Kun etenkin varttuneiden ja hakkuukypsien metsien arvo määräytyy pitkälti pystypuuston hakkuuarvon perusteella, metsätiloista maksettuja kauppahintoja voidaan tietyin edellytyksin vertailla sen perusteella, paljonko pystypuustosta on kulloinkin maksettu. Tornator maksoi Stora Ensolle pystypuuston kuutiometristä noin 9,1 euroa (esim. Tornator... 2005), mutta Forestia Holdingin vastaava korvaus M-realille ja Metsäliitto Osuuskunnalle oli selvästi enemmän eli 13,3 euroa (Yhteismetsä... 2003; Metsäliitto, Suomi-yhtiö... 2004). Pienempien metsä-

löiden kaupoissa puukuutiometristä on maksettu yleensä vieläkin enemmän. Esimerkiksi Metsähallitus maksoi ajanjaksolla 1998–2005 tekemissään metsätilakaupoissa noin 22 euroa pystypuuston kuutiometriä kohti (Tuuri ja Hannelius 2007). Kyseiset metsäkiinteistöt sijaitsivat eteläisessä Suomessa (Oulu–Joensuu-linjan eteläpuolella), mutta niiden puuston keskitilavuus ei juuri poikennut Stora Enson metsistä.

Osa Tornatorin ja Finsilvan metsien kauppahintojen eroista johtunee Stora Enson metsien keskimäärin pohjoisemmasta sijainnista ja puustojen erilaisesta ikäluokkakajaumasta, mutta toisaalta ero näyttäisi säilyvän myös silloin, kun hintoja tarkastellaan pitkän aikavälin kestävien hakkuusuunnitteiden valossa. Finsilva maksoi 410 euroa vuotuisen hakkuusuunnitteen puukuutiometriä kohti, mutta Tornator vain 279 euroa – vuonna 2006 päivitetyn hakkuusuunnitteen mukaan vieläkin vähemmän eli 264 euroa (taulukko 1).

Merkille pantavaa on myös se, että vuonna 2008 Tornatorin Suomessa sijaitsevien metsien arvo oli

Taulukko 1. Tornatorin, Forestian/Finsilvan ja UPM-Kymmenen metsäomaisuus Suomessa ja sen arvo vuosina 2003/2004 ja 2008/2009. Lähde: yhtiöiden vuosikertomukset, UPM-Metsä... (2005) ja Yhteismetsä Forestia... (2003).

	Tornator	Forestia / Finsilva	UPM-Kymmene
Vuonna 2003/2004			
Metsätalousmaata, 1000 ha	613	121	930 ¹
Puuston keskitilavuus, m ³ /ha	90	107	97
Puuston kasvu, m ³ /ha/v	4	5	4
Kestävä hakkuusuunnite, m ³ /ha/v	3,0 (v. 2003)	3,5	2,7
	3,2 (v. 2006)	..	..
Hakkuut ajanjaksolla 2005–2008 m ³ /ha/v	3,0	..	..
Metsien kauppahinta, milj. €	502	172	1275 ²
Metsien kauppahinta, €/ha	819	1421	1371 ²
Metsien kauppahinta, €/pystypuuston m ³	9,1	13,3	14,0 ²
Metsien kauppahinta, €/hakkuusuunnitteen m ³	279 (v. 2003)	410	607 ²
	264 (v. 2006)		
Vuonna 2008/2009			
Metsätalousmaata, 1000 ha	600	134	915 ¹
Puuston keskitilavuus, m ³ /ha	114	..	..
Metsien käypä arvo, milj. €	893	188 ³	1143 ⁴
Metsien käypä arvo, €/ha	1488	1403 ³	1149 ⁴
Metsien käypä arvo, €/pystypuuston m ³	13,1	..	..
Metsien käypä arvo, €/hakkuusuunnitteen m ³	455	..	..

¹ Varsinaisia talousmetsiä 770000 hehtaaria.

² Konsernin Suomessa sijaitsevien metsien käypä arvo, yhtiön oma arvio.

³ Suomalaisen tilinpäätöskäytännön (FAS) mukainen kirjanpitoarvo.

⁴ Konsernin biologisten hyödykkeiden (kasvavan puuston) käypä arvo (pl. Uruguayssa sijaitsevat metsät).

Lukuun sisältyvät Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa sijaitsevat metsät, yhteensä 80000 ha.

