



LAUREA
AMMATTIKORKEAKOULU

Uuden edellä

Sijoituskiinteistöjen arvostaminen

Makkonen, Topias & Nuolivirta, Pietari

2014 Leppävaara

Laurea-ammattikorkeakoulu
Laurea Leppävaara

Sijoituskiinteistöjen arvostaminen

Topias Makkonen &
Pietari Nuolivirta
Liiketalouden koulutusohjelma
Opinnäytetyö
Joulukuu, 2014

Topias Makkonen & Pietari Nuolivirta

Sijoituskiinteistöjen arvostaminen

Vuosi 2014 Sivumäärä 52

Tämän opinnäytetyön aiheena on sijoituskiinteistöjen arvostaminen. Tarkoituksena on tuottaa syvällistä ja yksityiskohtaista tietoa sijoituskiinteistöjen arvostamisesta. Vastaavanlaisten opinnäytetöiden vähäinen määrä ja aiheen ajankohtaisuus vaikuttivat aiheen valintaan. Tavoitteena on lisätä aiheesta kiinnostuneiden ymmärrystä, kuinka sijoituskiinteistöjä arvostetaan.

Teoreettinen viitekehys koostuu kansainvälisistä standardeista ja kansallisesta lainsäädännöstä. Kansainvälisiin standardeihin kuuluvat IFRS-tilinpäätösstandardit ja IVS-standardit, jotka käsittelevät kiinteistöjen arvostamista. Kansallinen lainsäädäntö pitää sisällään useita lakeja, jotka käsittelevät sijoituskiinteistöjen arvostamista ja raportointia.

Tutkimus toteutettiin tapaustutkimuksena ja menetelmänä käytettiin laadullista eli kvalitatiivista tutkimusotetta. Kvalitatiivinen tutkimus tehtiin puolistrukturoituna haastatteluna eli teemahaastatteluna. Opinnäytetyössä haastateltiin kiinteistöarvioijia, KHT-tilintarkastajaa ja Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj:n edustajaa. Teemahaastattelun tukena käytettiin teoriapohjaa sekä Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj:n omistamien sijoituskiinteistöjen arvoja eri ajankohtina.

Sijoituskiinteistöjä arvostetaan yleisesti joko hankintamenomallin tai käyvän arvon mallin mukaan. Käyvän arvon mallia sovellettaessa käytetään arvonmäärityksen apuna kauppavomenetelmää, tuottoarvomenetelmää tai kustannusarvomenetelmää. Useampia kiinteistöjä arvostettaessa voidaan käyttää massa-arviointimenetelmiä, jotka perustuvat kauppaveroon. Kiinteistöjen arvoon vaikuttavat ainakin kohteen sijainti, ikä, ominaisuudet ja taloudellinen tilanne. Kiinteistöjä arvioitaessa on tärkeä ymmärtää arvostusprosessi kokonaisuudessaan sekä se, mitkä tekijät vaikuttavat arvonmuodostukseen. Haasteita kiinteistöarviointiin tuovat markkinainformaation puuttuminen, kasvanut sääntelyn määrä ja asiakkaiden kohonnut vaatimustaso.

Topias Makkonen & Pietari Nuolivirta

The Valuation of Investment Properties

Year	2014	Pages	52
------	------	-------	----

The purpose of this thesis is to produce profound and detailed information about the appreciation of investment properties. The lack of similar work and the topicality of the subject affected the choice of the subject. The objective of the thesis is to increase the understanding of how investment properties are appraised.

The theoretical framework consists of international standards and national legislation. The international standards include International Financial Reporting Standards (IFRS) and International Valuation Standards (IVS), which concern the appreciation of real estate. The national legislation contains several laws that address the appreciation and reporting of investment properties.

The research was carried out as a case study by using a qualitative research method. The qualitative research was conducted as a semi-structured interview. The authors of the thesis interviewed property appraisers, a KHT auditor and a representative of Orava Real Estate Investment Trust Company. The theoretical framework and the values of investment properties of Orava from 2011 to 2014 were used as support for the theme interviews.

Investment properties are generally appraised either according to the cost model or the fair value model. Organizations use the market value method, the yield value method or the cost value method to help define real value when adapting the fair value model. When appreciating several properties, organizations can use mass valuation methods to define the value. Mass valuation methods are based on the market value. The value of a property is influenced by several different factors, such as its location, age and other features, as well as the current economic circumstances. When valuating properties it is important to understand the whole valuation process as well as which factors affect the formation of value. The challenges when appraising properties are the lack of market information, an increasing amount of regulation and the rising requirements of customers.

Keywords IFRS, valuation, investment property, real estate appraisal, auditing, Orava

Sisällys

1	Johdanto.....	6
2	Teoreettinen viitekehys.....	7
2.1	IFRS-tilinpäätösstandardit - IAS 40.....	8
2.1.1	Määritelmä.....	8
2.1.2	Kirjaaminen.....	9
2.1.3	Arvostaminen kirjaamisen tapahtuessa.....	9
2.1.4	Arvostaminen kirjaamisen jälkeen.....	10
2.1.5	Käyvän arvon malli.....	11
2.1.6	Hankintamenomalli.....	12
2.1.7	Siirrot.....	12
2.1.8	Tilinpäätöksessä esitettävät tiedot.....	13
2.2	IFRS-tilinpäätösstandardit - IFRS 13 Käyvän arvon määrittäminen.....	15
2.3	IVS-standardit.....	18
2.4	Kansallisen lainsäädäntö.....	20
2.4.1	Kirjanpitolaki.....	20
2.4.2	Kiinteistörahastolaki.....	21
2.4.3	Sijoitusrahastolaki.....	22
2.4.4	Muu kansallinen lainsäädäntö.....	23
2.5	Investointiteoreettinen lähestymistapa arvonmäärittämiseen.....	24
3	Tutkimus.....	25
3.1	Tutkimusmenetelmät.....	25
3.2	Kiinteistöjen arvostaminen kiinteistöarvioijan näkökulmasta.....	26
3.3	Orava Asuntorahasto Oyj.....	31
3.3.1	Orava Asuntorahaston kiinteistösijoitustoiminnan säännöt.....	33
3.3.2	Orava Asuntorahaston asuntojen arviointimalli.....	34
3.3.3	Ekonometrisen mallin soveltaminen kiinteistöarvioinnissa.....	36
3.3.4	Arviointimallin tuottama data.....	39
3.4	KHT-tilintarkastajan haastattelu.....	44
4	Johtopäätökset.....	45
	Lähteet.....	48
	Kuvat.....	51
	Kuviot.....	52

1 Johdanto

Opinnäytetyön aihe on sijoituskiinteistöjen arvostaminen. Opinnäytetyö lähti liikkeelle kiinnostuksesta osake- ja kiinteistösjoittamiseen sekä tilinpäätösanalyysiin. Opinnäytetyöprosessin alkuvaiheessa molemmilla opinnäytetyön tekijöillä oli jo henkilökohtaisia sijoituksia, ymmärrystä kiinteistömarkkinoista ja kokemusta tilinpäätösanalyysien tekemisestä opintojensa ja työtehtäviensä kautta. Aiheen valintaan liittyi myös vahva kiinnostus tilintarkastukseen ja tilintarkastajan työhön. Opinnäytetyön tarkoituksena on lisätä tekijöiden ammatillista osaamista sijoituskiinteistöjen arvostamisesta ja syventää tilinpäätösanalysoinnin taitoja.

Opinnäytetyön teoreettinen viitekehys perustuu sijoituskiinteistön määritelmään, sijoituskiinteistöjen arvostamiseen liittyviin kansallisiin lakeihin ja kansainvälisiin tilinpäätös- ja arviointistandardeihin. Kansallisilla laeilla tarkoitetaan suomalaisia yhteisöjä koskevaa lainsäädäntöä. Kansainvälinen lainsäädäntö pohjautuu IFRS- ja IVS-standardeihin, joita myös osa suomalaisista yrityksistä noudattaa. Opinnäytetyö painottuu kansainvälisiin standardeihin, sillä kansallinen lainsäädäntö sisältää suhteessa vähemmän viittauksia sijoituskiinteistöihin ja niiden arvostamiseen.

Opinnäytetyö toteutetaan tapaustutkimuksena. Tapaustutkimuksen tavoitteena on tuottaa syvällistä ja yksityiskohtaista tietoa tutkittavasta tapauksesta. Opinnäytetyön tutkimusmenetelmänä käytetään laadullista eli kvalitatiivista tutkimusta. Kvalitatiivinen tutkimus toteutetaan puolistrukturoituna haastatteluna eli teemahaastatteluna ennalta määritetyille kohdeyleisölle. Kohdeyleisö muodostuu kahdesta auktorisoidusta kiinteistöarviointitoimijasta, KHT-tilintarkastajasta ja Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj:n edustajasta. Haastatteluissa hyödynnetään teoreettisen viitekehyksen lisäksi opinnäytetyöntekijöiden laatimaa haastattelu-pohjaa ja Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj:n raportoimia sijoituskiinteistöjen arvoja eri ajan-kohtina. Tutkimusosan tavoitteena on tuottaa syvällistä tietoa ja asiantuntijoiden näkemystä sijoituskiinteistöjen arvostamisesta ja arvostusmalleista.

Lisäksi tutkimusosassa tarkastellaan yksityiskohtaisemmin julkisesti noteeratun asuntorahasto-osakeyhtiön, Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj:n, sijoituskiinteistöjen arvostamista ja arvonneu-
muutoksia eri ajankohtina. Julkisesti noteerattua osakeyhtiömuotoista asuntorahastoa kutsutaan nimellä REIT (Real Estate Investment Trust). REITit ovat yleisiä maailmanlaajuisesti, mutta Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj on tällä hetkellä ainoa Suomessa toimiva REIT-yritys. Yritys on ollut listattuna NASDAQ OMX Helsingissä syyskuusta 2013 lähtien. Oravan liiketoiminta, ajankohtaisuus Suomessa ja avoin raportointi vaikuttivat esimerkkiyrityksen valintaan.

Opinnäytetyön viimeinen luku sisältää haastattelujen tulosten analysoinnin ja tulosten pohjalta tehdyt johtopäätökset sijoituskiinteistöjen arvostamisesta.

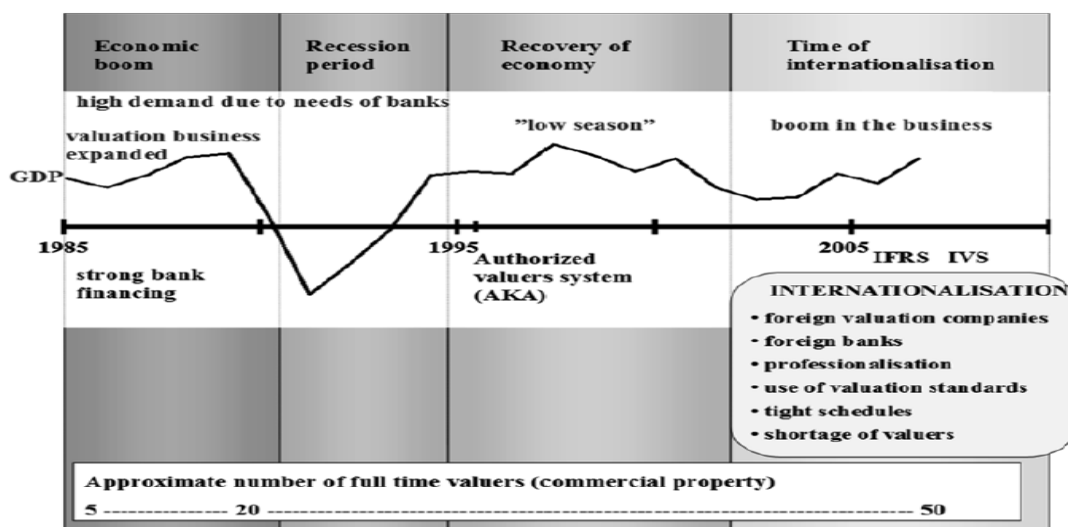
2 Teoreettinen viitekehys

Aalto-yliopiston professorien teettämän tutkimuksen mukaan kiinteistöjen arvostaminen Suomessa vuosina 1980-2007 voidaan jakaa karkeasti ottaen neljään erilliseen vaiheeseen:

- 1) Arvostustoiminta ennen 1990-luvun alussa alkavaa lamaa (1980-1989)
 - 2) Arvostustoiminta laman aikana (1990-1994)
 - 3) Arvostustoiminta laman jälkeen (1995-2000)
 - 4) Arvostustoiminta kansainvälistymisen aikana (2001-2007)
- (Kallio, ym. 2012, 99.)

Kahta ensimmäistä vaihetta ohjasi vahvasti pankkien toiminta. Kolmatta vaihetta voidaan kuvata muutoksen ja palveluiden hiljaisen kauden ajaksi. Neljännessä vaiheessa arvostamisen koko ympäristö ja luonto muuttuivat ja ympäristö oli erilainen kuin aikaisemmin. (Kallio, ym. 2012, 99.)

1980-luvun lopussa alkaneen kiinteistöbuumin johdosta kiinteistöjen arvostustoiminta alkoi kehittyä merkittävästi. Uusia, kokoaikaisia arvioijia alkoi ilmestyä ja erillisiä arviointitoimijoita perustettiin. Pankkilainojen yleistyessä tarve arvostamiselle oli korkea. Samoin tarve listatuille kiinteistöyhtiöille alkoi näkyä. Laman aikana arvostustoiminnalla meni hyvin korkean kysynnän ansiosta. Kaupankäyntiä kiinteistöjen osalta ei ollut paljon, mutta pankit tarvitsivat luotettavaa arviointia konkurssipesien arvoista ja kiinteistöistä. Laman jälkeinen vaihe oli arvostusliiketoiminnan hiljainen kausi. Pankit eivät halunneet rahoittaa tai myöntää luottoja rahoitukseen, kukaan ei halunnut maksaa arvioinnin teettämisestä ja palveluntuottajien tarvitsemat resurssit laskivat. Taantuman jälkeistä aikaa seurannut kansainvälistymisen aika toi uutta virtaa arvostustoimintaan. (Kallio, ym. 2012, 110.)



Kuva 1: Kiinteistöjen arvostustoiminnan kehityksen pääkohdat (Kallio, ym. 2012, 111.)

Teoreettinen viitekehys koostuu pääsääntöisesti laeista ja standardeista, jotka ohjaavat sijoituskiinteistöjen arvostamista yhteisöjen tilinpäätöksissä ja raportoinnissa. Suurimmaksi osaksi Suomessa toimivia sijoituskiinteistöjä omistavia yhteisöjä ohjaa kansallinen lainsäädäntö. Mikäli yritys on julkisesti noteerattu pääomamarkkinoilla Euroopan unionin alueella, yritykseltä edellytetään raportointia IFRS-tilinpäätösstandardien mukaisesti. Tilintarkastusalan kansainvälinen järjestö International Financial Reporting Standards Foundation on kansainvälinen toimija, joka on määritellyt standardit sijoituskiinteistöjen arvostamista ja käyvän arvon määrittämistä varten. Yritystä voi sitoa myös kansainvälinen lainsäädäntö, mikäli yritys toimii Suomen rajojen ulkopuolella. (IFRS-standardit 2010, 8.)

Edellä mainittujen määräysten lisäksi yhteisöjä ohjaavat myös IVS-standardit, jotka sisältävät määritelmiä sijoituskiinteistöjen arvostamisesta. Myös Keskuskaupakamari on määritellyt oman ohjeensa hyvän kiinteistöarviointitavan noudattamisesta, joka pohjautuu IVS-standardeihin. IVS-standardit on määritellyt IVSC (International Valuation Standards Council). (Keskuskaupakamari 2008.)

Sijoituskiinteistöjen arvostamiseen liittyviä kansallisia lakeja ovat kirjanpitolaki, kiinteistörahastolaki, sijoitusrahastolaki, laki elinkeinotulon verottamisesta ja laki varojen arvostamisesta verotuksessa. Teoreettinen viitekehys sisältää myös kuvauksen yleisimmin käytetyistä arvostamismenetelmistä, joita ovat kauppaa-arvo-, tuottoarvo- ja kustannusarvomenetelmä.

2.1 IFRS-tilinpäätösstandardit - IAS 40

Euroopan unionin alueella julkisilla pääomamarkkinoilla noteeratuilta yrityksiltä edellytetään IFRS-standardien mukaista konsernitilinpäätöstä. Sijoituskiinteistöjen arvostamiseen liittyviä IFRS-standardeja ovat IAS 40, joka käsittelee sijoituskiinteistöjä ja IFRS 13-standardi, joka sisältää käyvän arvon määrittämisen periaatteita. (IFRS-standardit 2010, 8.)

2.1.1 Määritelmä

IAS 40 -standardi on kansainvälinen tilinpäätösstandardi, joka käsittelee sijoituskiinteistöjä. Standardi sisältää määräyksiä sijoituskiinteistöjen käsittelystä kirjanpidossa ja tietojen esittämisestä tilinpäätöksessä. Sijoituskiinteistöllä tarkoitetaan kiinteistöä, joka voi olla maa-alue tai rakennus. Yhteisön omistuksessa olevalla sijoituskiinteistöllä pyritään hankkimaan vuokratuottoa, omaisuuden arvonnousua tai niitä molempia. Kun kiinteistö on omassa käytössä, yhteisö käyttää sitä hallinnollisiin tarkoituksiin, tavaroiden tai palvelujen tuottamiseen. Poiketen omaan käyttöön tarkoitetuista kiinteistöistä sijoituskiinteistö kerryttää rahavirtoja muista omaisuuseristä huolimatta. Omassa käytössä oleviin kiinteistöihin sovelletaan IAS 16 -

standardia, joka käsittelee aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä. (IFRS-standardit 2010, 756-757)

Jos kiinteistöä käytetään sekä sijoituskiinteistönä että omassa käytössä, niin yhteisö käsittelee osia erikseen kirjanpidossa ja tilinpäätöksessään, mikäli osat ovat erikseen myytävissä. Mikäli osat eivät ole erikseen myytävissä, kiinteistö on sijoituskiinteistö ainoastaan, jos kiinteistön käyttö yhteisön omassa käytössä on vähäistä. Esimerkki vähäisestä omasta käytöstä on kiinteistön omistajan tarjoamat turvallisuus- tai huoltopalvelut vuokralaiselle. Tällaisessa tilanteessa kiinteistöä käsitellään sijoituskiinteistönä. Jos hotelli-kiinteistön omistaja tarjoaa palveluita asiakkailleen, ne muodostavat ison osan kiinteistön käytöstä. Tällöin kiinteistöä pidetään omassa käytössä olevana kiinteistönä. Todellisuudessa sijoituskiinteistön määrittelyminen voi olla hankalaa, minkä takia se vaatii harkintaa. Yhteisön tehtävä on kehittää arviointikriteerit toteuttaakseen johdonmukaisesti sijoituskiinteistön määritelmään liittyviä ohjeistuksia. Jos kiinteistön luokittelu joko omaan käyttöön tarkoitetuksi tai sijoituskiinteistöksi on vaikeaa, yhteisön on esitettävä tilinpäätöksessään kriteerit sijoituskiinteistöjen erottamisesta omassa käytössä olevista kiinteistöistä. (IFRS-standardit 2010, 758.)

2.1.2 Kirjaaminen

Sijoituskiinteistö voidaan merkitä taseeseen omaisuuseräksi silloin, kun sijoituskiinteistöön liittyvä taloudellinen hyöty koituu yhteisön hyväksi ja sijoituskiinteistön hankintameno on luotettavasti määritettävissä. Yhteisö ei voi sisällyttää sijoituskiinteistön kirjanpitoarvoon kiinteistön huoltomenoja. Huoltomenoja ovat esimerkiksi henkilöstö- ja tarvikemenot. Menot kirjataan tulosvaikutteisesti. Sijoituskiinteistön osia voidaan korvata uusilla, jolloin uudistamisesta syntyneet menot kirjataan kirjanpitoarvoon. Sijoituskiinteistön vanhat osat kirjataan pois taseesta IAS 40 -standardin taseesta pois kirjaamista koskevien määräysten mukaisesti. (IFRS-standardit 2010, 759.)

2.1.3 Arvostaminen kirjaamisen tapahtuessa

Sijoituskiinteistöä hankittaessa se arvostetaan ensimmäisellä kerralla taseessa hankintamenoon. Hankintameno sisältää hankinnasta aiheutuvat transaktiomenot. Hankintamenolla tarkoitetaan sijoituskiinteistön ostohintaa ja ostosta johtuvia välittömiä menoja. Näihin välittömiin menoihin kuuluvat asiantuntijapalkkiot lainopillisista palveluista, varainsiirtoverot ja muut transaktiomenot. Sijoituskiinteistön hankintamenoon eivät kuulu toiminnan käynnistämistä aiheutuvat kulut. Toiminnasta syntyviä tappioita ennen kuin kiinteistön käyttöaste on suunnitellulla tasolla, ei voi sisällyttää hankintamenoon. Hankintameno ei voi sisältää myöskään työsuorituksesta, kiinteistön rakentamisesta tai kunnostamisesta johtuvia menoja eikä epätavallisen suuria ainehävikkejä. (IFRS-standardit 2010, 759-760.)

Mikäli sijoituskiinteistöön liittyvää maksusuoritusta ei toteuteta hankintahetkellä, hankintamenona käytetään vastaavaa käteishintaa. Mahdollinen ero hankintamenoon maksusuoritusta tehtäessä kirjataan korkokuluksi luottoajalle. Maksusuorituksena sijoituskiinteistöstä voidaan käyttää ei-monetaarista omaisuuserää, kuten osakkeita. Tällöin sijoituskiinteistö kirjataan taseeseen käyvän arvon mukaan, jos omaisuuserien eli esimerkiksi osakkeiden ja sijoituskiinteistön vaihdolla ei ole kaupallista merkitystä tai kummankaan omaisuuserän käypä arvo ei ole määritettävissä. Mainituissa poikkeustilanteissa hankintamenoksi määritetään luovutetun omaisuuserän kirjanpitoarvo. Vaihdolla on kaupallista merkitystä, mikäli omaisuuserien rahavirtoihin liittyvät riski, ajoittuminen ja määrä poikkeavat toisistaan tai yhteisön arvo muuttuu vaihdon seurauksena ja syntyvä ero on merkittävä suhteessa omaisuuserien käypään arvoon. Jos käypää arvoa määriteltäessä ei ole vertailukelpoisia markkinatapahtumia, voidaan se määritellä luotettavasti, mikäli arviot eivät vaihtelee merkittävästi vaihteluvälin sisällä tai erilaisien arvioiden todennäköisyydet ovat kohtuullisesti määriteltävissä ja käytettävissä. Käyvän arvon määrittämisessä käytetään luovutetun omaisuuserän käypää arvoa, paitsi tilanteessa, jolloin vastaanotetun omaisuuserän käypä arvo on huomattavasti luotettavammin määriteltävissä. (IFRS-standardit 2010, 759-761.)

2.1.4 Arvostaminen kirjaamisen jälkeen

Yhteisö voi käyttää tilinpäätöksessään sijoituskiinteistöjen kohdalla joko käyvän arvon mallia tai hankintamenomallia. Valittua arvostamismenetelmää on sovellettava kaikkiin sijoituskiinteistöihin. (IFRS-standardit 2010, 761.)

”IAS 8:ssa Tilinpäätöksen laatimisperiaatteet, kirjanpidollisten arvioiden muutokset ja virheet määrätään, että tilinpäätöksen laatimisperiaatetta saadaan muuttaa vapaaehtoisesti vain, jos muutos johtaa siihen, että tilinpäätös antaa luotettavaa ja merkityksellisempää informaatiota liiketoimien, muiden tapahtumien tai olosuhteiden vaikutuksista yhteisön taloudelliseen asemaan, taloudelliseen tulokseen tai rahavirtoihin. On erittäin epätodennäköistä, että siirtyminen käyvän arvon mallista hankintamenomallin johtaisi merkityksellisempään esittämiseen.” (IFRS-standardit 2010, 761.)

Yhteisön arvostaessa sijoituskiinteistöt käyvän arvon mallin mukaan käypä arvo merkitään taseeseen. Jos yhteisö arvostaa sijoituskiinteistönsä hankintamenomallin mukaan, liitetiedoissa on esitettävä sijoituskiinteistöjen käypä arvo. ”On suositeltavaa, ei kuitenkaan vaadittua, että yhteisö määrittää sijoituskiinteistöjensä käyvän arvon sellaisen arvion perusteella, jonka on tehnyt riippumaton, tunnustetun ja asianmukaisen ammatillisen pätevyyden omaava arvioija, jolla on viimeaikaista kokemusta sijainniltaan ja tyyppiltään vastaavanlaisista kiinteistöistä kuin arvioitavana oleva sijoituskiinteistö.” (IFRS-standardit 2010, 761.) Käytännössä

nämä riippumattomat, tunnustetun ja asianmukaisen ammatillisen pätevyyden omaavat arvioijat ovat Suomessa Keskuskauppakamarin hyväksymiä kiinteistöarvioijia.

2.1.5 Käyvän arvon malli

Jos yhteisö valitsee käyvän arvon mallin, yhteisö kirjaa sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutoksesta johtuvan eron tulokseen. Käyvällä arvolla tarkoitetaan rahamäärää, johon omaisuus voisi vaihtaa toisistaan riippumattomien, asiaa tuntevien ja liiketoimeen halukkaiden osapuolten välillä. Asiaa tuntevilla ja liiketoimeen halukkailla osapuolilla tarkoitetaan tahoja, jotka ovat kohtuullisesti perillä sijoituskiinteistön luonteesta ja piirteistä, sen toteutuneista ja mahdollisista käyttötarkoituksista sekä raportointikauden päättymispäivän markkinaolosuhteista. Ostaja ja myyjä eivät ole yli-innokkaita eivätkä pakotettuja liiketoimeen. Riippumattomien osapuolten välisellä liiketoimella tarkoitetaan liiketoimea, jossa osapuolilla ei ole erityistä suhdetta, jonka takia kauppahinta olisi epätyypillinen sen hetkissä markkinaolosuhteissa. (IFRS-standardit 2010, 762-763.)

Käypä arvo ei sisällä mahdollisia transaktiomenoja, joita voisi syntyä myynnin yhteydessä. Käypä arvo on sidottu tiettyyn ajankohtaan, jonka takia sen on kuvattava raportointikauden päättymispäivän markkinaolosuhteita. Käyvän arvon määritelmässä oletetaan, että jos sijoituskiinteistö myytäisiin, myyntisopimus ja vaihto toteutuisivat yhtäaikaaisesti ilman hinnankorjauksia. (IFRS-standardit 2010, 762.)

Parhaiten käypä arvo on määriteltävissä toimivilla markkinoilla vertaamalla sijoituskiinteistöä samankaltaisten, sijainniltaan ja kunnoltaan vastaavien kiinteistöjen hintoihin, ja kiinteistöihin, joita koskevat samantyyppiset vuokrasopimukset tai muut sopimukset. Jos käytävissä ei ole toimivilla markkinoilla määräytyviä hintoja, yhteisö voi hyödyntää edellä mainituilta ominaisuuksilta poikkeavien kiinteistöjen hintoja oikaisemalla toimivien markkinoiden muutoksella. Yhteisö voi määrittää käyvän arvon vastaavanlaisten kiinteistöjen viime aikoina toteutuneet hinnat vähemmän toimivilla markkinoilla oikaistuina muutosten vaikutuksilla. Yhteisö voi myös hyödyntää käyvän arvon määrittämisessä ennakoituja diskontattuihin rahavirtoihin perustuvia arvioita, jotka perustuvat voimassaoleviin vuokra- ja muiden sopimusten ehtoihin. Yhteisö pohtii erilaisista käyvän arvon määrittämisestä syntyviä tuloksia määrittääkseen luotettavimman mahdollisen käyvän arvon. Käyvän arvon muutoksista johtuva voitto tai tappio kirjataan tulosvaikutteisesti sillä kaudella, jonka aikana se syntyy. On tärkeää huomata, että käyvän arvon malli poikkeaa uudelleenarvostusmallista. Uudelleenarvostusmallissa arvon muutoksesta johtuva ero kirjataan taseen oman pääoman uudelleenarvostusrahastoon, jolloin sillä ei ole vaikutusta yhteisön tulokseen. (IFRS-standardit 2010, 763-764.)

Joskus sijoituskiinteistön käypää arvoa ei voida luotettavasti määrittää. Tällaisessa tilanteessa vertailukelpoisia kauppvoja tapahtuu markkinoilla harvoin tai esimerkiksi diskontattuihin rahavirtoihin perustuvia arvioita ei ole saatavissa. Rakenteilla olevan kiinteistön käyvän arvon määrittäminen voi olla vaikeaa, jolloin yrityksen on arvostettava kiinteistö hankintamenoon, kunnes kiinteistön käypä arvo on luotettavasti määritettävissä tai rakennustyö valmistuu. Yhteisön todetessa sijoituskiinteistön käyvän arvon määrittäminen epäluotettavaksi, sijoituskiinteistö on arvostettava IAS 16 -standardin mukaisesti hankintamenoilla hyödyntäen. Tällöin IAS 16:ta on sovellettava kiinteistöjen luovutukseen saakka. Jos yhteisöllä on edellä mainitussa tilanteessa muita sijoituskiinteistöjä arvostettuna käyvän arvon mukaisesti, yhteisön on edelleen arvostettava ne käypään arvoon. (IFRS-standardit 2010, 765.)

Mikäli sijoituskiinteistö on arvostettu kirjaamisen jälkeen käypään arvoon, yhteisön on arvostettava se luovutukseen asti, tai siihen asti, kun yhteisö alkaa kunnostaa kiinteistöä liiketoiminnassa myytäväksi tai ottaa kiinteistön omaan käyttöön. (IFRS-standardit 2010, 766.)

2.1.6 Hankintamenomalli

Yhteisön käyttäessä hankintamenomallia sijoituskiinteistöjensä arvostamiseen, sen on sovellettava IAS 16:n mukaisia vaatimuksia. Poikkeuksena voidaan pitää myytäväksi luokiteltuja kiinteistöjä, jotka arvostetaan IFRS 5-standardin mukaisesti. Yhteisön arvostaessa sijoituskiinteistönsä IAS 16-standardin mukaan hankintamenoista vähennetään kertyneet poistot ja arvonalentumistappiot. (IFRS-standardit 2010, 766.) Poistoilla tarkoitetaan omaisuuserästä tehtäviä vähennyksiä, jotka jaksotetaan omaisuuserän taloudelliselle vaikutusajalle. Arvonalentumistappiolla taas tarkoitetaan omaisuuserän kirjanpitoarvon kerrytettävissä olevan rahamäärän ylittävää määrää. (IFRS-standardit 2010, 323.)

2.1.7 Siirrot

Siirrot sijoituskiinteistöistä toisiin varojen ryhmiin tai toisista ryhmistä sijoituskiinteistöihin ovat mahdollisia käyttötarkoituksen muuttuessa ainoastaan silloin, kun sijoituskiinteistö siirretään omassa käytössä olevaksi kiinteistöksi, yhteisö aloittaa kiinteistön kunnostamisen myyntiä varten, kiinteistön käyttö omassa käytössä loppuu ja vaihtuu sijoituskiinteistöksi, tai kun vuokrattu kiinteistö siirretään vaihto-omaisuudesta sijoituskiinteistöksi. Jos yhteisö käyttää hankintamenomallia sijoituskiinteistöjen, omassa käytössä olevien kiinteistöjen ja vaihto-omaisuuden kohdalla, niiden välisissä siirroissa kirjanpitoarvo ei muutu. Siirrettäessä käypään arvoon arvostettu sijoituskiinteistö omaan käyttöön tai vaihto-omaisuudeksi kiinteistön olettamiseksi käytetään sen hetken käypää arvoa, jolloin käyttötarkoitus on muuttunut. Mikäli yhteisön omassa käytössä oleva kiinteistö siirtyy käypään arvoon merkittäväksi sijoituskiinteistöksi, kiinteistöä on käsiteltävä IAS 16:n mukaisesti käyttötarkoituksen muuttumispäi-

vään asti. Kiinteistön siirtyessä sijoituskiinteistöstä vaihto-omaisuudeksi, sen hetkisen käyvän arvon ja edellisen kirjanpitoarvon erotus on kirjattava tulosvaikutteisesti. Käypään arvoon merkityn sijoituskiinteistön rakentamis- tai kunnostustyön valmistuessa, sen hetkisen käyvän arvon ja aikaisemman kirjanpitoarvon erotus kirjataan tulosvaikutteisesti. (IFRS-standardit 2010, 766-767.)

Luovutukset

Kun yhteisö luovuttaa sijoituskiinteistönsä tai poistaa sen käytöstä pysyvästi eikä sen luovuttamisesta ole odotettavissa taloudellista hyötyä, se on jätettävä merkitsemättä taseeseen eli kirjattava pois. Sijoituskiinteistön luovuttamisella tarkoitetaan myymistä tai sen vuokraamista rahoitusleasingsopimuksella. Luovutuksesta tai poistosta aiheutuva voitto tai tappio kirjataan tulosvaikutteisesti. Jos luovutuksesta saatava maksu lykkääntyy, kirjataan luovutushinta luovutushetken käteishinnan mukaan ja mahdollinen käteishinnan ja maksusuorituksen erotus korkotuottona. (IFRS-standardit 2010, 768.)

2.1.8 Tilinpäätöksessä esitettävät tiedot

Tilinpäätöksessään yhteisön on esitettävä, soveltaako se käyvän arvon mallia vai hankintamenomallia sijoituskiinteistöihinsä. Mikäli luokittelu sijoituskiinteistöksi, omassa käytössä olevaksi tai myytäväksi tarkoitetuksi kiinteistöksi on vaikeaa, yhteisön on esitettävä kriteerit, joita se käyttää kiinteistöjen erottelmissä. Käyvän arvon määrittelemisessä käytettävät menetelmät ja merkittävät oletukset on myös esitettävä tilinpäätöksessä. Lisäksi tilinpäätöksessä on oltava tieto siitä, että perustuuko arvon määrittäminen markkinoilta saatuun näyttöön vai joihinkin muihin tekijöihin. Nämä muut tekijät yhteisön on myös ilmoitettava. Yhteisön on esitettävä tilinpäätöksessään, miltä osin sijoituskiinteistöjen käypä arvo perustuu riippumattoman, tunnustetun ja asianmukaisen ammatillisen pätevyyden omaavan arvioijan arvioon, jolla on ”viimeaikaista kokemusta sijainniltaan ja tyypiltään vastaavanlaisista kiinteistöistä kuin arvioitavana oleva sijoituskiinteistö.” (IFRS-standardit 2010, 769.)

Yhteisön on esitettävä tilinpäätöksessään tulosvaikutteisesti kirjatut vuokratuotot ja välittömät hoitokulut sijoituskiinteistöistä. Jos sijoituskiinteistö myydään hankintamenomallia käytävästä omaisuusryhmästä käyvän arvon mallia käyttävään omaisuusryhmään, yhteisön on esitettävä tilinpäätöksessään käyvän arvon muutoksesta johtuva tulosvaikutus. Sijoituskiinteistöjä koskevat realisoitavuudet ja tuottojen siirtämisen rajoitukset sekä sijoituskiinteistöjen ostamista, rakentamista, kunnostamista, korjaamista, huoltoa tai parannuksia koskevat sopimusvelvoitteet on esitettävä yhteisön tilinpäätöksessä. (IFRS-standardit 2010, 769-770.)

Käyvän arvon malli

Yleisten sijoituskiinteistöjä koskevan tilinpäätöstietojen esittämisen lisäksi yhteisön on esitettävä kauden alun ja lopun kirjanpitoarvojen välinen täsmäytyslaskelma, joka osoittaa:

- a) lisäykset, erikseen hankinnoista johtuvat ja myöhemmin toteutuneista omaisuuserän kirjanpitoarvoon sisällytetyistä johtuvat menot
 - b) lisäykset, jotka johtuvat liiketoimintojen yhdistämisen kautta toteutuneista hankinnoista
 - c) omaisuuserät, jotka on luokiteltu myytävänä oleviksi tai sisältyvät myytävänä olevaksi luokiteltuun luovutettavien erien ryhmään IFRS 5:n mukaisesti, sekä muut vähennykset
 - d) käypää arvoa koskevista oikaisuksista johtuvat nettomääräiset voitot tai tappiot
 - e) nettomääräiset kurssierot, jotka johtuvat tilinpäätöksen muuntamisesta esittämismuutosta ja ulkomaisen yksikön muuntamisesta raportoitava yhteisön esittämismuutosta
 - f) siirrot vaihto-omaisuuteen ja omaan käyttöön sekä vaihto-omaisuudesta ja omasta käytöstä.
 - g) muut muutokset
- (IFRS-standardit 2010, 770.)