.. puuttuva tieto.

noussut jo 455 euroon vuotuisen hakkuusuunnitteen puukuutiometriä kohti eli yli 70 prosenttia suuremmaksi kuin muutamaa vuotta aikaisemmin. Muutos johtui ennen kaikkea vuonna 2007 käyttöön otetusta ja metsäomaisuuttakin koskevasta uudesta arvostuskäytännöstä sekä jossain määrin myös kyseisen ajankohdan korkeista kantohinnoista. Tilinpäätöksissä esitettyjen hakkuusuunnitteita koskevien tietojen perusteella voidaan laskea, että vuonna 2006 toteutetun hakkuusuunnitteen päivitys nosti Tornatorin metsien arvoa vain 5–10 prosenttiyksikköä.

Vertailun vuoksi todettakoon, että Suomen suurin yksityinen metsänomistaja, UPM-Kymmene ilmoitti kotimaassa sijaitsevien metsiensä käyväksi arvoksi vuoden 2003 lopussa keskimäärin 1 371 euroa hehtaaria kohti. Yhtiön julkaisemien muiden tietojen (UPM Metsä... 2004) perusteella voidaan laskea, että pystypuuston kuutiometriä kohti arvo oli 14 euroa ja vuotuista hakkuusuunnitteen puukuutiometriä kohti peräti 607 euroa. Jälkimmäinen, sangen korkea arvo johtunee osin siitä, että yhtiön metsien hakkuusuunnite on nuoriin puustoihin painottuvan ikäluokajakajakauman takia hyvin varovainen, puuston kasvu ylittää sen selvästi. Tosin Tornatorin ja Finsilvan tilanteet ovat tässä suhteessa hyvin samankaltaisia: niilläkin puuston vuotuinen kasvu on selvästi kestävää hakkuusuunnitetta suurempi ja päätehakkuukäisiä metsiä on suhteellisen vähän.

Vertailuissa on syytä ottaa huomioon, että UPM-Kymmene laski metsähehtaarinsa keskimääräisen arvon vuonna 2003 kotimaassa sijaitsevan metsätalousmaansa pinta-alan perusteella. Jos laskelmat tehdään yhtiön kotimaisten varsinaisten talousmetsien pinta-alan perusteella, ts. esimerkiksi kitu- ja joutomaat oletetaan puuntuotannollisesti arvottomiksi, yhtiön metsien käypä arvo nousee yli 1 600 euroon hehtaaria kohti. UPM-Kymmenen metsät sijaitsevat ennen muuta Pirkanmaalla ja Keski-Suomessa – eli osin samoilla alueilla kuin Finsilvan metsät – sekä Etelä-Karjalassa, Savossa ja Kainuussa, joilla alueilla myös Tornator on merkittävä maanomistaja.

8 Tulosten tarkastelu ja johtopäätökset

Metsänomistamiseen keskittyneet osakeyhtiöt Tornator ja Forestia (myöh. Finsilva) perustettiin 2000-luvun alussa, kun Stora Enso ja M-real ensin siirsivät metsänsä tytäryhtiöidensä omistukseen ja sen jälkeen myivät pääosan niiden osakkeista kotimaisille institutionaalisille sijoittajille. Malli omistusjärjestelyihin saatiin Yhdysvalloista, jossa useat suuret metsäteollisuusyhtiöt olivat toteuttaneet samantapaisia järjestelyitä hieman aikaisemmin.

Tulosten perusteella näyttää siltä, että Stora Enso myi metsänsä Tornatorille vuonna 2002 verraten edulliseen hintaan. Vaikka Tornator on kaupan jälkeen myynyt hakkuuoikeuksia noin 365 miljoonan euron edestä ja realisoanut kotimaassa sijaitsevaa maaomaisuuttaan nettomääräisesti yli 15 000 hehtaaria, sen alun perin noin puolella miljardilla eurolla hankkiman metsäomaisuuden kirjanpitoarvo oli vuoden 2009 loppuun mennessä kohonnut lähes 80 prosenttia, noin 890 miljoonaan euroon. Tosin suurin osa arvonnoususta johtuu yhtiön siirtymisestä metsän käypiä arvoja korostavaan IFRS-tilinpäätöskäytäntöön vuonna 2007 ja jossain määrin myös vuosien 2007 ja 2008 poikkeuksellisen korkeista kantohinnoista.

Maanmittauslaitoksen tilastojen mukaan yli 10 hehtaarin metsäkiinteistöjen kauppahinnat nousivat ajanjaksolla 2003–2009 huomattavasti Tornatorin metsien arvoa vähemmän eli noin 32 prosenttia. Tässäkin suhteessa vaikuttaisi siltä, että Tornatorin uudet osakkeenomistajat tekivät aikoinaan varsin edulliset kaupat Stora Enson kanssa.