Yhteisön arvostaessa jonkin kiinteistön poikkeuksellisesti hankintamenon mukaan, on sen esitettävä yllämainitut kohdat tilinpäätöksessään. Tällainen poikkeustapaus on mahdollinen esimerkiksi sijoituskiinteistön rakennusvaiheessa tai muussa tilanteessa, jolloin sijoituskiinteistön käyvän arvon määrittäminen ei ole luotettavaa. Lisäksi yhteisön on esitettävästä kuvaus sijoituskiinteistöistä, miksi käypä arvo ei ole määritettävissä luotettavasti ja arvioitu käyvän arvon vaihteluväli, mikäli se on mahdollista. (IFRS-standardit 2010, 770.)

Jos yhteisö luovuttaa rakennusvaiheessa hankintamenon mukaan arvostetun kohteen, joka on tarkoitettu arvioitavaksi käyvän arvon mukaan, yhteisön on esitettävä tällaisen luovutuksen tapahtuminen, myyntiajankohdan kirjanpitoarvo ja kirjattu voitto tai tappio. (IFRS-standardit 2010, 770.)

Hankintamenomalli

Tilinpäätöksessä esitettävät tiedot -luvun alussa mainittujen esitettävien tietojen lisäksi hankintamenomallia käyttävän yhteisön on esitettävä käytetyt poistomenetelmät, taloudelliset vaikutusajat tai käytetyt poistoprosentit. Sijoituskiinteistöjen bruttomääräinen kirjanpitoar-

vo ja kertyneet poistot on esitettävä kauden alussa ja lopussa. Kauden alun ja lopun täsmäytyslaskelman on osoitettava:

- a) lisäykset, hankinnoista johtuvat ja myöhemmin toteutuneista aktivoiduista menoista johtuvan erikseen
- b) lisäykset, jotka johtuvat liiketoiminnan yhdistämisen kautta toteutuneista hankinnoista
- c) omaisuuserät, jotka on luokiteltu myytävänä oleviksi tai sisältyvät myytävänä olevaksi luokiteltuun luovutettavien erien ryhmään IFRS 5:n mukaisesti, sekä muut vähennykset
- d) poistot
- e) IAS 36:n mukaisesti kaudella kirjatut arvonalentumistappiot ja arvonalentumistappioiden peruutukset
- f) e) nettomääräiset kurssierot, jotka johtuvat tilinpäätöksen muuntamisesta esittämismuutosta ja ulkomaisen yksikön muuntamisesta raportoitava yhteisön esittämismuutosta
- g) siirrot vaihto-omaisuuteen ja omaan käyttöön sekä vaihto-omaisuudesta ja omasta käytöstä.
- h) muut muutokset
- i) sijoituskiinteistöjen käypä arvo. Jos käypä arvo ei ole määriteltävissä esimerkiksi siitä syystä, että kiinteistö on rakennusvaiheessa, yhteisön on esitettävä kuvaus kyseisestä sijoituskiinteistöstä, miksi käypä arvo ei ole määriteltävissä luotettavissa, ja arvioitu käyvän arvon vaihteluväli, mikäli se on mahdollista.
(IFRS-standardit 2010, 771)

2.2 IFRS-tilinpäätösstandardit - IFRS 13 Käyvän arvon määrittäminen

IFRS 13-standardi sisältää määritelmän käyvälle arvolle, viitekehyksen käyvän arvon määrittämistä varten ja vaatimukset käyvän arvon määrittämistä koskevien tietojen esittämisestä tilinpäätöksessä. Käyvän arvon menetelmää käytetään yleisesti sijoituskiinteistöjen arvostamiseen IFRS-tilinpäätöstä noudattavissa yhteisöissä. IFRS 13-standardin mukaan käyvällä arvolla tarkoitetaan hintaa, joka saataisiin omaisuuserän myynnistä tai maksettaisiin velan siirtämisestä markkinaosapuolten välillä tavanmukaisessa liiketoimessa arvostuspäivänä. Liiketoimien tavanmukaisuudella tarkoitetaan liiketoimien tapahtumista joko omaisuuserän pääasiallisilla markkinoilla tai niiden puuttuessa suotuisimmilla markkinoilla. Pääasiallisilla markkinoilla tarkoitetaan markkinoita, joilla yhteisö normaalisti toteuttaisi liiketoimen. Käypää arvoa määrittäessä on otettava huomioon omaisuuserän kunto, sijaintipaikka ja myyntiä tai käyttöä mahdollisesti koskevat rajoitukset. (International Financial Reporting Standards 2014, 389-390.)

Määrittäessä käypää arvoa yhteisön on oletettava markkinaosapuolten toimivan parhaan taloudellisen etunsa mukaisesti. Yhteisön on yksilöitävä omaisuuserän, omaisuuserän markkinoiden ja markkinaosapuolten ominaispiirteitä. Omaisuuserän käypään arvoon ei saa sisällyttää transaktiomenoja. (International Financial Reporting Standards 2014, 390.)

Sijoituskiinteistöt kuuluvat rahoitusvaroihin kuulumattomiin omaisuuseriin. Tällaisten omaisuuserien käyvän arvon määrittämisessä huomioidaan markkinaosapuolen kyky kerryttää taloudellista hyötyä omaisuuserää käytettäessä sen parhaiten tuottavassa käytössä. Parhaiten tuottava käyttö ratkaistaan markkinaosapuolten näkökulmista ja siinä otetaan huomioon omaisuuserän käyttö, joka on lain mukaan sallittua, fyysisesti mahdollista ja taloudellisesti toteuttamiskelpoista. (International Financial Reporting Standards 2014, 392.)

Omaisuuserää hankittaessa transaktiohintana on omaisuuserän hankkimisesta maksettava hinta eli niin kutsuttu sisääntulohinta. Aikaisemmassa IAS 40 -luvussa sisääntulohinnasta on käytetty samaa tarkoittavaa termiä, hankintameno. Vastaavasti omaisuuserän käypä arvo on omaisuuserän myynnistä saatava hinta eli poistumishinta. Standardin mukaan transaktiohintana on useissa tapauksissa yhtä suuri kuin käypä arvo. (International Financial Reporting Standards 2014, 399.)

Arvostusmenetelmät

Käypää arvoa määritettäessä on käytettävä arvostusmenetelmiä, joita varten on saatavilla riittävästi tietoa käyvän arvon määrittämisestä, ja jotka ovat kyseisissä olosuhteissa asianmukaisia. Yhteisön on käytettävä käyvän arvon määrittämisessä mahdollisimman paljon havainnoitavissa olevia syöttötietoja ja mahdollisimman vähän muita kuin havainnoitavissa olevia syöttötietoja. (International Financial Reporting Standards 2014, 400.)

Kolme yleisesti käytettyä arvostusmenetelmää ovat hankintameno perustuva lähestymistapa, markkinoihin perustuva lähestymistapa ja tuottoihin perustuva lähestymistapa. Käyvän arvon määrittämiseksi arvostusmenetelmien on oltava yhdenmukaisia yhden tai useamman lähestymistavan kanssa. Mikäli käyvän arvon määrittämiseen käytetään useita lähestymistapoja, yhteisön on arvioitava tulosten osoittamien arvojen vaihtelualueen kohtuullisuutta. Tällöin käypä arvo on vaihtelualueelle sijoittuva piste, joka parhaiten kuvaa käypää arvoa. (International Financial Reporting Standards 2014, 400.)

Arvostusmenetelmiä on sovellettava johdonmukaisesti. Kuitenkin arvostusmenetelmään tai sen soveltamiseen tehtävä muutos on asianmukainen, mikäli se johtaa arvoon, joka kuvaa käypää arvoa vähintään yhtä hyvin kyseisissä olosuhteissa. Asianmukaisina muutoksina voidaan

pitää esimerkiksi uusien markkinoiden syntyä tai uuden informaation saamista. (International Financial Reporting Standards 2014, 400.)

Käypien arvojen hierarkia

IFRS-standardissa on luotu käypien arvojen hierarkia, jolla pyritään lisäämään johdonmukaisuutta ja vertailukelpoisuutta käyvän arvon määrittämiseen ja siihen liittyviin tilinpäätöstietoihin. Hierarkian mukaan edellä mainittujen arvostusmenetelmien syöttötiedot luokitellaan kolmeen tasoon: ensimmäisen, toisen ja kolmannen tason syöttötiedot. (International Financial Reporting Standards 2014, 402.)

Toimivilla markkinoilla täysin samanlaisille varoille noteeratut hinnat saavat tason 1 syöttötiedot. Toimivilla markkinoilla viitataan markkinoita, joille on yhteisöllä pääsy arvostuspäivänä, ja joilla omaisuuserä koskevia liiketoimia toteutuu riittävän usein ja niiden volyyymi on riittävän suuri, jotta hinnoittelutietoa saadaan jatkuvasti. Esimerkiksi listatut pörssiosakkeet ovat tason 1 kuuluvia syöttötietoja, sillä niille löytyy noteerattu markkinahinta. (International Financial Reporting Standards 2014, 403.)

Toisen tason syöttötietoja ovat syöttötiedot, jotka ovat muita kuin tasolle 1 kuuluvia noteerattuja hintoja, ja jotka ovat havainnoitavissa omaisuuserälle joko suoraan tai epäsuorasti. Tason 2 syöttötietoja ovat muun muassa vastaavanlaisten varojen noteeratut hinnat toimivilla markkinoilla sekä täysin samanlaisten varojen noteeratut hinnat markkinoilla, jotka eivät ole toimivat. Tason 2 syöttötietoja ovat esimerkiksi kiinteistöt, joille ei löydy täysin samanlaisten kiinteistöjen hintoja vaan vastaavanlaisten kiinteistöjen hinnat toimivilla markkinoilla. (International Financial Reporting Standards 2014, 404.)

Syöttötiedot, jotka eivät ole havainnoitavissa omaisuuserälle, ovat 3 tason syöttötietoja. Näitä syöttötietoja on käytettävä käyvän arvon määrittämisessä siltä osin kuin merkityksellisiä havainnoitavissa olevia syöttötietoja ei ole saatavissa. Näin otetaan huomioon tilanteet, joissa omaisuuserää koskevaa toimintaa on markkinoilla arvostuspäivänä joko vain vähän tai ei lainkaan. Vaikka 3 tason syöttötiedot sisältävätkin haasteita arvon määrittämiseen liittyen, on käyvän arvon määrittämisen päämäärä ja tavoite kuitenkin sama kuin aikaisemmin. (International Financial Reporting Standards 2014, 405.)

Tilinpäätöksessä esitettävät tiedot

IFRS 13-standardi sisältää lisäksi muutaman sääntelyn tilinpäätöksessä esitettävistä tiedoista. Tilinpäätöksessä yhteisön on esitettävä tietoja, jotka auttavat tilinpäätöksen käyttäjiä arvioimaan molempia seuraavista:

- a) kun on kyse varoista, jotka arvostetaan taseessa käypään arvoon alkuperäisen kirjaamisen jälkeen toistuvasti tai kertaluonteisesti, on näitä arvoja määrittäessä käytetyt arvostusmenetelmät ja syöttötiedot osoitettava tilinpäätöksessä
- b) kun on kyse toistuvasti määritettävistä käyvistä arvoista, joiden määrittämisessä käytetään 3 tason syöttötietoja, on näiden vaikutus tilikauden voittoon, tappioon tai muihin laajan tuloksen eriin dokumentoitava tilinpäätöksessä

Edellä mainitun tavoitteen saavuttamiseksi, yhteisön on harkittava kaikkia seuraavia seikkoja:

- a) tarvittava yksityiskohtaisuuden taso, tilinpäätöksessä esitettäviä tietoja koskevan vaatimuksen täyttämiseksi;
- b) kuinka paljon eri vaatimuksia painotetaan;
- c) missä määrin eriä yhdistetään tai eritellään; ja
- d) tarvitsevatko tilinpäätöksen käyttäjät lisätietoa, jotta he pystyvät arvioimaan esitetyjä määrällisiä tietoja

Mikäli IFRS- standardeissa vaadittavat tiedot eivät riitä asetettujen tavoitteiden saavuttamiseksi, on yhteisön esitettävä tarvittavia lisätietoja näiden tavoitteiden saavuttamiseksi. (International Financial Reporting Standards 2014, 406.)

2.3 IVS-standardit

IVS-standardit (International Value Standards) määrittävät kiinteistöjen arvostamista. Standardit perustuvat IVSC:n (International Value Standards Council) antamiin ohjeistuksiin. IVS:llä eli kansainvälisillä arviointistandardeilla on kolme tavoitetta, jotka pyrkivät helpottamaan kansainvälisiä liiketoimia ja palvelemaan kiinteistömarkkinoiden elinvoimaisuutta kehittämällä raportoinnin läpinäkyvyyttä. Lisäksi standardien tarkoitus on toimia kiinteistöarvioijien ammatillisena vertailuohjeena, jotta työskentely kansainvälisillä kiinteistömarkkinoilla perustuu luotettaviin arviointeihin ja täyttää liike-elämän raportointivaatimukset. Standardien pyrkimys on tuottaa arviointiin ja taloudelliseen raportointiin säännökset, jotka vastaavat maiden tarpeita. (Kauko Viitanen 2007, 8.)

IVSC:llä ei ole täytäntöönpanovaltaa, jonka takia IVS-standardien noudattaminen voi olla vapaaehtoista, lain tai esimerkiksi kansallisen yhteisön vaatimaa. Kansainvälisten arviointistandardien ja kansallisten standardien tarkoituksena on tukea toisiaan. (Kauko Viitanen 2007, 8-9.) Suomessa Keskuskauppakamari kiinteistöarviointilautakunta on vuonna 2004 määritellyt, että auktorisoidun kiinteistöarvioijan on sovellettava IVS-standardeja soveltuvin osin arviointitoiminnassaan. (Keskuskauppakamari 2004.)

Kansainväliset arviointistandardit voidaan jakaa IVS 1-, IVS 2- ja IVS 3-standardeihin. Arvioinnit voivat perustua hyödykkeen markkina-arvoon tai johonkin muuhun kuin markkina-arvoon. Tämän takia IVS 1 käsittelee markkina-arvoperusteista arviointia, kun taas IVS 2 pohjautuu muihin kuin markkina-arvoperusteiseen arviointiin. IVS 3 liittyy arvioinnin raportointiin. (Kauko Viitanen 2007, 67.) Pitkä-aikaisen omaisuuden markkina-arvolla tarkoitetaan tavallisesti käypää arvoa, joka on yleisesti käytetty termi tilinpäätösstandardien yhteydessä. (Kauko Viitanen 2007, 79.)

IVS 1

Markkinaperusteisessa arvioinnissa käytettävä markkina-arvon määritelmä on yksilöitävä ja sisällytettävä osaksi arviointia. Omaisuushyödykkeen paras ja tuottavin käyttö täytyy määritellä. Arvioinnit tehdään kyseisiltä markkinoilta saatujen tietojen perusteella käyttäen hyväksi menetelmiä, jotka heijastavat markkinoiden markkinaosapuolten päättelyprosessia. Markkinaperusteisessa arvioinnissa sovelletaan kauppaa- ja tuottoarvomenetelmiä. (Kauko Viitanen 2007, 70.)

IVS 2

Muut kuin markkinaperusteiset arvot voidaan jakaa kolmeen ryhmään. Ensimmäiseen ryhmään kuuluu hyödykkeet, joiden omistamisesta yhteisö saa erityistä etua. Arvo ei välttämättä pidä sisällään hypoteettista kauppaa vaan se muodostuu hyödykkeen pitämisestä. Investointiarvo kuuluu tähän ryhmään. Toiseen ryhmään kuuluu hyödykkeen arvo, joka on kohtuullisesti sovittavissa osapuolten välillä, ja jolla on erityistä merkitystä vain osapuolille eikä laajemmille markkinoille. Ryhmään kuuluvia arvoja voivat olla esimerkiksi erikoisarvo, synergia-arvo ja käypä arvo. Kolmas ryhmä muodostuu arvosta, jonka määrittäminen perustuu lainsäädäntöön tai sopimukseen. (Kauko Viitanen 2007, 90.)

Normaalisti käyvällä arvolla tarkoitetaan markkina-arvoa, mutta käypä arvo on käsitteenä laajempi kuin markkina-arvo. Käypä arvo voi olla osapuolten välillä tasapuolinen hinta, vaikka se kuitenkin poikkeaisi markkina-hinnasta, joka voitaisiin saada laajemmilla markkinoilla. Erikoisarvolla tarkoitetaan sitä, että sillä voi olla tietyille ostajalle erilainen arvo kuin toiselle. Erikoisarvoon voi kuulua synergia-arvo, jolla useamman hyödykkeen yhdistäminen yhdeksi luo hyödykkeelle korkeamman arvon kuin hyödykkeiden summa on. (Kauko Viitanen 2007, 90-91.)

IVS 3

Arviointilausunto on arviointiprosessin viimeinen vaihe. Se esittää johtopäätöksen arvosta, arvioinnin tarkoituksen ja perusteet, arviointiin liittyvät mahdolliset oletukset tai sitä rajoit-

tavat tekijät. Lausunto voi sisältää myös empiirisen tietoaineiston ymmärrettävyyden lisäämiseksi. (Kauko Viitanen 2007, 97.)

Standardia sovellettaessa esimerkiksi taloudellisen raportoinnin kohdalla on huomioitava myös Kansainvälisiä arviointisovelluksia koskevat IVA 1 ja IVA 2. IVA 1 käsittelee arviointia taloudellista raportointia varten. Sovellus sisältää periaatteita, jotka on huomioitava tehdessä liike-toimintayksikön tilinpäätöstä tai niihin verrattavissa tilanteissa. Arvioijan on tällöin oltava tietoinen ja ymmärrettävä Kansainvälisten tilinpäätösstandardeihin (IFRS) liittyvistä käsitteistä ja periaatteista. Perusvaatimuksena IVA 1:ssä on arvioijan pitäytyminen markkinapohjaisissa määritelmissä, merkityksellisten asioiden täydellisessä kirjaamisessa ja objektiivisuudessa. (Kauko Viitanen 2007, 107.)