Stora Enso perusteli aikoinaan metsiensä alhaista hehtaarihintaa halullaan myydä kaikki metsät kerralla pois (Questions... 2002). Varteen otettava vaihtoehto kuitenkin olisi ollut myydä ne pilkottuna usean vuoden aikana. Tämä olisi aiheuttanut jonkin verran lisäkustannuksia ja ehkä markkinahäiriöitäkin, mutta esimerkiksi Ruotsissa paikallinen Metsähallitus, Sveaskog AB, on vuodesta 2003 lähtien myynyt pääosin 50–200 hehtaarin palstoina yhteensä noin 260 000 hehtaaria maata verrattain hyvään hintaan. Toisin kuin Stora Enso, M-real ja Metsäliitto, se on myös onnistunut ajoittamaan myyntinsä kiinteistömarkkinoiden huippuvuosiin.

Yhdysvalloissa metsäteollisuusyhtiöt myivät metsänsä aluksi yleensä yhtenä kokonaisuutena Stora Enson tapaan, mutta sittemmin 2000-luvulla yhtiöiden oivallettua luonnonvarojensa markkina-arvon aikaisempaa paremmin yleistyi käytäntö, jossa maa-alueet pyrittiin myymään pienempinä kokonaisuuksina useille institutionaalisille sijoittajille tai niiden yhteenliittymille. Esimerkiksi maan suurin teollinen metsänomistaja, International Paper, myi pääosan metsistään vuonna 2006 useille eri sijoittajatahoille ja jätti merkittävän osan arvokkaimmista kiinteistö- ja jalostuskohteista itselleen tarkoituksenaan myydä ne myöhemmin pienempinä osina (International Paper agrees... 2006, International Paper... 2006–2010).

Kiinteistösiioittamiseen kuuluu olennaisesti lainarahan käyttö. Tornatorin kohdalla tämä tarkoitti sitä, että yhtiö velkaantui erittäin paljon, kun se osti Stora Enson metsät itselleen vuonna 2002. Taustalla lienee ollut entisen emoyhtiön (Stora Enson) ja yhtiön uusien omistajien (ennen muuta Suomen suurimpien eläke- ja vakuutusyhtiöiden) pyrkimys käyttää hyväksi velkavipua, eli tässä tapauksessa oletusta siitä, että hankittuihin metsäkiinteistöihin sijoitetulle pääomalle saadaan lainarahan korkoa korkeampaa tuottoa.

Velkarahoitus toteutettiin alun perin siten, että Tornator myi kansainvälisille sijoittajille joukko-velkakirjoja, joiden vakuutena olivat yhtiön metsät ja niistä saatavat odotetut tuotot. Sängen monimutkaisilla järjestelyillä saatu lainaraha oli kuitenkin kallista, ja jo muutaman vuoden kuluttua Tornator päätyi järjestelemään pitkäaikaisen rahoituksensa uudelleen. Se lunasti takaisin kaikki vuonna 2002 liikkeelle laskemansa velkakirjalainat ja korvasi ne perinteisillä syndikoiduilla pankkilainoilla. Järjestelystä aiheutui yhtiölle merkittäviä kertaluonteisia kustannuksia, mutta toisaalta vuotuiset korkokulut saatiin alenemaan olennaisesti. Samalla lainaehdot saatiin joustavammiksi siten, että ne käytännössä sallivat liiketoiminnan laajentamisen eli esimerkiksi kohtalaisen mittavat metsien ostot Romaniasta.

Kun Stora Enso toteutti vastaavat metsänomistajärjestelyt Ruotsissa pari vuotta Tornatorin perustamisen jälkeen, uusi metsänomistamiseen keskittynyt osakeyhtiö, Bergvik Skog AB, rahoitti Stora Enson ja Korsnäs AB:n metsien ostot alusta alkaen pääosin syndikoiduilla pankkilainoilla. Suurin osa lainoista on suojattu erilaisin koronvaihtosopimuksin siten, että yhtiön maksama keskikorko on kiinteä ja alle

kuusi prosenttia (Bergvik Skog... 2010). Vain neljäsosa Bergvikin lainakannasta pohjautuu sellaisiin hyvin pitkäaikaisiin, kiinteä- tai korkeakorkoisiin debenttureihin, joiden varaan Tornatorin rahoitus alkuvuosina enimmäkseen perustui.

On vaikea arvioida, miksi Tornator järjesteli rahoituksensa alun perin tavalla, joka osoittautui jo muutaman vuoden päästä yhtiön kannalta kalliiksi tai ainakin epätarkoituksenmukaiseksi. Eräs merkittävä taustatekijä saattoi olla se, että vastaavia metsäomaisuuden arvopaperistamisia ei ollut aikaisemmin toteutettu Euroopassa. Tämä todennäköisesti lisäsi pankkien ja sijoittajien varovaisuutta ja tätä kautta nosti Tornatorin lainoihin liitettyjä riskipremioita. Tornatorin lainarahan hintaan vaikutti luonnollisesti myös vallitseva suhdannetilanne, mutta ainakaan euroalueen laajan rahan määrän kasvuvauhdin (M3) ja korkotason perusteella rahoitusmarkkinat eivät olleet mitenkään erityisen tiukat vuoden 2002 loppupuolella (Euroopan keskuspankin... 2010, Rahamäärän kehitys... 2010). Vastaavasti vuoden 2007 alussa, kun Tornator järjesteli lainansa uudelleen, rahoitusmarkkinoilla oli poikkeuksellisen paljon likviditeettiä, minkä johdosta sen uusien lainojen keskikorko jäi alle viiden prosentin.

Myös Forestia Holding (myöh. Finsilva) velkaantui voimakkaasti, kun se osti Forestia Oy:n ja Suomi-yhtiön metsät vuonna 2005. Bergvikin tapaan yhtiön rahoitus kuitenkin perustui alusta lähtien pankkilainoihin. Finsilva ei ilmoita pitkäaikaisen lainojensa efektiivistä korkoa, mutta yhtiön metsäomaisuuden ja omistuspohjan samoin kuin lainojen nostoajankohdan ja lainakannan suojausasteen perusteella sen voidaan olettaa olevan lähellä Bergvikin vastaavaa eli 5,5 prosenttia. Molemmat yhtiöt luultavasti hyötyivät rahoitusta hankkiessaan siitä, että Tornator oli ehtinyt tuohon mennessä osoittaa sijoittajille liiketoimintansa luonteen ja ehkä osin myös sen vakauden. Bergvikin kohdalla kyseinen vaikutus ei tosin välttämättä ollut kovin merkittävä, koska yhtiö hankki markkinoilta rahoituksen Stora Enson ja Korsnäsän metsien ostolle vain runsas vuosi sen jälkeen, kun Tornator oli toteuttanut alkuperäiset rahoitusjärjestelynsä.

Finsilvan perustamiseen liittynyt rahoitus- ja omistajjärjestely näyttäisi olleen erityisen edullinen Suomi-yhtiölle, joka pystyi sen avulla paitsi käyttämään hyväksi velkavipua, myös hajauttamaan riskiään. Kun keskinäinen henkivakuutusyhtiö aiemmin

omisti sataprosenttisesti noin 14 000 hehtaaria metsää muutaman kunnan alueella, niin vuonna 2005 tehtyjen järjestelyiden jälkeen se on omistanut vajaa 40 prosenttia noin 135 000 hehtaarista, jotka sijaitsevat useiden kymmenien kuntien alueella pääosin eteläisessä Suomessa. Lisäksi Suomi-yhtiö pystyi järjestelyllä vapauttamaan pääomiaan: se sai mestistään 21 miljoonaa euroa mutta sijoitti Finsilvaan pääomaa suoraan vain 12 miljoonaa euroa.

Stora Enso perusteli aikoinaan metsiensä yhtiöittämistä ja myyntiä muun muassa niiden heikolla tuotolla. Metsään sijoitetun pääoman tuotto jäi yhtiön oman ilmoituksen mukaan liian alhaiseksi sen sijoitetun pääoman tuottotavoitteeseen, 13 prosenttiin nähden. Merkillä pantavaa on kuitenkin se, että metsäomaisuudestaan luovuttuaan Stora Enso ei ole yltänyt lähellekään edellä mainittua tuottotavoitettaan. Konsernin sijoitetun pääoman tuotto ilman kertaluonteisia eriä ja käyvän arvon muutoksia oli ajanjaksolla 2003–2009 keskimäärin alle viisi prosenttia; vain vuosina 2006 ja 2007 konserni ylsi metsäomaisuuden yhteydessä liian alhaisena pitämäänsä 6–7 prosentin tuottoon (Stora Enso... 2003–2010).

Edellä esitetty huomioon ottaen olisikin mielenkiintoista verrata Tornatorin ja Finsilvan suhteellista kannattavuutta niiden entisten emon tai konserniyhtiöiden vastaaviin. Uusien metsänomistusyhtiöiden taloudellista toimintaa ja tilinpäätöksiä analysoimalla olisi myös oikeastaan ensimmäistä kertaa mahdollista tarkastella laajamittaisen metsäsijoittamisen kannattavuutta Suomessa ja verrata sitä esimerkiksi Stora Enson aikoinaan esittämiin lukuihin metsään sidotun pääoman tuotosta.