2.4 Kansallisen lainsäädäntö

2.4.1 Kirjanpitolaki

Suomen kirjanpitolaki sisältää määritelmiä pysyvien vastaavien arvostamisesta taseessa, joihin myös sijoituskiinteistöt kuuluvat. Kirjanpitolain luvussa 5 sanotaan, että pysyviin vastaaviin kuuluvan aineellisen omaisuuden hankintameno on aktivoitava ja kirjattava vaikutusaikanaan suunnitelman mukaisesti poistoina kuluksi. Kiinteistöjen hallintaan perustuvien yhteisöjen on mahdollista tehdä poistoja ilman ennalta laadittua suunnitelmaa. (Kirjanpitolaki 1997.)

Pysyviin vastaaviin kuuluvan sijoituksen ollessa todennäköisesti tulevaisuudessa kerryttämän tulon poistamatonta hankintamenoa pienempi, erotus on kirjattava kuluksi arvonalennuksena. Esimerkiksi kiinteistö, jonka alkuperäinen hankintameno on ollut 100 000 euroa, ja josta on tehty poistoja 20 000 euroa, on poistamattomalta hankintamenoaltaan 80 000 euroa. Mikäli yhteisö arvioi kiinteistön tulevien tuottojen olevan alle 80 000 euroa, esimerkiksi 60 000 euroa, on yhteisön tehtävä 20 000 euron (80 000 - 60 000) arvonalennus. (Kirjanpitolaki 1997.)

Kirjanpitolain 5. luku sisältää myös määritelmän pysyviin vastaaviin tehtävistä arvonkorotuksista. Todennäköisen luovutushinnan ollessa alkuperäistä hankintamenoa olennaisesti suurempi, voidaan johdonmukaisuutta ja erityistä varovaisuutta noudattaen kirjata arvonkorotukseksi todennäköisen luovutushinnan ja poistamatta olevan hankintamenon erotus. Arvonkorotus kirjataan taseen oman pääoman arvonkorotusrahoon. Arvonkorotus on peruttava, mikäli se osoittautuu aiheettomaksi. Jos kiinteistön, jonka alkuperäinen hankintameno on ollut 100 000 euroa, siitä on jäljellä poistamatonta hankintamenoa 80 000 euroa ja todennäköinen luovutushinta on 140 000 euroa, yhteisö voi kirjata 60 000 euron (140 000 - 80 000) arvonkorotuksen. (Kirjanpitolaki 1997.)

Kirjanpitolaki sisältää yleisiä määritelmiä varojen arvostamisesta yhteisön taseessa. Seuraavissa luvuissa käsitellään tarkemmin sijoituskiinteistöjen arvostamista kiinteistörahastoissa ja sijoitusrahastoissa.

2.4.2 Kiinteistörahastolaki

Kiinteistörahastolaki säätelee toimintaa, jossa yleisölle tarjotaan mahdollisuutta osallistua yhteisiin kiinteistösjoiutuksiin. Lain mukaan yleisö osallistuu sijoittamiseen julkisen osakeyhtiön osakkeita tai kommandiittiyhtiön osuuksia merkitsemällä, ostamalla tai muutoin hankkimalla. Yhtiö sijoittaa varat edelleen pääsääntöisesti kiinteistöihin sekä kiinteistöarvopapereihin muussa kuin rakentamisen tai kiinteistönjalostustoiminnan tarkoituksessa. (Kiinteistörahastolaki 1997.)

Lain neljännessä luvussa säädetään kiinteistörahaston omaisuuden arvostamisesta sekä arviointista. Kiinteistörahaston on selvitettävä kiinteistöjen arvostamis- ja arviointiperusteet osavuotiskatsauksessa, puolivuotiskatsauksessa tai johdon osavuotisessa selvityksessä ja tilinpäätöksessä sekä kiinteistösjoiutustoiminnan säännöissä. Arvostamis- ja arviointiperusteista säädetään Valtionvarainministeriön asetuksella. Asetuksessa tarkoitetut kiinteistörahaston arvostamis- ja arviointiperusteet sisältävät tiedot muun muassa:

- 1) kiinteistöjen arvostamis- ja arviointimenettelystä;
- 2) kiinteistörahaston tunnusluvuista ja niiden laskentamenetelmistä;
- 3) kiinteistöjen erittelytiedot kiinteistötyyppikohtaisesti asunto-, varasto-, liike- ja toimisto- sekä tuotantotilakohteista;
- 4) kiinteistöjen käyttöasteista;
- 5) kiinteistöjen vuokrasopimusten rakenteesta;
- 6) kiinteistörahaston merkittävimmistä hankkeista; sekä
- 7) kiinteistörahaston veloista, takauksista, panttauksista ja kiinnityksistä.

Kiinteistörahaston arvostamiseen ja rahaston arvon julkistamiseen liittyy myös tiettyjä säädöksiä. Kiinteistörahaston omistamien kiinteistöjen arvot on arvostettava ja julkistettava vähintään kerran vuodessa sekä aina, kun kiinteistörahaston taloudellisen tilanteen muutos tai muutokset kiinteistöjen kunnossa vaikuttavat olennaisesti rahaston omistamien kiinteistöjen arvoon. Tämän lisäksi kiinteistörahaston on arvostettava kiinteistöt ostaessaan ja myydessään niitä. Rahaston on arvostettava siihen tuleva omaisuus vastaanottaessaan omaisuuden apportina tai merkinnän yhteydessä. (Kiinteistörahastolaki 1997.)

Kiinteistörahasto voi kiinteistösjoiutustoiminnan säännöissä mainitusta erityisestä syystä julkistaa tiedot harvemmin kuin edellä säädetään, jos tällainen menettely ei olennaisesti vaa-

ranna kiinteistörahaston osakkeenomistajien etua. Rahaston on julkistettava tällainen poikkeus osavuositarkastuksessa, puolivuositarkastuksessa tai johdon osavuotisessa selvityksessä ja tilinpäätöksessä. (Kiinteistörahastolaki 1997.)

Kiinteistörahaston on arvostettava muussa kuin omassa käytössä olevat kiinteistöt taseessaan käypään arvoon sekä hankittava ja julkistettava omistamistaan kiinteistöistä riippumattoman ja ulkopuolisen, Keskuskauppakamarin hyväksymän arvioitsija (kiinteistönarvioitsija) arvio. Kiinteistörahaston on toimintakertomuksessa tai tilinpäätöksen liitetiedoissa julkistettava ja nimettävä kiinteistörahaston käyttämät kiinteistönarvioitsijat. Kiinteistörahasto voi erityisesti syystä arvostaa muussa kuin omassa käytössä olevat kiinteistöt muuhun kuin käypään arvoon tai päättää olla käyttämättä kiinteistönarvioitsijaa, jolloin kiinteistörahaston tulee toimintakertomuksessa tai tilinpäätöksen liitetiedoissa perustella menettelynsä. (Kiinteistörahastolaki 1997.)

Sijoituskiinteistöjen osalta laissa on vielä tarkemmin säädetty seuraavaa. Jos taseen aineellisiin hyödykkeisiin merkitty muussa kuin omassa käytössä oleva kiinteistöomaisuus merkitään tilinpäätökseen tilinpäätöspäivän käypään arvoon, kiinteistörahaston on arvostettava käypään arvoon kaikki tällaiset sijoituskiinteistöt. Tilikauden tuotoksi tai kuluksi kirjataan omaisuuden tilinpäätöshetken käyvän arvon ja edellisen tilinpäätöksen mukaisen kirjanpitoarvon erotus tai, jos tällainen omaisuus on hankittu tilikauden aikana, hankintamenon erotus. (Kiinteistörahastolaki 1997.)

2.4.3 Sijoitusrahastolaki

Sijoitusrahastolakia sovelletaan rahastoyhtiön ja säilytisyhteisön harjoittamaan toimintaan. Sijoitusrahastolain kahdeksannessa luvussa säädetään rahasto-osuudesta sekä sen arvon määrittämisestä, liikkeeseenlaskusta ja lunastamisesta. (Sijoitusrahastolaki 1999.)

Sijoitusrahastolain mukaan pääasiallisesti kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin varojaan sijoittavan erikoissijoitusrahaston on arvostettava muussa kuin omassa käytössä olevat kiinteistöt taseessaan käypään arvoon. Omassa käytössä oleviksi kiinteistöiksi voidaan luokitella esimerkiksi erikoissijoitusrahastoa hallinnoivan yhteisön omat toimitilat. Erikoissijoitusrahaston on kiinteistörahastolaissa määritetyn kiinteistörahaston tavoin myös hankittava ja julkistettava omistamistaan kiinteistöistä Keskuskauppakamarin hyväksymän arvioitsijan arvio sekä nimettävä ja julkistettava käyttämänsä kiinteistöarvioitsijat. Keskuskauppakamarin hyväksymän arvioitsijan tulee olla erikoissijoitusrahastosta riippumaton ja ulkopuolinen arvioitsija. Erikoissijoitusrahasto voi erityisesti syystä arvostaa muussa kuin omassa käytössä olevat kiinteistöt muuhun kuin käypään arvoon. Erityisiä syitä ei ilmaista laissa sen tarkemmin, vaan niiden olemassaolo harkitaan tapauskohtaisesti. (Sijoitusrahastolaki 1999.)

Sijoitusrahastolaissa on myös säädöksiä erikoissijoitusrahaston sijoitustoimintaa sekä rahastoyhtiön tiedonantovelvollisuuteen. Pääasiallisesti kiinteistöihin varojaan sijoittavan erikoissijoitusrahaston on soveltuvin osin noudatettava, mitä kiinteistörahastolain 3 ja 4 luvussa säädetään kiinteistörahaston varojen sijoittamisesta, luotonotosta, omaisuuden arvostamisesta ja arvioinnista sekä kiinteistönarvioitsijasta ja kiinteistönarvioinnista. Rahastoyhtiön on myös julkistettava jokaisesta hallinnoimastaan sijoitusrahastosta puolivuotiskatsaus. Katsaus on julkistettava vähintään jokaisen tilikauden kuudelta ensimmäiseltä kuukaudelta. Puolivuotiskatsauksessa on esitettävä selvitys sijoitusrahaston varoista ja veloista, rahasto-osuuden arvosta, liikkeessä olevien osuukien lukumäärästä, sijoitusten jakautumisesta sijoitusrahaston sijoituspolitiikka huomioon ottaen sekä sijoitusten koostumuksessa katsauskauden aikana tapahtuneista muutoksista. Katsaus on julkistettava kahden kuukauden kuluessa katsauskauden päättymisestä. (Sijoitusrahastolaki 1999.)

2.4.4 Muu kansallinen lainsäädäntö

Suomen lainsäädännöstä löytyy lisää viittauksia sijoituskiinteistöjen ja yleisesti omaisuuden arvostamiseen liittyen. Laki varojen arvostamisesta verotuksessa ilmaistaan, että sijoitusomaisuuden arvoksi katsotaan hankintamenon ja elinkeinotulon verottamisesta annetun lain mukaan arvonkorotuksen yhteismäärä, josta on vähennetty mainitun lain 29 §:ssä tarkoitettu arvonalentumisvähennys. Varojen arvostamisesta verotuksessa annetun lain mukaan muuhun kuin vaihto- tai sijoitusomaisuuteen kuuluva kiinteistö, rakennus ja rakennelma arvostetaan verovuotta edeltävän vuoden vertailuarvoon, jos se on poistamatonta hankintamenoa suurempi. (Laki varojen arvostamisesta verotuksessa 2005.)

Elinkeinotulon verottamisesta annetun lain 29 §:n mukaan sijoitusomaisuuden hankintameno ja arvonkorotus on sen verovuoden kuluu, jona sijoitusomaisuus on luovutettu tai menetetty. Verovuoden päättyessä olevan sijoitusomaisuuden hankintamenosta ja edellä mainitusta arvonkorotuksesta on verovuoden kuluu kuitenkin se osa, joka ylittää vastaavan sijoitusomaisuuden hankintaan verovuoden päättyessä todennäköisesti tarvittavan hankintamenon tai siitä samana ajankohtana todennäköisesti saatavan luovutushinnan. Kuitenkin sijoitusomaisuuteen kuuluva rakennuksen hankintameno ja sitä vastaava osa arvonkorotuksesta poistetaan samalla tavalla kuin vastaavanlaisen käyttöomaisuuteen kuuluvan rakennuksen hankintameno. Näin ollen kyseinen laki säätelee sijoitusomaisuuden arvostamista enemmän omistushetkellä kuin omaisuuden ostohetkellä. (Laki elinkeinotulon verottamisesta 1968.)

Vakuutusyrityksen tilinpäätöstä ja konsernitilinpäätöstä säätelee lisäksi Sosiaali- ja terveysministeriön asetus rahoitusvälineiden, sijoituskiinteistöjen, biologisten hyödykkeiden ja eräiden muiden sijoitusten merkitsemisestä. Asetus käsittelee sijoituskiinteistöjen arvostamista

käypään arvoon. Asetuksesta löytyy paljon samoja määräyksiä kuin edellä käsitellyistä kansainvälisistä standardeista. Asetuksen mukaan käypä arvo määritetään käyttäen markkina-arvoa niiden sijoituskiinteistöjen osalta, joille on vaikeuksitta määriteltävissä luotettavat markkinat. Sijoituskiinteistöjen käypä arvo määritetään:

- 1) sijoituskiinteistön osista tai vastaavien sijoituskiinteistön markkina-arvoista johdettuun arvoon, jos niiden markkina-arvo on luotettavasti määriteltävissä; tai
- 2) yleisesti hyväksytyjen tuottoarvoon perustuvien arvostusmallien ja -tekniikoiden avulla laskettuun arvoon, jos se on luotettavasti määriteltävissä.

Mikäli sijoituskiinteistön käypää arvoa ei voida luotettavasti määritellä, arvostetaan sijoituskiinteistö vakuutusyhdistyslain ja vakuutusyhtiölain mukaisesti. Jos sijoituskiinteistö merkitään taseeseen käypään arvoon vakuutusyhdistyslain ja vakuutusyhtiölain mukaisesti, merkitään tuloslaskelmaan ja taseeseen kirjanpitoarvojen ja verotuksellisten arvojen väliaikaisista eroista johtuva laskennallinen verovelka tai verosaaminen erityistä varovaisuutta noudattaen. (Sosiaali- ja terveysministeriön asetus rahoitusvälineiden, sijoituskiinteistöjen ja biologisten hyödykkeiden merkitsemisestä vakuutusyrityksen tilinpäätökseen ja konsernitilinpäätökseen 2008.)

Laissa säädetään myös muutosten merkitsemisestä tuloslaskelmaan. Käypään arvoon merkittävien sijoituskiinteistöjen tilinpäätöshetken käyvän arvon ja edellisen tilinpäätöksen kirjanpitoarvon erotus merkitään tuloslaskelmaan tilikauden tuotoksi tai kuluksi. Mikäli tilinpäätöshetken käypä arvo on suurempi kuin edellisen tilinpäätöksen kirjanpitoarvo, merkitään erotus tuotoksi tuloslaskelmaan - ja päinvastoin. Mikäli käypään arvoon merkittävä sijoituskiinteistö on hankittu tilikauden aikana, tilikauden tuotoksi tai kuluksi kirjataan sen tilinpäätöshetken käyvän arvon ja vakuutusyhdistyslain sekä vakuutusyhtiölain mukainen hankintamennon erotus. (Sosiaali- ja terveysministeriön asetus rahoitusvälineiden, sijoituskiinteistöjen ja biologisten hyödykkeiden merkitsemisestä vakuutusyrityksen tilinpäätökseen ja konsernitilinpäätökseen 2008.)

2.5 Investointiteoreettinen lähestymistapa arvonmääritykseen

Myös investointiteoreettinen lähestymistapa ottaa kantaan kiinteistöjen arvostamiseen. Lähestymistapa käsittelee kiinteistöjä nimensä mukaisesti investointinäkökulmasta ja tarkastelee teoreettisesti ja teknisesti arvonmääritystä.

Investointiteoreettisen lähestymistavan mukaan arvo on hyödykkeen kyky tyydyttää inhimillisiä tarpeita. Arvoa voidaan kuvata siten hyödyn ja niukkuuden funktiona. Tunnettuja arvostusperusteita ovat tuotto, hinta ja kustannus, ja näihin nojaavia arvostuslajeja ovat tuottoarvo, kauppa-arvo ja kustannusarvo. Tuottoarvomenetelmässä kohteen arvo määräytyy kohtees-

ta tuottoaikana todennäköisesti saatavien vuosituottojen pääomitettuna arvona. Kauppa-arvomenetelmässä arvo on toteutuneiden kauppojen kauppahintojen perusteella määritetty käypä arvo. Kustannusarvomenetelmässä arvo on todellisten tai todennäköisten ja tarkoituksenmukaisten rakennus- tai muiden sellaisten tuotantokustannusten perusteella määritetty käypä arvo. Kiinteistöjen arvonmäärityksessä käyttömahdollisuus ja siitä johtuva kysyntä ovat ensisijaiset arvonmuodostajat investointiteoreettisen lähestymistavan mukaan. Arvonmuodotukseen vaikuttavat kysyntä lyhyellä aikavälillä ja kustannus- sekä käytettävyystekijät pitkällä aikavälillä. (Asumaan 1999.)

Kiinteistöarvioinnissa arvo johdetaan hinnoista saadun tiedon avulla. Kiinteistön arvo voidaan määrittellä eri tavoin ja tarkastelutavan valinta riippuu pitkälti osapuolten omista näkökulmista, näkemyksistä ja intresseistä. Arvonmäärityksessä huomioidaan näin ollen yleensä tarkoitukseen sopivan arvokäsitteen määrittely sekä tilanteeseen sopivan arvostusmallin ja arvostusmenettelyn valinta. (Asumaan 1999.)

3 Tutkimus

Opinnäytetyön tutkimusosa pohjautuu teoreettiseen viitekehykseen. Tutkimusosassa tarkastellaan käytännönläheisesti sijoituskiinteistöjen arvonmääritystä ja arvostamista. Kiinteistön arvonmääritys on systemaattinen prosessi, jota kiinteistöarvioija noudattaa tehdessään kiinteistön arvonmääritystä. Arvonmääritys perustuu käytännössä tietojen keräämiseen useista eri lähteistä, missä kerätään tietoja arvioitavasta kohteesta ja vertailutietoja muun muassa alueen markkina- ja kaavoitustiedoista. (Kauppalehti 2014.)

3.1 Tutkimusmenetelmät

Opinnäytetyö toteutetaan tapaustutkimuksena. Tapaustutkimusta ei yleisesti mielletä tutkimusmenetelmäksi, mutta se on hyvä tutkimusstrategia nykyaikaisen tiedon tuottamiseen tietystä ilmiöstä, sen todellisesta tilanteesta ja toimintaympäristöstä. (Ojasalo 2014, 52.)

Tapaustutkimusta luonnehtii pyrkimys tuottaa syvällistä ja yksityiskohtaista tietoa tutkittavasta tapauksesta. Opinnäytetyön näkökulmasta se tarkoittaa tiedon tuottamista sijoituskiinteistöjen arvostamisesta. Tapaustutkimuksessa on tärkeämpää saada selville suppeasta kohteesta paljon kuin laajasta kohteesta vähän. Tämän vuoksi opinnäytetyössä keskitytään nimenomaan sijoituskiinteistöihin eli kiinteistöihin, joita ei ole tarkoitettu organisaation tai yhteisön omaan käyttöön. Tutkimusosiossa yksityiskohtaisemman kuvan antamiseksi keskitytään myös yhteen yhtiöön, ensimmäiseen suomalaiseen vuokra-asuntoihin sijoittavaan osakeyhtiömuotoiseen kiinteistörahastoon, Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj:hin. (Ojasalo 2014, 52.)

Tapaustutkimuksessa on tyypillistä, että monenlaisia menetelmiä käyttämällä saadaan syvä, monipuolinen ja kokonaisvaltainen ymmärrys tutkittavaan tapaukseen. Menetelminä tutkimuksessa voi käyttää niin laadullista eli kvalitatiivista kuin myös määrällistä eli kvantitatiivista tutkimusta sekä näiden yhdistelmää. (Ojasalo 2014, 55.)

Opinnäytetyössä käytetään tutkimusmenetelmänä laadullista eli kvalitatiivista tutkimusta. Kvalitatiivinen tutkimus toteutetaan puolistrukturoituna haastatteluna ennalta määritettyyn kohdeyleisöön. Puolistrukturoitu haastattelu eli teemahaastattelu sopii hyvin tilanteeseen, jossa tutkimuksen kohdetta ei ihan täysin tunneta, eikä vastaajia haluta liikaa ohjailta haastattelussa. Teemahaastattelu sopii hyvin opinnäytetyöhön kohdejoukon muodostuessa erilaisista asiantuntijoista: auktorisoiduista kiinteistöarvioijista, Orava Asuntorahasto Oyj:n edustajasta ja KHT-tilintarkastajasta.

3.2 Kiinteistöjen arvostaminen kiinteistöarvioijan näkökulmasta

Haastateltaessa kolmea auktorisoitua kiinteistöarvioijaa pyrittiin saamaan tietoa kiinteistöjen arvostamisprosessista käytännössä, arvostamiseen vaikuttavista tekijöistä ja erilaisiin arvostamismalleihin liittyvistä haasteista. Haastateltavista kaksi henkilöä edusti Realia Management Oy:ta ja yksi Newsec Asset Management Oy:ta.

Arviointiprosessia ohjaavat säännökset

Realian mukaan arviointiprosessi perustuu kansainvälisiin ja kansallisiin standardeihin, jotka määrittelevät reunaehdot arvioinnille. Arviointiympäristö on hyvin monimuotoinen. Esimerkiksi Suomessa on AKA-järjestelmä, joka pohjautuu Keskuskauppakamarin auktorisoimiin kiinteistöarvioijiin. 80-luvun lopulla ja 90-luvun alussa kiinteistösijoituslalla oli buumi, kun lainaraha oli vapautunut. Kiinteistöarviointi ei ollut säänneltyä, jolloin luotettava arviointi ei välttämättä toteutunut. Pankit myönsivät virheellisiin kiinteistövakuuksiin pohjautuvia luottoja. Tästä seuranneen laman jälkeen Suomeen perustettiin kiinteistöarvioijien sertifiointi 1990-luvun puolivälissä. Alun perin sertifiointi kuului AKA-yhdistykselle, mutta siirtyi myöhemmin Keskuskauppakamarille. Kiinteistöarvioijan pätevyyden saaminen edellyttää kokeen suorittamista, joka mittaa käytännön osaamista. Realian edustajan mukaan Ruotsissa on vastaavanlainen ja hyvin samantyyppinen kansallinen sertifiointijärjestelmä, ASPECT.

Realian edustajan mukaan maailmanlaajuisesti arviointi pohjautuu kuitenkin muutamiin standardeihin, jotka ovat jonkin instanssin luomia. Suomen AKA-järjestelmä pohjautuu IVS-standardiin. IVS ylläpitää ja päivittää standardia, joka sisältää määritelmän markkina-arvolle. IVS ei ole käytännön ohje vaan puitestandardi kiinteistöarviointia varten. Iso-

Britanniassa on käytössä RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors), joka taas perustuu Red Book -kirjaan. Realian edustajan mukaan Red Book on kuitenkin täysin IVS-yhteensopiva. Lisäksi TEGoVA-järjestö on julkaissut EVS-standardin (European Valuation Standards). Saksassa toimii HypZert-järjestö, joka on taas määritellyt standardin asuntojen luotonantoa varten tehtävää arvostamista varten. Yhdysvalloissa toimii Appraisal Institute -organisaatio. Realian edustajan mukaan kansainvälisten ja kansallisten lakien ja standardien sisältö vaihtelee, mutta kaikki pyrkivät löytämään todennäköisimmän kauppahinnan arvioinnissaan. Viime vuosina RICS on yleistynyt Suomessa, mutta Realian edustaja ei näe tässä ongelmaa, sillä Red Book ja IVS ovat yhtenäisiä. Standardien lähentymistä on tapahtunut myös HypZertin ja RICS:n välillä sekä Appraisal Instituten ja HypZertin välillä. Lähentymisestä huolimatta standardit ovat toisilleen myös kilpailijoita.

Realian edustaja mainitsi haastattelussa, että REIT-rahastoja varten kehitetty suomalainen lainsäädäntö sisältää määritelmän, jonka mukaan arvioijalta vaaditaan KHK-auktorisointi. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että kun kiinteistöarvioija suorittaa Keskuskauppakamarin kokeen, hän saa AKA-pätevyyden lisäksi myös KHK:n. Lisäksi Kiinteistöarvioinnin Auktorisointiyhdistys KA ry on julkaissut hyvää kiinteistöarviointitapaa koskevan ohjeen, joka sisältää käytännönläheisiä ohjeita kiinteistöarvioinnista. Esimerkiksi arviointipalkkio ei saa olla prosenttiosuus kohteen arvosta, sillä se voi ohjata arvioinnin tekemistä.

Arvostamismenetelmät

Sekä Realian että Newsecin edustajien mukaan arvostamismenetelmät voidaan jakaa tuotto-, kauppaa-, kustannusarvomenetelmään. Realian edustajan mukaan tuottoarvomenetelmää käytetään yleisesti toimitiloja arvioitaessa. Toimitilan ostaja on usein sijoittaja, joka ajattelee kohteen arvoa sijoitukselle saatavan koron kautta. Tuottoarvo voidaan laskea joko suorana pääomituksena tai kassavirtamenetelmänä. Suorassa pääomituksessa ensimmäisen vuoden nettotuotto pääomitetaan tuottovaateella. Tätä menetelmää käytetään edelleen yleisesti Keski-Euroopassa. Kassavirtaan pohjautuvaa arviointia pidetään pohjoismaalaisena erikoisuutena. Kassavirtamenetelmä sisältää paljon plus- ja miinusmerkkisiä elementtejä, jonka takia se vaatii osaamista, sillä parametrit voivat olla hyvin herkkiä. Yksittäiset parametrit voivat vaikuttaa lopputulokseen paljon, jolloin riski virheelliseen arviointiin on suuri. Teorian ymmärtämisen lisäksi arvioijan on arvioitava arvoa, että onko se järkevä. Realian edustajan mukaan on olennaista ymmärtää markkinavuokrat, tuottovaateet ja vertailukauppojen taustat sekä tapahtumat. Alkutuoton merkitys eli ensimmäisen vuoden nettotuotto jaettuna markkina-arvolla on tärkeää ymmärtää, sillä sijoittajat tarkastelevat usein sitä. Realian ja Newsecin edustajien haastatteluissa ilmeni, että useimmissa tapauksissa kassavirtamenetelmässä käytetään 10 vuoden kassavirtaa. Kassavirta lasketaan diskonttaamalla 10 vuoden nettovuokra ny-

kyarvoon, jonka jälkeen siihen lisätään jäännösarvo, joka lasketaan 11. vuoden nettotuotto suoraan pääomittamalla tuottovaateella ja diskonttaamalla.

Realian edustajan mukaan kaupp-arvomenetelmä on pääasiallinen silloin, kun ostaja on todennäköisesti käyttäjäostaja eli arvo määritellään sen kohteen käyttöarvon kautta eikä tuoton kautta. Arvon määrittelyminen perustuu vertailukauppoihin. Asuntojen arvioimisessa käytetään usein kaupp-arvomenetelmää, sillä toteutuneista kaupoista on paljon tietoa esimerkiksi Helsingissä. Tämä tarkoittaa sitä, että myös sijoittaja joutuu tyytymään kauppahintaan eikä arvoa voida suoraan määritellä tuottoarvon perusteella.

Newsecin ja Realian edustajien mukaan kustannusarvolla tarkoitetaan kohteen jälleenhankintahintaa vähennettynä toiminnallisella tai teknisellä kulumisella. Sen käyttäminen on harvinaista, sillä sitä käytetään silloin, kun ei ole minkäänlaista kysyntää tai tarjontaa. Esimerkiksi maatilaa arvioinnin yhteydessä olevaa kuivaamo voidaan osa-arvona määritellä teknisen arvon perusteella ja liittää muuhun arvoon. Tekninen arvo on useimmiten markkina-arvoa korkeampi lukuun ottamatta taajamien asuntoja ja likvideimpiä toimitiloja.

Arviointiprosessin vaiheet

Realian edustajan mukaan arviointiprosessin vaiheisiin kuuluu kohdetietojen selvittäminen, katselmointi, laskelmien tekeminen ja arviokirjan laatiminen sekä sen toimittaminen asiakkaalle. Prosessi on hänen mukaansa hyvin luonnollinen. Standardissa voidaan myös määritellä, että arviokirjan on sisällettävä arvion käyttötarkoitus. Suomessa ei ole aikaisemmin pidetty tätä erityisen tärkeänä tekijänä, mutta viime vuosina sen merkitys on kasvanut. Newsecin edustajan mukaan arviointiprosessi muodostuu kohteen katselmuksesta, jonka jälkeen kohteesta tehdään kassavirtalaskelmien perusteella arvonmäärittely.

Arviointiprosessissa pyritään löytämään sen hetken todennäköinen arvo eikä tulevaisuuden ennustetta. On otettava huomioon kohteen tyyppillinen myyntiaika, ja se että kauppakirja allekirjoitettaisiin juuri arviointipäivänmääränä. Kiinteistöarvioija ei arvioi järkevää arvoa vaan sitä arvoa, miten markkinat toimivat. Omistajasuhteen vaikutus arvoon on eliminoitava, sillä arvioijan on mietittävä, minkälainen on tyyppillinen ostaja ja myyjä. Arviointiprosessissa on myös simuloitava neuvotteluprosessia. Arviointimenetelmänä on käytettävä vastaavia menetelmiä, joita myös todennäköinen ostaja käyttäisi. Toimitilapuolella kaikki pienet markkinahavainnot, kuten huhut tarjouksista ja hintapyynnöistä on hyödynnettävä, sillä kauppooja tahtuu vähän. On oleellista myös tietää, millä tuottotasolla vertailukohde on ostettu, ja jos muita tarjoajia on ollut niin, minkälaisia heidän tarjouksensa ovat olleet. Realian edustajan mukaan pelkästään kassavirtalaskelman lukujen tarkasteleminen ei ole arviointia vaan laskentaa.

Arvioitaessa asunto- tai toimitilaportfolioita on myös huomioitava, että massa-arvo voi poiketa yksittäisen asuntojen tai tilojen summasta. Realian edustajan mukaan vuoteen 2005 - 2006 asti toimitiloissa preemio oli usein negatiivinen eli voitiin puhua tukkualennuksesta. Vuonna 2007, kun velkarahaa oli helposti saatavilla, sijoittajilla oli nopea tarve saada lainarahalle tuottoa, joten sijoittajat saattoivat ostaa useampia kohteita kerralla, jolloin positiivinen preemio oli yleinen. Tällaisessa tilanteessa preemion maksaminen oli sijoittajalle järkevää. Velka-aste saattoi olla yli 100 %:a ja preemiot olivat enimmillään 20 %:a. Useampia asuntoja ostettaessa kerralla tukkualennus on yleinen. Rahastoissa sijoituksen objekti ei kuitenkaan ole kokonainen talo vaan yksittäinen asunto, jonka takia myytäessä asuntoja yksittäin saatu tukkualennus realisoituu usein voitoksi.

Arvostamiseen vaikuttavat tekijät

Newsecin edustajan mukaan arvostamiseen vaikuttaa kiinteistön sijainti, saavutettavuus, rakennuksen ikä, rakennusmateriaali, fyysiset ominaisuudet ja taloustekijät. Tämän lisäksi tiedetään hyvin, että asunnoissa arvoon voi vaikuttaa esimerkiksi etäisyys rantaan ja näkymät.

Realian edustajan mukaan asunnoissa ja toimitiloissa arvostamiseen vaikuttavat tekijät ovat erilaisia. Toimitilojen arvon määrittelee käytännössä toimitilan vuokrasopimukset. Tällöin arvostaminen tapahtuu tuottoarvomenetelmän pohjalta. Sijoittaja pyrkii miettimään, että kuinka pitkään ja turvallista tuottoa hän saa. Viime aikoina on ollut myös tyhjiä toimitiloja, joita on myyty sijoittajille kehittämistä varten, joiden arvioinnissa on käytetty kauppa-arvokauppoja.

Realian edustajan mukaan asuntomarkkinoihin vaikuttavat käyttäjäostajat, jonka takia merkittävimpiä arvoon vaikuttavat tekijöitä ovat sijainti, asunnon koko ja asunnon sekä talonyhtiön kunto. Talonyhtiön kunto on tullut viimeisten vuosien aikana entistä tärkeämmäksi tekijäksi asunnon arvioinnissa. Moni 70-luvun kerrostalokohde alkaa olla jo elinkaarensa päässä, ja samaan aikaan remonttien kulutasot ovat nousseet. Putkiremonteista on tullut vilkas keskustelunaihe, mikä on näkynyt myös maksuhalukkuudessa.

Newsecin edustajan haastattelussa ilmeni, että tietyllä aikavälillä toimitilan markkina-arvoon voi vaikuttaa kiinteistön tekninen kehittäminen. Lisäksi kiinteistöjohtamisella voidaan vaikuttaa kiinteistön arvon kehittymiseen.

Arvostamismenetelmiin liittyvät haasteet

Realian edustajan mukaan asuntojen arvostamiseen liittyviä haasteita ovat esimerkiksi tuotto-
tasojen tiedon puuttuminen, sillä ne eivät ole julkista tietoa. Toimitilojen hintatietoja on
saatavissa jonkin verran Maanmittauslaitoksen ylläpitämästä kauppahintarekisteristä. Järjes-
telmästä on löydettävissä kiinteistömuotoiset kaupat, mutta ei osakemuotoisia kauppvoja.

Realian edustaja näkee haasteelliseksi asuntojen arvostamisessa asiakkaiden vaativuuden.
Arvioinnissa on mahdollisesti otettava huomioon yksittäisen asunnon kerros ja näkymät, jotka
vaikuttavat asunnon arvoon. Toimitilat voivat olla vielä yksilöllisempiä. Kun arvoa määritel-
lään vertailukauppojen kautta, on mahdollista, että kaupoissa on ollut mukana subjektiivisia
elementtejä, jotka ovat vaikuttaneet kauppahintaan. Esimerkiksi julkisuudessa on puhuttu
mahdollisista eläkeyhtiöiden ja yritysten välisistä kiinteistökaupoista, joissa kauppaan olisi
osaksi sidottu yrityksen eläkevarojen siirtäminen kiinteistön ostavalle eläkeyhtiölle. Arvioija
pyrkii arvioimaan, että vaikuttaako kauppa konservatiiviselta vai aggressiiviselta, ja onko hin-
ta oikea vai ei. Mitä vähemmän markkinoilla on vertailukauppvoja, sitä haastavampaa on arvi-
oida yksittäisiä kauppvoja. Vierekkäisissä toimitilarakennuksissa erot voivat olla suuria. Vuok-
ratuotto voi olla hyvin erilainen, ja tilatehokkuudet voivat poiketa toisistaan. Realian edusta-
jan mukaan tällaisessa tilanteessa arvioija voi tehdä virhearvion. Neliövuokriin liittyvät poik-
keamat voivat selvitä vain kohteeseen perehtymällä.

Realian edustajan mukaan asuntojen- ja toimitilojen kauppa- ja vuokratuottoa on pyritty kehit-
tämään julkiseksi vuosien ajan, mutta siinä ei ole edistytty merkittävästi. Esimerkiksi Yhdys-
valloissa ja Iso-Britanniassa kiinteistökauppoihin liittyvä tieto on julkista. Tämä helpottaa ar-
viointiprosessia huomattavasti. Suomessa arviointi perustuu paljon myös huhuihin ja erilaisten
kauppojen ja parametrien etsimiseen ei-julkisista lähteistä. Toisaalta edustaja näkee tämän
takia kiinteistöarvioinnin merkityksellisenä. Teknisyyden sijaan kiinteistöarviointi on ikään
kuin taidetta, jossa pyritään löytämään kokonaiskuva.