Laajemman näkökulman saavuttamiseksi Tornatorin ja Finsilvan pääomarakennetta, rahavirtoja, vakavaraisuutta ja taloudellista suorituskykyä olisi tarpeen verrata myös muihin kiinteistöihin sijoitaviin yhtiöihin – esimerkiksi Helsingin arvopaperipörssissä noteerattuihin kiinteistöyhtiöihin. Ne edustavat monelle rahoitusmarkkinoilla keskeisessä asemassa olevalle institutionaaliselle sijoittajalle metsään verrattavissa olevaa ja osin sille myös vaihtoehtoja sijoituskohdetta. Kyseisten analyysien perusteella olisi mahdollista tarkentaa arvioita Stora Enson ja Metsäliiton vuosina 2001–2005 toteuttamien metsänomistusjärjestelyiden edullisuudesta erityisesti Tornatorin ja Finsilvan uusien osakkeenomistajien kannalta.

Kiitokset

Kiitän käsikirjoituksen tarkastajia sekä Jukka Aarniota, Harri Hännistä, Veli-Pekka Järveläistä, Jussi Leppästä, Henrik Niemistä, Markku Penttistä, Yrjö Sevolaa ja Harri Viitaniemeä arvokkaista kommentteista ja parannusehdotuksista.

Kirjallisuus

- Ahlström Capital Oy, vuosikertomukset 2001–2004. 2002–2005. [Verkkodokumentteja]. Saatavissa: <http://www.ahlstromcapital.com>. [Viitattu 3.7.2009].
- Ahvenainen, J. 1992. Enso-Gutzeit Oy 1872–1992. Osa II, vuodet 1924–1992. Gummerus, Jyväskylä.
- Airaksinen, M. 2008. Summa-arvomenetelmä metsän markkina-arvon määrittämisessä. Maanmittauslaitoksen julkaisuja 108. Saatavissa: <http://www.lib.tkk.fi/Diss/2008/isbn9789512292677>. [Viitattu 3.7.2009].
- Bergvik Skog AB, annual reports and consolidated financial statements, fiscal years 2004–2009. 2005–2010. [Verkkodokumentteja]. Saatavissa: <http://www.bergvikskog.se>. [Viitattu 14.4.2010].
- Botnia Oy, vuosikertomus 2009. 2010. [Verkkodokumentti]. Oy Metsä-Botnia Ab. Saatavissa: <http://www.botnia.com>. [Viitattu 11.4.2010].
- Clutter, M., Mendell, B., Newman, D., Wear, D. & Greis, J. 2005. Strategic factors driving timberland ownership changes in the U.S. South. USDA Forest Service, Southern Research Station.
- Euroopan keskuspankin ohjauskorko ja 12 kuukauden euribor. 2010. [Verkkodokumentti]. Suomen Pankki. Saatavissa: <http://www.bof.fi>. [Viitattu 14.6.2010].
- Evli mutual funds, annual review 30 December 2006. 2007. [Verkkodokumentti]. Evli Fund Management Company Ltd. Saatavissa: <http://www.evli.com>. [Viitattu 14.4.2010].
- Finsilva Oyj, tilinpäätökset, vuodet 2005–2009. 2006–2010.
- Forestia Oy perustaa Yhteismetsä Forestian. 2003. [Verkkodokumentti]. Forestia Oy:n lehdistötiedote 14.11.2003. Saatavissa: <http://www.pressi.com>. [Viitattu 11.8.2009].
- Forestia Oy, tilinpäätökset, vuodet 2002–2005. 2003–2006.