Realian edustaja totesi haastattelussa, että viimeisen parin vuoden aikana kiinteistöarvioinnin
toimintaympäristö on muuttunut paljon. Arvioinneissa ei välttämättä riitä enää AKA-pätevyys
vaan arviointi voi edellyttää kiinteistöarviointiyritykseltä ainakin yhden henkilön RICS-
pätevyyden ja allekirjoituksen. Myös termien käyttö eri tavalla luo haasteita kiinteistöarvioin-
nissa. Sekaannuksia voi aiheuttaa markkina-arvon ja käyvän arvon tulkitseminen samaksi
asiaksi. IFRS:ssä käytetään määritelmää käypä arvo, kun taas IVS:ssä puhutaan markkina-
arvosta. Nämä eivät kuitenkaan Realian edustajan mukaan tarkoita täysin samoja asioita.

Realian edustajan mukaan byrokratian määrä on lisääntynyt kiinteistöalalla viime vuosien ai-
kana. Byrokratian lisääntyminen on vaikuttanut kiinteistöarvioijiin, tilintarkastajiin, rahastoi-

hin ja rahoittajiin. Haasteena edustaja näkee direktiivit, joita välttämättä kukaan ei ymmärrä. Tällaisissa tilanteissa jotkut toimijat voivat ajatella hyötyvänsä tilanteesta jollakin tavalla. Byrokratia vie arvioinnista paljon aikaa ja heikentää pienien toimijoiden mahdollisuuksia. Isoilla toimijoilla on mahdollisuus ottaa erilaisia vastuuvakuuksia, joita tullaan tulevaisuudessa tarvitsemaan. Vaatimustaso kokonaisuudessaan on lisääntynyt kiinteistöarvioinnissa - asiakkaat haluavat arviointeja nopeammin, kevyemmin ja halvemmalla.

Newsecin edustajan mukaan toimialaa kuvataan läpinäkyväksi. Hän näkee kuitenkin ongelmana tiedon vähyyden. Kilpailutilanne alalla pitäisi hänen mukaansa syntyä muuten kuin tiedon määrää rajoittamalla. Kun asuntojen hintojen osalta hintapyynnöt päätettiin julkaista, monet välittäjät pelkäsivät työnsä loppumista, vaikka näin ei todellisuudessa käynyt.

3.3 Orava Asuntorahasto Oyj

Orava Asuntorahasto Oyj - viralliselta toiminimeltään Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj - on suomalainen julkinen osakeyhtiö, jonka kotipaikka on Helsinki. Yhtiö perustettiin 30.12.2010 hallinnointiyhtiö Orava Rahastot Oyj:n aloitteesta kiinteistörahastolaissa tarkoitetuksi kiinteistörahastoksi, jonka kiinteistösijoitustoiminnan säännöt Finanssivalvonta on hyväksynyt. Yhtiö listattiin Helsingin pörssiin 24.9.2013. Orava Asuntorahasto on Suomen ensimmäinen julkinen osakeyhtiömuotoinen asuntorahasto eli REIT (Real Estate Investment Trust), joka sijoittaa vuokra-asuntoihin suurissa ja keskisuurissa kaupungeissa. (Orava Asuntorahasto 2014.)

Yhtiön toimintaa säätelee Suomen lainsäädäntö ja erityisesti kiinteistörahastolaki sekä veronhuojennuslaki, jonka perusteella rahasto on vapautettu tuloveron suorittamisesta. Näiden lisäksi yhtiö noudattaa toiminnassaan yhtiöjärjestystä ja hallituksen määrittelemiä hallintoperiaatteita sekä kiinteistösijoitustoiminnan sääntöjä, jotka Finanssivalvonta on vahvistanut. Listautumisen jälkeen yhtiön toimintaa ovat säädelleet myös Helsingin Pörssin säännöt ja ohjeet sekä Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n julkaisema Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi. (Orava Asuntorahasto 2014.)

Yhtiön missiona on ”lisätä vuokra-asuntojen määrää kanavoimalla pääomaa asuntoinvestointeihin.” Kansainvälisen pääoman saamista Suomen asuntomarkkinoille pidetään keskeisenä osana missiota. Yhtiö pyrkii tarjoamaan suomalaisille yksityissijoittajille helpon tavan sijoittaa asuntoihin. Orava Asuntorahaston visiona on olla vuonna 2020 ”Suomen johtava asuntorahasto.” Vision toteutumista arvioidaan etenkin osakkeen kokonaistuoton, asukastyytyväisyyden ja asuntorahaston koon kasvun näkökulmista. (Orava Asuntorahasto 2014.)



Kuva 2: Orava Asuntorahaston arvot ja niihin liittyvät periaatteet (Orava Asuntorahasto 2014.)

Yhtiö tavoittelee osakkeelle 10 prosentin vuotuista kokonaistuottoa. Osinkoa yhtiö jakaa neljännesvuosittain ja pyrkimyksenä on jakaa 7-10 prosenttia vuotuista osinkotuottoa. REIT-muotoisen kiinteistörahaston säädöksiin kuuluu, että yhtiö tulee jakamaan vähintään 90 prosenttia voitostaan osinkoina, pois lukien realisoitumattomat arvonmuutokset (ja IFRS:n laajan tuloksen erät). (Orava Asuntorahasto 2014.)

Yhtiön sijoitusstrategiaa ohjaavat kiinteistösijoitustoiminnan säännöt, ja strategia koostuu kolmesta eri osa-alueesta:

1. Sijoituskohteiden hankinta ja myynti
2. Kohdestrategia
3. Rahoitusstrategia

Sijoituskohteiden hankinnan ja myynnin yhtenä yhtiön etuna on se, että yhtiö pyrkii hankkimaan asuntoja salkkuunsa pääsääntöisesti ostamalla tai rakennuttamalla kokonaisia kohteita kerrallaan. Näin yhtiö pystyy hyödyntämään asuntomarkkinoilla suursijoittajille usein saavutettavissa olevaa tukkualennusta. Kun asunnot myydään markkinoille yksitellen, on usein yksittäisestä kohteesta saatu tulo isompi kuin tukkualennuksen yhteydessä kyseisestä kohteesta maksettu meno. (Orava Asuntorahasto 2014.)

Kohdestrategiassa otetaan huomioon kohteiden maantieteellinen sijainti sekä kiinteistöjen ja huoneistojen ominaisuudet. Ensisijaiset kriteerit kohteiden hankinnoille koostuvat väestön määrästä ja väestönkasvusta kohdealueella. Yhtiö on jakanut sijoitussalkkunsu Helsingin seutuun, suuriin kaupunkeihin ja muuhun Suomeen. (Orava Asuntorahasto 2014.)

Rahoitusstrategialla viitataan velan määrään suhteessa kulloinkin vallitsevaan markkinatilanteeseen ja korkotasoon. Yhtiö pyrkii optimoimaan velan määrän sopivaksi suhteessa kulloiseenkin korkotasoon ja markkinatilanteeseen. Tavoitteena on, että asuntorahaston luototusaste pysyisi 30:n ja 60 prosentin välillä. Luototusastetta säädellään markkinakorkojen ja asuntomarkkinoiden kehityksen mukaan. (Orava Asuntorahasto 2014.)

3.3.1 Orava Asuntorahaston kiinteistösijoitustoiminnan säännöt

Kansainvälisiin standardeihin ja kansalliseen lainsäädäntöön nojaten, yrityksillä on käytössä omia arviointi- ja arvostusmalleja. Yritykset ovat luonnollisesti sidottuja noudattamaan toiminnassaan lakeja, joten arvostusmallit ovat laillisia ja ulkopuolisen toimijan hyväksymiä.

Orava Asuntorahastolla muun muassa on käytössä oma arviointimallinsa. Orava on kirjoittanut Finanssivalvonnan hyväksymät kiinteistösijoitustoiminnan säännöt, joita yhtiö noudattaa toiminnassaan. Sääntöjen 7 § käsittelee rahaston kiinteistöomaisuuden arvon arviointia, arvostamista ja julkistamista. Säännöt sisältävät kiinteistörahastolain mukaisia säädöksiä, ja säännöissä todetaan, että rahaston omistamien kiinteistöjen arvot arvioidaan vähintään kuukausittain ja julkistetaan vähintään neljännesvuosittain sekä aina, kun kiinteistörahaston taloudellisen tilanteen muutos tai muutokset kiinteistöjen kunnossa vaikuttavat olennaisesti kiinteistörahaston omistamien kiinteistöjen arvoon. Kiinteistöt arvostetaan myös, kun rahasto myy ja ostaa niitä sekä silloin kun rahasto vastaanottaa apporttiomaisuutta merkinnän yhteydessä. (Orava Asuntorahasto 2014.)

Orava linjaa, että sijoitusomaisuus arvostetaan alun perin hankintamenoon. Itse valmistettujen tai rakennettujen kiinteistöjen osalta, sijoitusomaisuuden hankintameno muodostuu valmistusajankohtaan kertyneistä rakentamismenoista, aktivoituista vieraan pääoman menoista ja muista menoista. Alkuperäisen kirjaamisen jälkeen arvioinnissa ja arvostamisessa siirrytään käyvän arvon arvostamiseen. Käypänä arvona pidetään rahamäärää, johon omaisuus voitaisiin vaihtaa asiaa tuntevien, liiketoimeen halukkaiden ja toisistaan riippumattomien osapuolten välillä. Mikäli luotettavaa markkinahintaa ei ole käytettävissä, voidaan arvo määrittää Orava Rahastot Oyj:n kehittämän asuntojen hintojen arviointimallin avulla. Rahaston omaisuuden arvostaminen täyttää IVS:n (International Valuation Standards) ja IFRS:n arviointikriteerit sekä hyvän kiinteistöarviointitavan niin sanotut AKA-kriteerit. (Orava Asuntorahasto 2014.) Vuodesta 2013 Orava Asuntorahasto Oyj on määritellyt sijoituskiinteistöjensä käyvän arvon IFRS 13-standardin mukaisesti. Tätä ennen Orava noudatti IAS 40 -standardia, joka käsittelee sijoituskiinteistöjen arvostamista. Siirtymisellä IAS 40 -standardista IFRS 13-standardiin ei ollut tulosvaikutusta. (Orava Asuinkiinteistörahasto Oyj 2013.)

Rahaston arviointiprosessin, laskentamenetelmät ja raportoinnin auditoi ulkopuolinen asiantuntija kerran vuodessa. Tämän lisäksi Rahastossa tarkastutetaan vähintään kerran vuodessa omaisuuden arvon määrittämisessä käytetty aineisto ulkopuolisella asiantuntijalla. Omaisuuden arvonmäärittämisessä käytettävän ulkopuolisen arvioitsijan tulee olla KHT-yhteisö tai Keskukskaupakamarin hyväksymä kiinteistöarvioitsija. (Orava Asuntorahasto 2014.)

Kiinteistörahastolakiin viitaten, rahasto voi erityisestä syystä arvostaa muussa kuin omassa käytössä olevat asunnot muuhun kuin käypään arvoon tai päättää olla käyttämättä kiinteistönarvioitsijaa tai KHT-yhteisöä, jolloin rahaston tulee toimintakertomuksessa tai tilinpäätöksen liitetiedoissa perustella menettelynsä. (Orava Asuntorahasto 2014.)

3.3.2 Orava Asuntorahaston asuntojen arviointimalli

Yhtiön omaa, vertailukauppoihin perustuvaa menetelmää käytetään tyypillisesti asuntojen arvioimiseen silloin, kun asuntoja ollaan myymässä yksittäisinä huoneistoina. Sijoituskiinteistöjen käypä arvo määritetään kauppahinta- ja hintapyyntöaineistoon perustuvalla monimuuttujaregressiomenetelmään pohjautuvalla massa-arviointijärjestelmällä. Aineisto perustuu Oikotie.fi-palvelun asuntojen myynti-ilmoituksiin. Myynti-ilmoitukset saadaan Oikotieltä jatkuva-aikaisesti sähköisessä muodossa, ja palvelussa on mukana kiinteistövälittäjien ilmoitusten lisäksi myös yksityishenkilöiden jättämät ilmoitukset. Aineisto pitää sisällään myös toteutuneiden kauppajen tiedot pääasiassa asuntorahaston omistamien kohteiden läheisyydestä sekä kauppajien tiedot asuntorahaston myymistä huoneistoista. IVS-standardien (International Valuation Standards) mukaan markkina-arviota tehtäessä tulisi käyttää informaatiota, joka on vapaasti saatavilla ja jota päätöksenteossa yleisesti käytetään. Oravan mukaan hintapyyntöaineiston käytön etuna on ajantasaisuus sekä hyödyntämisen helppous markkinaosapuolten kesken. (Orava Asuntorahasto 2014.)

Aineistossa selkeästi havaitut väärät tiedot oikaistaan manuaalisen imputoinnin avulla. Manuaalisella imputoinnilla tarkoitetaan epäkelvon tiedon paikkaamista realistisemmalla korvikearvolla, joka parantaa aineiston luotettavuuden arviointia. (Imputointi 2009.) Oravan tapauksessa tämä tarkoittaa sitä, että mikäli saatavilla on huoneiston toteutunut kauppahinta, korvataan hintapyyntö kyseisellä transaktiohinnalla. Orava ei käytä arvioinnissaan omien myynissä olevien huoneistojen hintapyyntöjä. Toteutuneet kaupat kuitenkin huomioidaan arvioinnissa. (Orava Asuntorahasto 2014.)

Asuntokaupoissa on usein tyypillistä niin kutsuttu neuvotteluvara. Neuvotteluvaralla tarkoitetaan tilannetta, jossa hintapyyntö on asetettu korkeammalla tasolle kuin hinta, jolla myyjä olisi valmis myymään huoneiston. Neuvotteluvara tulee ottaa huomioon käyvän arvon määrittämisessä. Tyypillisesti nyrkkisääntönä on pidetty 5-10% neuvotteluvaraa. Käypien arvojen määrittämisessä on käytetty hyödyksi Oikotie.fi -palvelun ja Tilastokeskuksen keskiarvohintoja. (Orava Asuntorahasto 2014.)

Ekonometrinen malli

Ekonometrinen malli on huoneistojen hintapyyntöjä selittävä malli. Malli arvioidaan pienimän neliösumman menetelmällä käyttäen Gretl-ohjelmistoa, josta on tällä hetkellä käytössä versio 1.9.14. Aineiston rajauksessa on käytetty seuraavia tekijöitä:

- rakennustyyppi = ”kerrostalo” kerrostaloille ja 'kaikki rakennustyyppit' rivi- ja luhtitaloille
- taloluokka = omistusasunto (eli ei-vuokratalo) tai uudiskohde
- asumismuoto = omistusasunto TAI uudiskohde
- ilmoitus on jätetty enintään 24 kuukautta ennen arviointikuukauden loppua
- 400€/m² < velaton neliöhinta < 10 000€/m²
- 10m² < huoneiston pinta-ala < 300m²
- 2 vuotta < rakennuksen ikä < 150 vuotta

Jäännöstermien keskihajontaa on käytetty ensisijaisena kriteerinä mallien muuttujien, rajausten ja funktiomuodon määrittämisessä. Keskihajontaa on pyritty minimoimaan ja mallia kehitetään jatkuvasti. Orava Asuntorahaston käyttämä kaava on kuvattu kuvassa 1. (Orava Asuntorahasto 2014.)

$$\ln\left(\frac{P}{ALA}\right) = a + b_1 \cdot ALA + b_2 \cdot ALA^2 + b_3 \cdot ALA^3 + b_4 \cdot IKA + b_5 \cdot IKA^2 + b_6 \cdot IKA^3 + b_7 \cdot D_{Kunto=erinomainen} + b_8 \cdot D_{Kunto=tyydyttävä} + b_9 \cdot D_{Kunto=huonakeritt.huono} + b_{10} \cdot D_{Sauna} + b_{11} \cdot D_{Tontti} + \sum_{i=-7}^{-1} c_i \cdot TD_i + \sum_{i=1}^n d_i \cdot ZIP_i + d_{n+1} \cdot SQKM \cdot LAT + d_{n+2} \cdot SQKM \cdot LON + d_{n+3} \cdot KOHDE + \sum_{j=n+4}^q d_j \cdot HUONEISTO_j$$

P = velaton myyntihinta

ALA = huoneiston pinta-ala

IKÄ = rakennuksen ikä (= kuluva vuosi – ilmoitettu rakennusvuosi)

D = dummy-muuttuja, joka saa arvon 1 kun alaindeksissä osoitettu tieto pitää paikkansa ja muulloin arvon 0

SAUNA = dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, kun huoneistossa on sauna

TONTTI = dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, kun kohde sijaitsee vuokratontilla (muuttuja jätetään pois mallista, jos vuokratonttihakintoja on alle 15 tai jos sen kerroin on positiivinen)

TD = vuosineljänneksittäinen aikadummy (arviointivuosineljänneksen dummy jätetty pois)

ZIP = postinumeroaluetta kuvaava sijaintidummy

SQKM = dummy-muuttuja, joka saa arvon 1 kun havainto sijaitsee kohteen ympärillä olevan neliökilometrin (4 neliökilometrin, jos kohteita yhden neliökilometrin alueella alle 15) suuruisen alueen sisällä – muuttujaa käytetään postinumeroalueen sisällä olevan mikrosijainnin vaikutusten arviointiin

KOHDE = dummy-muuttuja, joka saa arvon 1 kun havainto sijaitsee samassa osoitteessa arvioitavan kohteen kanssa

HUONEISTO = dummy-muuttuja, joka saa arvon 1 kun havainto on arvioitavasta huoneistosta

Kuva 3: Orava Asuntorahaston käyttämä asuntojen arviointimalli (Orava Asuntorahasto 2014.)

3.3.3 Ekonometrisen mallin soveltaminen kiinteistöarvioinnissa

Orava asuntorahaston käyttämään arviointimalliin liittyen haastateltiin heidän edustajaa aiheen tiimoilta. Tavoitteena oli saada tarkempaa kuvaa siitä, minkälainen Oravan arvostamisprosessi on, mitä tekijöitä arvostusprosessissa otetaan huomioon ja mitä haasteita arvostamisprosessiin liittyy.

Oravan edustaja kertoi, että heillä on käytössä niin kutsuttu monimuuttujaregressiomalli. Mallilla arvostetaan huoneisto kerrallaan, arvot summataan yhteen ja lopullinen kiinteistörahaston arvo muodostuu siitä. Edustaja jatkoi vielä, että toimitilat ovat poikkeus, koska niistä otetaan puolivuositain ulkopuolisen arvioitsijan arviot - kun taas asunnot arvostetaan kuukausittain. Oravan malli sai alkunsa, kun yhtiö mietti vaihtoehtoisia tapoja, joilla kiinteistörahastoa voi arvostaa. Edustaja kertoi, että ekonometrisen mallin luomisessa ovat heiltä olleet pääsääntöisesti mukana hän itse sekä hänen kollegansa. Vastaavanlaisia malleja on rakenneltu jo 1920-luvulta ja 1974 Sherwin Rosenin julkaiseman artikkelin jälkeen, kyseiset mallit ovat kiinteistöalalle tulleet. Nykypäivänä mallit ovat hyvin standardi lähestymistapa, ja edustaja kertoi, että heidän mallin mallispecifikaatiossa ei ole kovinkaan paljon useammista malleista poikkeavia tekijöitä.

Edustaja kertoi, että kyseinen monimuuttujaregressiomalli eli ekonometrinen malli ottaa huomioon useampia tekijöitä arvostuksessa. Arvostuksessa otetaan huomioon asunnon ikä, huoneiston pinta-ala ja huoneiston varustetaso, jossa esimerkiksi sauna toimii yhtenä muuttujana. Näiden lisäksi malli ottaa huomioon huoneiston kunnon ja sijainnin useammalla eri tasolla. Sijaintimuuttuja huomioi sekä postinumeroalueen että huoneiston lähialueen. Lähialue suhteutuu huoneiston hintaan hintahavaintojen perusteella, eli jos lähialueella on tehty kauppaa vastaavanlaisten huoneistojen osalta, niin malli huomioi ne arvostuksessaan. Arvostukseen vaikuttaa myös hintahavaintojen ajankohta. Estimoinnissa käytetään kahden vuoden aikaikkunaa, josta tehdään havaintoja. Nämä ovat edustajan mukaan tekijöitä, jotka vaikuttavat arvostukseen. Hän jatkoi vielä, että vaikuttavia tekijöitä ovat myös neuvotteluvara, hintapyyntöaineisto, markkinointiaika - eli kuinka kauan huoneisto on ollut markkinoilla myynnissä - ja erityisesti vanhempien asuntojen kohdalla niin kutsuttu vuokranalennustekijä.

Edustajalta kysyttiin edelliseen viitaten, että mikäli kohteesta on olemassa sekä vastaavanlainen toteutunut kauppahinta että hintapyyntö, niin miten malli huomioi tämän. Edustaja kertoi, että omia hintapyyntöjä malli ei tietenkään ota huomioon, mutta toteutuneet kauppahinnat kyllä huomioidaan. Ja mikäli on olemassa kohde, josta on olemassa sekä toteutunut kauppahinta että hintapyyntö, niin silloin hintapyyntö jätetään pois arvioinnista.

Malli lähti liikkeelle siitä, että yhtiö mietti, miten heidän kiinteistörahastonsa pitäisi arvostaa. Edustaja kertoi, että tuottoarvon kautta on yksi tapa, mutta heillä on kuitenkin tavoitteena, että huoneistoja myydään yksitellen pois. Tuottoarvomenetelmä ei tämän tyyppiseen toimintaa välttämättä sovellu kovin hyvin, koska se ei anna riittävän luotettavaa kuvaa, sillä asuntomarkkinat, joissa on yksittäinen ostaja ja myyjä, eivät oikein toimi tuottoarvomenetelmällä.

Toinen vaihtoehto Oravalle olisi se, että heillä olisi ulkopuolinen kiinteistöarvioitsija. Tämäkin menetelmä voisi olla Oravalle ihan hyvä, mutta kiinteistöarvioitsijoiden työ - arvostuksen päivittäminen - maksaa noin 200 - 500 euroa /kohde. Jos ajattelee, että salkussa olisi esimerkiksi 100 kohdetta. Tämä 100 kohdetta kerrotaan 500 eurolla joka kerrotaan 12 kuukaudella - koska huoneistojen arvostukset päivitetään kerran kuukaudessa johtuen reaaliaikaisesta raportoinnista sekä hallituksen ajan tasalla pitämisestä - niin saadaan summaksi jo 600 000 euroa / vuosi. Tässä mielessä toimintatapa ei ole kovin suotuista Oravalle. Toinen, mikä edustajalla tuli mieleen kiinteistöarvioitsijoihin liittyen, on se, että he toimivat viiveellä. Eli arvostukset tulevat pienellä viiveellä. Lisäksi ulkopuoliset kiinteistöarvioitsijat ovat hieman jäykkiä tarkastamaan hintoja sekä ylös- että alaspäin. Eli vaikka markkinat - jos Tilastokeskuksen päivittämää hintaindeksidataa seuraa - muuttuvat kuukausitasolla välillä melko selvästi, niin ulkopuolisen arvioitsijan arvostukset eivät juuri reagoi tai reagoivat hyvin pitkällä viiveellä, joka ei sitten aja aivan asiaansa. Tämän takia tällainen talon sisäinen arvostusprosessi on olla olemassa. Sisäisessä arvostusprosessissa on otettu huomioon nämä edellä mainitut kustannustekijät, aikatekijät ja kolmantena ulkopuoliset arvioijat Suomessa.

Edustaja jatkoi, että ulkopuoliset arvioitsijat Suomessa tukeutuvat tällaiseen perinteiseen kauppa-arvomenetelmään, jossa käytännössä arvioitsijasta riippuu, että mitkä vertailukaupat otetaan arvostukseen mukaan. Tässä mielessä arviointiin sisältyy iso subjektiivinen elementti. Esimerkkinä voisi mainita kaupunkeja tai kaupungin osia, jotka ovat melko laajoja, mutta sisältävät saman postinumeron alla täysin erilaiset markkinatilanteet. Esimerkiksi Matinkylä Espoossa on tällainen. Matinkylässä on selvästi uusi puoli, jossa on uusia asuntoja ja viheralueita sekä vanha puoli, jossa on paljon vanhempia taloja, ja molemmat toimivat saman postinumeron alla. Eli saman postinumeron sisällä markkinatilanne voi vaihdella paljonkin. Tämän tyyppisillä seuduilla, jos vertailukaupat otetaan tiukasti postinumeron perusteella kiinnittämättä suurempaa huomiota itse lähialueeseen, niin saatetaan olla ongelmissa, mikäli vertailukauppoihin ajautuu ”väärää valintoja”. Edustaja sanoi, että perinteiselle kiinteistöarvioijalle nämä subjektiiviset asiat voivat vaikuttaa arvioinnin lopputulokseen, mikäli tulee väärin valittuja vertailukauppoja. Siinä mielessä tämä heillä käytössä oleva subjektiivisempi arvostusmalli, jossa heillä ei kauhean paljon päätäntävaltaa ole siitä, mitä malliin tulee, voi toimia paremmin. Oravalla syötetään data malliin ja malli antaa lopputuloksen. Edustaja mainitsi, että tietenkin he pyrkivät kehittämään mallia koko ajan, eli paikkaamaan kyseistä dataa, impu-

toimaan ja editoimaan väärät havainnot pois. Kuitenkin mallinnukseen tuleviin arvoihin heillä ei ole tämän tyyppistä subjektiivista valintaa. Tämä on myös edellytys sille, että Orava voi itse tehdä tämän mallin talon sisällä. Lisäksi IFRS-standardit edellyttävät, että yhtiön johto tekee arviot kohteista. Arvioinnissa voidaan käyttää kuten todettua ulkopuolista tahoa myös, mutta johdon pitää olla paikalla, allekirjoittaa ja tehdä viime kädessä päätös. Periaatteessa on siis kolme tekijää, jotka vaikuttavat siihen, miksi he tekevät oman mallin mukaan talon sisällä: kustannukset, aika ja objektiivisuusnäkemys.

Edustaja sanoi, että on itse ymmärtänyt, että Suomessa ei vielä kovin paljon ole kiinteistöarviointitaloissa siirrytty automatisoituihin vertailukauppojen valintaan tai mallintamiseen, mikä on taas Iso-Britanniassa huomattavasti yleisempää. Joissain arviointitaloissa on automatiikka, jossa tietokone valitsee parhaat vastaavanlaisuudet vertailukaupoista jollain algoritmilla, joka voi olla esimerkiksi lähin naapuri, sumean logiikan menetelmä tai ihan puhdas monimuuttujaregressio. Tai sitten vertailukaupat lasketaan joitain etäisyyksiä hyväksi käyttäen, ja sitä kautta haetaan se kyseinen vertailukauppa. Edustaja sanoi, että näihin sisältyy kuitenkin myös omanlaatuisia haasteita.

Siirryttäessä mallin mahdollisiin vahvuuksiin ja haasteisiin edustaja avasi mallia vielä hieman tarkemmin. Edustajan mukaan Oravan mallia voidaan kutsua niin sanotusti toisen sukupolven malliksi. Tieteellisessä maailmassa ollaan tällä hetkellä jo neljännessä sukupolvessa.

Verrattuna ensimmäisen sukupolven malleihin selviä vahvuuksia heidän mallin näkökulmasta ovat objektiivisuus, kustannustehokkuus ja nopeus. Ne ovat edustajan mukaan suurimmat edut. Vastaavasti heikkoutena tai mahdollisena haasteena vanhaan menetelmään liittyen on dataintensiivisyys. Eli heidän malli on hyvin riippuvainen datasta ja sen määrästä ja mikäli mallispecificaatti on väärin, niin arvostuksessa voi esiintyä harhoja. Edustaja kertoi, että vanhemman polven toimijoilla voi olla myös asenteellista suhtautumista nuorempiin menetelmiin, eli voi olla, että ei hyväksytä tai sitten epäillä uusien mallien toimivuutta.

Uudempiin malleihin nähden ekonometrisen mallin haasteena on se, että uudemmat mallit pystyvät Oravan edustajan mukaa hyödyntämään epämääräisempää tietoa paremmin omassa päätöksenteossaan. Siihen hänen mukaansa ekonometrinen malli ei taivu niin hyvin. Uudemmissa malleista edustaja mainitsi muun muassa neuroverkkomallin, joka on ekonometristä mallia hieman edistyneempi malli. Vastaavasti ekonometrisen mallin etuina neuroverkkomalliin nähden on se, että sillä pystytään paremmin mallintamaan markkinat, joilla on aika vähän hinta- tai muunlaisia havaintoja esimerkiksi Kemi ja Tornio. Neuroverkolla näiden markkinoiden mallintaminen ei todennäköisesti olisi mahdollista. Toiseksi monimuuttujaregressiomallilla hyvä puoli on se, että mallista pystyy helpommin havaitsemaan, mikäli arvot vaikuttavat mahdollisesti epäloogisilta tai epäluotettavilta. Regressiomalli on tällä tavalla yksinkertai-

sempi ja suoraviivaisempi. Neuroverkkomalli ei tähän taivu niin hyvin sekä tietoja ja ongelmakohtia on paljon haastavampi löytää. Kolmanneksi, ekonometrinen malli on jatkuvuuden ja ymmärrettävyyden kannalta parempi vaihtoehto Oravalle. Automaattisiin arviointimenetelmiin liittyy nimittäin sellaiset olemassa olevat standardit, jonka mukaan on edellytys, että oli menetelmä mikä tahansa jota käytetään, niin arvioitsijan pitäisi olla hyvin perehtynyt siihen menetelmään ja hänen pitäisi hallita menetelmä lähes täydellisesti. Jos malli on hyvin vaikeasti tajuttava, on riski siitä, että arvioitsija ei ymmärrä mallia täysin. Samoin jatkuvuuden kannalta yksinkertainen menetelmä on parempi, kun talosta löytyy useampiakin henkilöitä, jotka ymmärtävät sen läpikotaisin ja pystyvät sitä pyörittämään. Yksinkertaisuus linkittyy myös siihen, että Oravan malli kun vuosittain auditoidaan, ja ulkopuoliset arvioitsijat tulevat käymään sen mallinnuksen yhdessä läpi, niin on tärkeää, että malli on molemmille osapuolille riittävän selkeä ja ymmärrettävissä.

Regressiomalli on siis parempi kuin perinteiset mallit lähinnä sen nopeuden, kustannustehokkuuden ja objektiivisuuden vuoksi ja moderneja malleja parempi jatkuvuudessa, suoraviivaisuudessa ja yksinkertaisuudessa. Yksinkertaisuus mahdollistaa sen, että mallia pystyy muokkaamaan tarvittaessa. Tämä on myös Oravalla jatkuva prosessi. Mikäli löytyy mahdollinen ongelmallinen kohta, niin yhtiö miettii, mikä mallissa on se kohta, mitä pitäisi viilata. Tämä tarkoittaa sitä, että jos yhtiö tekee muutoksen/korjauksen mallinnukseen, niin uutta kyseistä korjausta on sovellettava kaikkiin kohteisiin. Edustaja kertoi, että kyseisistä muutoksista on kommunikointi myös auditoijan kanssa. Mikäli auditoija sattuu olemaan eri mieltä muutoksesta tai sen sisällöstä, on tavoitteena pyrkiä joko perustelemaan muutos, miksi se on kannattavaa ja järkevää tehdä tai sitten lähteä etsimään vaihtoehtoista ratkaisua.

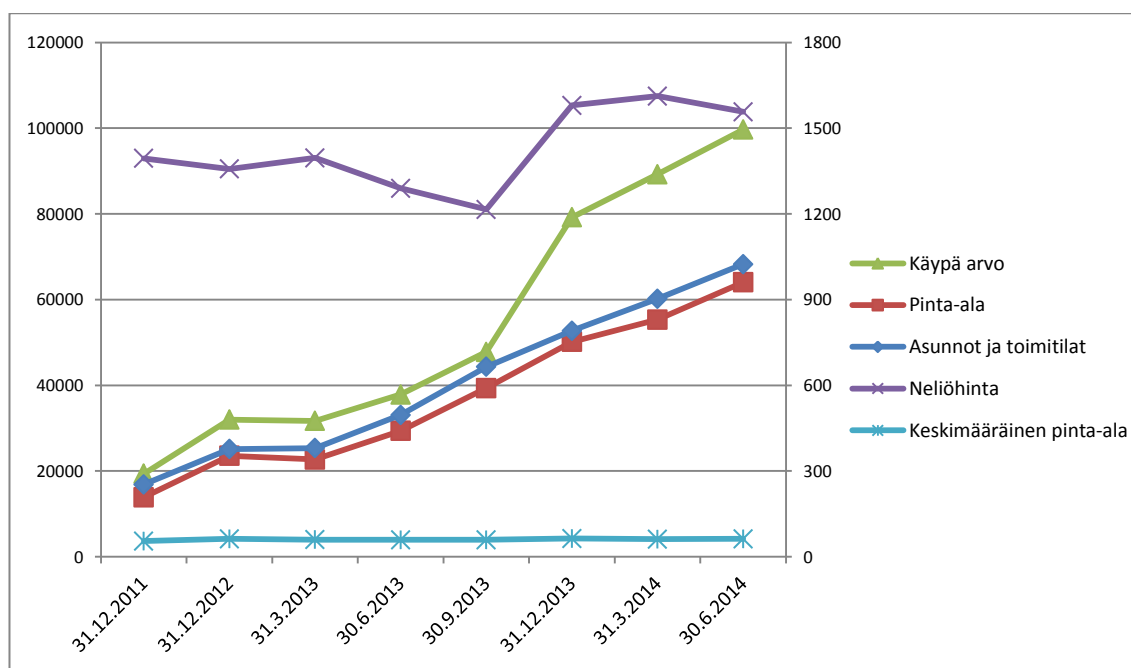
3.3.4 Arviointimallin tuottama data

Oravan oman asuntoarviointimallin tuottama data on julkista tietoa, jota yritys raportoi kvartaaleittain osavuosisikatsausten yhteydessä. Yritys on viimeisimmässä osavuosisikatsauksissaan luokitellut käyvän arvon kaupungeittain ja kunnittain. Aikaisemmat raportit sisältävät käyvän arvon asunto-osakeyhtiöittäin. Tutkimusosaa varten asunto-osakeyhtiökohtaiset käyvät arvot luokiteltiin kaupungeittain vastaamaan Oravan nykyistä käypien arvojen raportoinnin luokittelutapaa. Näin ollen yksi kaupunki tai kunta voi sisältää useamman sijoituskiinteistön. Kaupungin tai kunnan käypä arvo sisältää kaikkien sijoituskiinteistöjen yhteenlasketun arvostuksen.