- Forestia siirtyi Finsilva Oyj:n omistukseen. 2005. [Verkkodokumentti]. Metsäliitto Osuuskunnan tiedote 25.2.2005. Saatavissa: <http://www.metsaliitto.fi>. [Viitattu 22.5.2009].
- Georgia-Pacific, company overview. 2010. [www-sivusto]. Georgia-Pacific. Saatavissa: <http://www.gp.com/aboutus/history/index.html>. [Viitattu 18.6.2010].
- Hackman myy metsänsä Metsähallitukselle. 2003. Hackman Oyj:n pörssitiedote 22.12.2003.
- Hannellius, S. 2000. Kiinteistöarviointimenetelmät ja niiden soveltaminen metsäomaisuuden arviointiin. Metsätutkimuslaitoksen tiedonantoja 762.
- & Airaksinen, M. 2005. Kauppahintatilastot metsätilojen kiinteistöarvioinnin ja markkina-analyysin tukena. Maanmittaus 80: 42–88.
- Hetemäki, L. & Hänninen, R. 2009. Arvio Suomen puunjalostuksen tuotannosta ja puunkäytöstä vuosina 2015 ja 2020. Metlan työraportteja 122. Saatavissa: <http://www.metla.fi/julkaisut/workingpapers/2009/mwp122.htm>. [Viitattu 22.5.2010].
- Holmen annual report 2009. 2010. [Verkkodokumentti]. Holmen AB. Saatavissa: <http://www.holmen.com>. [Viitattu 14.4.2010].
- Hyytiäinen, K., Hannellius, S. & Salminen, O. 2007. Yksityismetsien arvo tuottoarvolaskelmien ja markkina-arvojen mukaan. Maanmittaus 82(2): 28–44.
- , Tahvonen, O. & Valsta, L. 2010. Taloudellisesti optimaalisista harvennuksista ja kiertoajoista männylle ja kuuselle. Metlan työraportteja 143. 53 s. Saatavissa: <http://www.metla.fi/julkaisut/workingpapers/2010/mwp143.htm>. [Viitattu 16.6.2010].
- IFRS-tilinpäätöksen keskeiset periaatteet. 2006. Yritystutkimusneuvottelukunta ry. [Verkkodokumentti]. Saatavissa: <http://www.yritystutkimusneuvottelukunta.fi>. [Viitattu 22.6.2009].
- International Paper agrees to sell 5.1 million acres of U.S. forestland for approximately \$6.1 billion. 2006. [Verkkodokumentti]. International Paper Company, news release 4.4.2006. Saatavissa: <http://www.ipaper.com>. [Viitattu 14.4.2009].
- International Paper, annual and quarterly reports 2006–2009. 2007–2010. [Verkkodokumentteja]. International Paper Company. Saatavissa: <http://www.ipaper.com>. [Viitattu 28.4.2010].
- Järveläinen, V.-P. 2007. Yksityismetsätalouden vuosikymmenet Suomessa. TTS tutkimuksen julkaisuja 400.
- Kiinteistöjen kauppahintatilasto 2003. 2004. Maanmittauslaitos. Helsinki.
- Kiinteistöjen kauppahintatilasto 2009. 2010. Maanmittauslaitos. Helsinki.
- Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336.
- Kuuluvainen J. & Valsta, L. 2009. Metsäekonomian perusteet. Gaudeamus, Helsinki.
- Leppänen, J. & Ollonqvist, P. 2002. Metsäteollisuuden metsien omistusjärjestelyt. Teoksessa: Metsäsektorin suhdannekatsaus 2002–2003. Metsäntutkimuslaitos. s. 58–60.
- Lönnstedt, L. 2007. Industrial timberland ownership in the USA: arguments based on case studies. *Silva Fennica* 41: 379–391.
- Markförsäljning stärker enskilt jord- och skogsbruk. Utvärdering av Sveaskogs markförsäljning 2002–2006. 2007. [Verkkodokumentti]. Sveaskog Förvaltnings AB. Saatavissa: <http://www.sveaskog.se>. [Viitattu 14.4.2009].
- Metinfo, metsänomistajapalvelu. 2010. [www-sivusto]. Metsäkiinteistöjen kauppahinnat. Metsäntutkimuslaitos. Saatavissa: <http://www.metla.fi/metinfo/mo/rek/metsatila.htm>. [Viitattu 18.8.2010].
- Metsäliitto-konserni, vuosikertomukset ja osavuositiedot, vuodet 2001–2009. 2002–2010.
- Metsäliitto, Suomi-yhtiö ja MTK ostavat M-realin metsät. 2004. [Verkkodokumentti]. Metsäliitto Osuuskunnan tiedote 30.12.2004. Saatavissa: <http://www.metsaliitto.fi>. [Viitattu 14.4.2009].
- Metsätalastolliset vuosikirjat 2006–2009. 2006–2009. Metsäntutkimuslaitos.
- M-real aiesopimukseen metsäomaisuutensa myynnistä. 2004. [Verkkodokumentti]. M-real Oyj:n pörssitiedote 30.12.2004. Saatavissa: <http://www.m-real.com>. [Viitattu 23.6.2009].
- M-real Oyj, tilinpäätösraportit, vuosikertomukset ja osavuositiedot, vuodet 2001–2009. 2002–2010.
- Niemi, E. & Sandström, T. 2007. Suomen kansanvarallisuuden rakenne on muuttunut. *Tieto&trendit* 12/2007. Tilastokeskus.
- Nordea-sijoitusrahastot, puolivuotiskatsaus 30.6.2003. 2003. [Verkkodokumentti]. Nordea Rahastoyhtiö Suomi Oy. Saatavissa: <http://www.nordea.com>. [Viitattu 14.4.2010].
- Notice to the holders of Tornator Finance p.l.c. 2006. [Verkkodokumentti]. Tornator Oy. Saatavissa: <http://www.tornator.fi>. [Viitattu 14.4.2009].
- Ny prisstatistik från LRF Konsult avseende våren 2008. 2008. [Verkkodokumentti]. LRF Konsult, pressmeddelande 20.8.2008. Saatavissa: <http://www.konsult.lrf>.

- se. [Viitattu 14.4.2009].
- Oy Metsä-Botnia Ab. 2010. <http://www.botnia.com/default.asp?path=1,66,96>. [Viitattu 28.4.2010].
- Paananen, R. 2007. Summa-arvomenetelmän aputaulukot. Metsätalouden kehittämisskeskus Tapio.
- 2009. Metsän arvon määrittämisen periaatteet ja menetelmät. Teoksessa: Paananen, R., Uotila, E., Liljeroos, H. & Tilli, T. 2009. Metsän arvo. Arvon määrittäminen, kannattavuus, sijoitus, verotus ja metsätilan kauppaa. Metsäkustannus, Hämeenlinna.
- Peltola, L. & Mäkinen, H. 2003. Whole-business securitization of forest assets in Finland. *International Financial Law Review, Supplement: Structured Finance Yearbook 2003*. [Verkkodokumentti]. Saatavissa: <http://www.iflr.com>. [Viitattu 14.4.2009].
- Plum Creek, annual report 2009. 2010. [Verkkodokumentti]. Plum Creek Timber Company. Saatavissa: <http://www.plumcreek.com>. [Viitattu 18.6.2010].
- Questions and answers related to Stora Enso forest restructuring. 2002. [Verkkodokumentti]. Stora Enso Oyj. Saatavissa: <http://www.storaenso.com>. [Viitattu 24.9.2009].
- Rahamäärän kehitys euroalueella. 2010. [Verkkodokumentti]. Suomen Pankki. Saatavissa: <http://www.bof.fi>. [Viitattu 14.4.2010].
- Regeringens proposition 2009/10:169. [Verkkodokumentti]. Saatavissa: <http://www.riksdagen.se>. [Viitattu 29.4.2010].
- SCA annual report 2009. 2010. [Verkkodokumentti]. Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA. Saatavissa: <http://www.sca.com>. [Viitattu 14.4.2010].
- Securitization deals of the year. 2003. *International Financial Law Review, Supplement: IFLR European awards 2002*. [Verkkodokumentti]. Saatavissa: <http://www.iflr.com>. [Viitattu 14.4.2009].
- Skogsstatistisk årsbok 2009. 2009. Skogsstyrelsen. Saatavissa: <http://www.svo.se>. [Viitattu 28.4.2010].
- Stora Enso finalises the ownership restructuring of its forestlands in Sweden and Canada. 2004. Stora Enso Oyj Stock Exchange Release 18.3.2004. [Verkkodokumentti]. Saatavissa: <http://www.storaenso.com>. [Viitattu 14.4.2010].
- Stora Enso Oyj, vuosikertomukset ja osavuosisikatsaukset, vuodet 2001–2009. 2002–2010.
- Stora Enson metsäomaisuuden myynti saatu päätökseen. 2002. Stora Enso, News release 4.12.2002. [Verkkodokumentti]. Saatavissa: <http://www.storaenso.com>. [Viitattu 14.4.2009].
- Suomen joukkovelkakirjalainat 2005. 2006. [Verkkodokumentti]. Suomen Pankki. Saatavissa: <http://www.bof.fi>. [Viitattu 14.4.2009].
- Suomen joukkovelkakirjalainat 2007. 2008. [Verkkodokumentti]. Suomen Pankki. Saatavissa: <http://www.bof.fi>. [Viitattu 14.4.2009].
- Suomen Metsäosuus Oy, tilinpäätökset, vuodet 1999–2002. 2000–2003.
- Suomen valtion viitelainojen korot. 2010. [Verkkodokumentti]. Suomen Pankki. Saatavissa: <http://www.bof.fi>. [Viitattu 22.6.2010].
- Suomen yhteismetsät. Rekisteritilanne 16.7.2009. 2010. [Verkkodokumentti]. Maanmittauslaitos. Saatavissa: http://www.maanmittauslaitos.fi/yhteismetsat_20090716.pdf. [Viitattu 14.6.2010].
- Suomi-yhtiön metsät Forestia Holding Oy:lle. 2005. [Verkkodokumentti]. Suomi-yhtiö, lehdistötiedote 31.1.2005. Saatavissa: <http://www.suomi-yhtio.fi>. [Viitattu 14.4.2009].
- Sveaskogs verksamhetsberättelsen, åren 2002–2009. 2003–2010. [Verkkodokumentteja]. Sveaskog AB. Saatavissa: <http://www.sveaskog.se>. [Viitattu 14.4.2010].
- Sveaskogs fastighetspolicy. 2009. [Verkkodokumentti]. Sveaskog AB. Saatavissa: <http://www.sveaskog.se>. [Viitattu 14.4.2009].
- Tapiola-rahastot, vuosikertomus 2004. 2005. [Verkkodokumentti]. Tapiola Rahastoyhtiö Oy. Saatavissa: <http://www.tapiola.fi>. [Viitattu 14.4.2010].
- Tornator siirtyi ostopuolelle. 2008. Metsäraha, OP-Pohjola-ryhmän maa- ja metsälehti 1/2008. s. 12.
- Tornator (Timberland) Oy, vuosikertomukset ja tasekirjat, vuodet 2002–2009. 2003–2010. [Verkkodokumentteja]. Tornator Oy. Saatavissa: <http://www.tornator.fi>. [Viitattu 14.4.2010].
- Tornator gets domestic owners. 2002. [Verkkodokumentti]. Tornator Oy, news release, december 2002. Saatavissa: <http://www.tornator.fi>. [Viitattu 14.4.2009].
- Tuuri, A. & Hannelius, S. 2007. Metsähallituksen metsätalakaupat luonnonsuojelua ja metsätaloutta varten 2004 ja 2005. *Metlan työraportteja 55*. [Verkkojulkaisu]. Saatavissa: <http://www.metla.fi/julkaisut/workingpapers/2007/mwp055.htm>.
- UPM tarjoaa uutta ratkaisua metsänomistukseen. 2009. [Verkkodokumentti]. UPM:n lehdistötiedote 11.2.2009. Saatavissa: <http://www.upm-kymmene.com>. [Viitattu 10.8.2009].
- UPM-Kymmene Oyj, vuosikertomukset ja osavuosisikatsaukset, vuodet 2000–2009. 2001–2010.

- UPM Metsä, EMAS ympäristöselonteko 2004. 2005. UPM-Kymmene Oyj.
- Valtion eläkerahaston vuosikertomus 2003. 2004. [Verkkodokumentti]. Valtion eläkerahasto. Saatavissa: <http://www.ver.fi>. [Viitattu 14.4.2010].
- Viitala, E.-J. 2001. Miksi metsäteollisuus haluaa myydä metsänsä? Teoksessa: Metsäsektorin suhdannekatsaus 2001–2002. Metsäntutkimuslaitos. ss. 60–63.
- 2006. Valtion, yritysten ja yhteisöjen metsänomistuksen kehitys. Teoksessa: Hetemäki, L., Harstela, P., Hynynen, J., Ilvesniemi, H. & Uusivuori, J. (toim.). Suomen metsiin perustuva hyvinvointi 2015. Katsaus Suomen metsäalan kehitykseen ja tulevaisuuden vaihtoehtoihin. Metlan työraportteja 26. Metsäntutkimuslaitos. ss. 77–82.
- 2008. Kiinteistö- ja sijoitusrahastot uusina metsänomistusmuotoina. Metsätieteen aikakauskirja 1/2008: 42–54.
- White & Case in innovative forest securitization. 2002. White & Case news release 13.12.2002. Saatavissa: <http://www.whitecase.com/news/detail.aspx?news=640>. [Viitattu 9.4.2010].
- Yhteismetsä Forestia, uusi vaihtoehto metsänomistajalle. 2003. Metsäliiton Viesti 5/2003, s. 6–7.
- Yhteismetsä Forestian toiminta käynnistyi. 2004. [Verkkodokumentti]. Metsäliitto Osuuskunnan lehdistötiedote 22.4.2004. Saatavissa: <http://www.metsaliitto.fi>. [Viitattu 11.8.2009].
- Yin, R., Caulfield, J. Aronow, M.E. & Harris, T.G. 1998. Industrial timberland: current situation, holding rationale, and future development. *Forest Products Journal* 48: 43–48.
- , Harris, T.G. & Izlar, B. 2000. Why forest products companies may need to hold timberland. *Forest Products Journal* 50: 39–44.

80 viitettä