Tutkimuksessa tehtävien haastattelujen pohjaksi kerättiin Oravan asuntokannan käypien arvojen kehittyminen vuodesta 2011 lähtien vuoden 2014 kesäkuuhun. Kahtena ensimmäisenä vuonna julkaistiin asuntokannan raportti vain kerran vuodessa, mutta siitä eteenpäin yritys on raportoinut käyvän arvon kvartaaleittain. Yhtiön julkaisemien tietojen pohjalta kerätty aineisto sisältää kaupungin tai kunnan nimen, niissä sijaitsevien kohteiden lukumäärän, huo-

neistojen lukumäärän ja yhteenlasketun pinta-alan sekä käyvän arvon. Tiedot on taulukoitu Microsoft Office Excel -ohjelmalla johdonmukaisesti raportointipäivämäärien perusteella. Tiedon jäsentämiseen ja analysointiin on käytetty kaavioita, joiden avulla on havainnollistettu arvojen muutoksia eri raportointiajankohtina. Kaavioissa tuodaan ilmi asuntojen lukumäärä, pinta-ala, käypä arvo sekä näistä johdettu neliöhinta ja asuntojen keskimääräinen pinta-ala. Tutkimusaineisto kerättiin, jotta opinnäytetyön tekijät saivat tarkemman käsityksen arvon vaihteluista eri ajankohtina sekä aineistosta tehtävän analyysin tueksi. Havainnollistamisella pyritään antamaan lukijalle selkeämpi kuva sijoituskiinteistöjen käyvän arvon vaihteluista. Oravan edustajan kanssa käytiin läpi myös asuntokantojen kehitystä ja edustajalta saatiin näkemystä asuntokanta-aineistoon liittyen

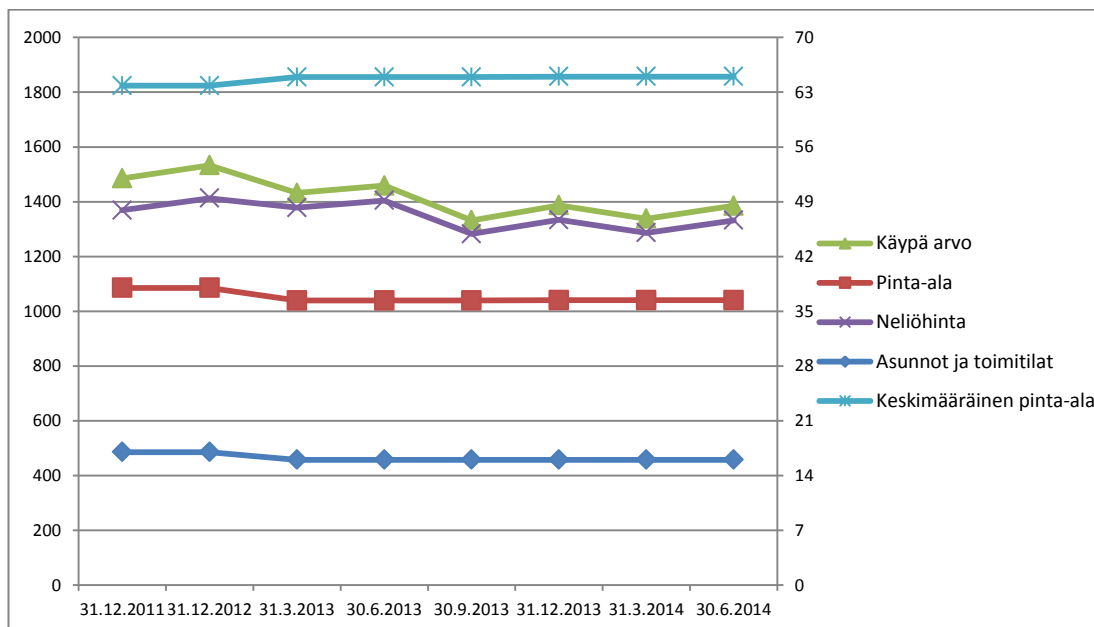
Kaavio 1 sisältää kokonaiskuvan kaikista Oravan omistamista sijoituskiinteistöistä. Kaaviossa näkyy edellä määriteltyjen muuttujien kehittyminen ajanjaksolla 31.12.2011 - 30.6.2014. Kaavioissa pinta-ala ja käypä arvo - eli punainen ja vihreä käyrä - ovat linkittyneet vasemman puoleiseen akseliin. Vastaavasti neliöhinta, asunnot ja toimitilat sekä keskimääräinen pinta-ala - eli liila, tummansininen ja vaaleansininen käyrä - ovat linkittyneet oikean puoleiseen akseliin.



Kuvio 1: Oravan asuntokannan kehitys 31.12.2011 - 30.6.2014

Kuten kaaviosta näkyy, Oravan asuntojen lukumäärä ja pinta-ala ovat kasvaneet viimeisten vuosien aikana voimakkaasti. Pinta-alan ja asuntojen lukumäärän suhdetta kuvaa keskimääräinen pinta-ala. Neliöhinta kuvaa sijoituskiinteistön pinta-alan ja käyvän arvon suhdetta. Asuntojen lukumäärä ja pinta-ala ovat kulkeneet käyvän arvon kanssa hyvin samansuuntaisesti aina syyskuun loppuun 2013 asti. Tämän jälkeen käyvässä arvossa tapahtui suhteellista nope-

ampi nousu kehityksen kuitenkin jatkuessa samansuuntaisena. Oravan edustaja vahvisti, että käyvän arvon jyrkempi nousu selittyy hankinnoilla. Vuoden 2013 lopussa yhtiö osti satakunta huoneistoa uudesta kohteesta, jonka johdosta myös neliöhinta nousi huomattavasti. 31.3.2013 - 30.9.2013 välillä tapahtunut lasku neliöhinnassa on johtunut neliöhinnoiltaan halvempien kohteiden hankinnoilla.

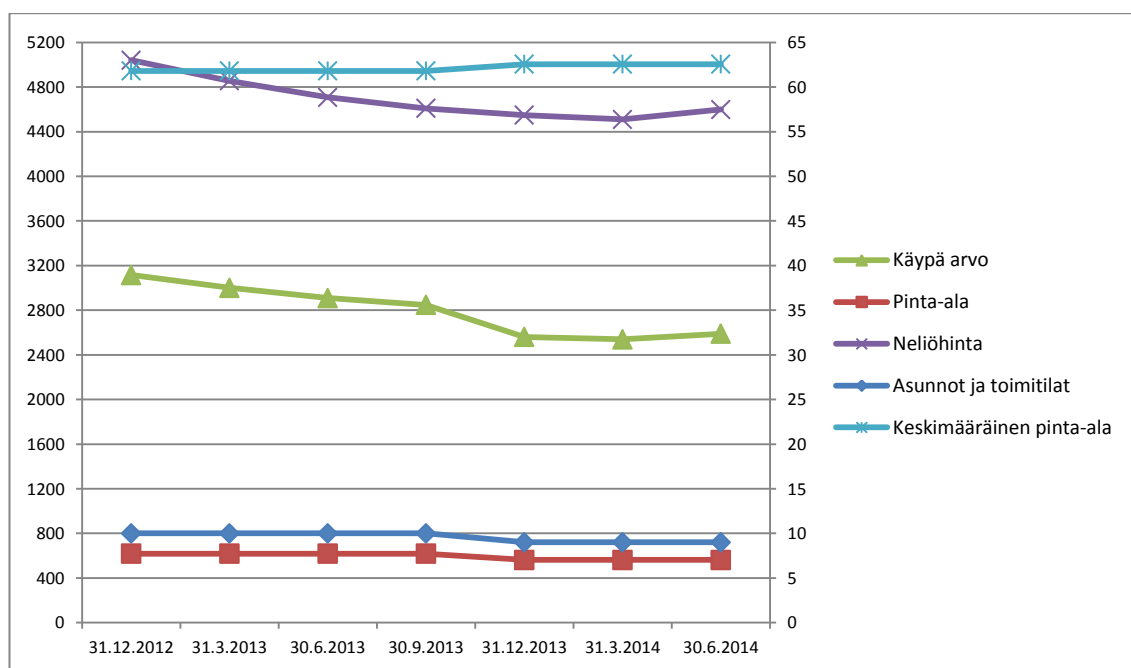


Kuvio 2: Oravan Haminan asuntokannan kehitys 31.12.2011 - 30.6.2014

Aineistoista löytyi myös kaupunkeja, joiden arvostuksen kohdalla oli havaittavissa säännöllistä vaihtelua käyvän arvon osalta. Kaavio 2 havainnollistaa Haminan asuntokantaa ja sen kehitystä. Asuntojen lukumäärä on vähentynyt 31.12.2012 ja 31.3.2013 välisenä aikana yhdellä, mutta muuten lukumäärä ei ole muuttunut. Pinta-ala on myös pysynyt samana. Kaavion perusteella voidaan havaita, että neliöhinta on vaihdellut kvartaaleittain muiden tekijöiden pysyessä samana. Kaavio havainnollistaa myös hyvin sen, että pinta-ala muuttujan pysyessä samana, neliöhinta seuraa luonnollisesti käyvän arvon kehitystä.

Oravan edustaja kertoi, että ensinnäkin Haminasta ja kyseisestä kohteesta on myyty yksi huoneisto, jonka kauppahintaa käytetään hintahavaintona. Regressiomalli siis huomioi tämän kauppahinnan arvostuksessaan. Kyseinen kauppahinta heijastuu mallissa muiden kohteen huoneistojen tasearvoon, ja sillä voi olla joko negatiivinen tai positiivinen vaikutus riippuen siitä, myydäänkö huoneisto tasearvoa korkeammalla vai matalammalla hinnalla. Tällä on niin sanottu pysyvä vaikutus, joka myöhemmin liudentuu kun myydään enemmän ja toteutuneiden kauppojen lukumäärä kasvaa. Etukäteen on vaikea arvioida, kuinka iso vaikutus tulee olemaan. Se on ensimmäinen tekijä, joka vaikuttaa vaihteluun. Toinen tekijä on se, että Hamina on hyvin pieni kohde ja kaupunki, josta on hyvin vähän hintahavaintoja. Tämän tyyppisten

kohteiden kohdalla mallissa on vähän enemmän eloa suuntaan ja toiseen, kun havaintoja on hyvin vähän. Välillä arvo nousee, välillä laskee ja ääritapauksissa isompi vaihtelu voi regressiomallissa selittyä ihan muutamasta havainnosta. Vähäiset havainnot ja saman talon tai lähialueen kaupat vaikuttavat vaihteluun, pienemmällä paikkakunnilla enemmän.

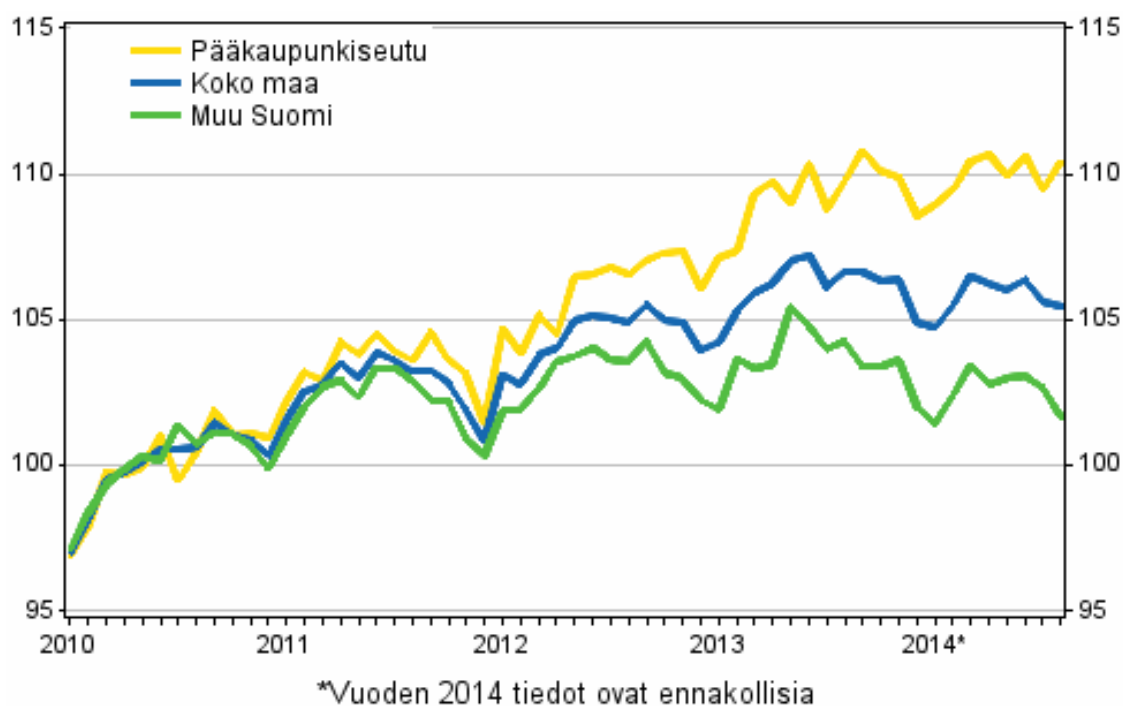


Kuvio 3: Oravan Espoon asuntokannan kehitys 31.12.2011 - 30.6.2014

Kaaviossa 3 havainnollistetaan Espoon asuntokannan kehitystä. Espoon ja Kauniaisten kohteen osalta, hintakehitys on poikennut hieman vanhojen osakeasuntojen hintakehityksestä pääkaupunkiseudulla. Kuten kaaviosta voi havaita, on 31.12.2011 - 30.9.2013 välinen käyvän arvon kehitys ollut maltillisesti laskevaa, asuntokannan pysyessä samana. Samaan aikaan vanhojen osakeasuntojen hinnat ovat nousseet pääkaupunkiseudulla. Espoossa ja Kauniaisissa sijaitsevan kohteen asunnot ovat valmistuneet vuonna 2012.

Oravan edustaja sanoi, että ensimmäisenä hänelle tulee mieleen asuntomarkkinoiden kehitys. Äkkiseltään katsottuna se tuli suurimpana vaikuttavana tekijänä mieleen. Tähän hän lisäsi, että asuntomarkkinoillakin on vaihtelua kun pureutuu syvemmälle. Eli yksityiskohtaisemmin katsottuna voi olla, että joku tietty kohde tai alue ei välttämättä seuraa ison kuvan kehitystä. Asuntomarkkinoilla on myös kausivaihtelua. Etenkin pienemmällä paikkakunnilla - kuten esimerkiksi edellisen esimerkki Hamina - kausivaihtelut näkyvät selkeämmin. Toiseksi, kuten aikaisemmin tuli todettua, niin heidän malli huomioi postinumeroalueiden lisäksi lähialueen, joka voi myös vaikuttaa hintakehitykseen. Vaikka kaupungin hintavaihtelu isossa kuvassa on tietynsuuntaista, niin ekonometrinen malli huomioi myös lähialueen ja sen huomioiminen ja tarkempi tarkastelu voi vaikuttaa hintakehitykseen. Lisäksi yksi selittävä tekijä voi myös olla se, että mikäli lähialueella rakennetaan uutta, halvempaa naapurustoa, niin se vaikuttaa myös

mallissa arvostukseen. Kolmanneksi edustaja mainitsi, että he huomioivat myös asunnon kunnan. Kunto huomioidaan kahdella tavalla. Kerran vuodessa yhtiö teettää asukastyytyväisyyskyselyn, jossa kysytään, että mitä mieltä asukas on asunnon kunnosta. Lisäksi heillä on kiinteistömanagerit, jotka kiertävät huoneistoja läpi ja arvioivat ja laskevat niiden kuntoa. Näiden lisäksi Oravalla on vielä kolmas tekijä, mikä vaikuttaa kunnan arviointiin. Mikäli ulkopuolisia näkemyksiä huoneiston kunnosta ei ole, niin yhtiö käyttää laskennallista lähestymistapaa. Laskennallinen lähestymistapa huomioi rakennuksen iän ja markkinatilanteen. Eli jos markkinoilla ei mikään muuttuisi, ja heillä on kohde joka vanhenee joka kuukausi, niin sen arvostus myös laskee joka kuukausi. Eli malliin on sisäänrakennettuna iän huomioiminen kunnossa. Edustaja arveli, että näin ollen hintakehitykseen saattaa heijastua markkinakehitys alueella, naapuruston ja lähialueen tilanne ja vaikutus sekä asunnon kunto.



Kuva 4: Vanhojen osakeasuntojen hintojen kehitys kuukausittain, indeksi 2010=100 (Tilastokeskus 2014.)

Kaavio 4 havainnollistaa vanhojen osakeasuntojen hintakehityksen vuosina 2010 - 2014. Yleisesti ottaen vanhojen osakeasuntojen hintakehitys on ollut vuosina 2010 - 2014 nousevaa. Nousu on ollut melko lievää ja kuten edellä käsiteltiin, asuntojen hintakehitykseen sekä Oravan ekonometriseen malliin vaikuttavat monet tekijät, muun muassa havaintojen ja toteutuneiden kauppojen vähäinen määrä, paikkakunnan koko, kausivaihtelut, lähialue/naapurusto ja asunnon kunto. Yksityiskohtaisemmin tarkasteltuna asuntojen hintakehityksen iso kuva sisältää suuren määrän erilaisia ja toisistaan poikkeavia pienempiä tekijöitä kuten asuinseudut, kohteet ja huoneistot alueen sisällä. Näin ollen on mahdollista, että hintakehityksessä esiin-

tyy eroavaisuuksia ja jotkut kaupunginosat saattavat poiketa kyseisen kaupungin yleisestä hintakehityksestä.

3.4 KHT-tilintarkastajan haastattelu

Opinnäytetyössä haastateltiin myös KHT-tilintarkastajaa Oravan ekonometrisen mallin näkökulmasta ja häneltä selvitettiin näkemystä mallin mahdollisiin vahvuuksiin, haasteisiin, sekä siihen, mihin tilintarkastajan tulee kiinnittää huomioita vastaavanlaisissa tapauksissa. KHT tulee lyhenteestä Keskuskauppakamarin hyväksymä tilintarkastaja ja se kuvaa tilintarkastajien korkeinta pätevyystasoa.

Tilintarkastaja kertoi Oravan ekonometriseen malliin liittyen seuraavaa. Tilintarkastuksen yhtenä keskeisimmistä tehtävistä on vahvistaa, että tase antaa oikean ja riittävän tiedon yrityksen toiminnasta. Oravan liiketoiminnan kohdalla tämä tarkoittaa sitä, että kiinteistöjen arvostamisessa pyritään arvioimaan kiinteistöjen käypä arvo. Haasteena Oravan tapauksessa on se, että täysin oikeaa käypää hintaa, joka pystyttäisiin perustellusti vahvistamaan, ei ole olemassa. Oravan kannalta kuitenkin hyvä asia on se, että heillä on käytössä malli, jonka ovat julkisesti tuoneet ilmi ja ilmoittaneet, että mallin mukaan toimitaan. Näin ollen tilintarkastajan ei lähtökohtaisesti tarvitse ottaa kantaa siihen, että antaako malli joka tilanteessa oikean lopputuloksen, vaan enemminkin vahvistaa se, että kyseistä mallia on noudatettu ja sen mukaan on toimittu. Vastaavanlaiset tilanteet ovat aina haastavia, kun on kyseessä ei-julkisesti noteerattujen kohteiden arvostus, jossa päivittäistä noteerausta tai pörssikurssia ei ole. Silloin yleisestikin lähtökohtana on se, että noudatetaan jotain tiettyä perusmallia, esimerkiksi pääomasijoituksissa on käytössä niin kutsuttu EVCAN malli.

Malliin liittyen nousi tilintarkastajalla esiin myös muutamia kohtia, jossa on tilintarkastuksen yhteydessä oltava tarkkana. Yleensä kaikkein vaikeimpia paikkoja tilintarkastuksessa ovat ne tilanteet, joissa johto käyttää omia arvioitaan. Silloin näihin pitää kohdistaa eniten työtä ja pohtia, että onko johdon tekemät arviot realistisia ja mihin kyseiset arviot perustuvat. Oravan mallin osalta tilintarkastajalla tuli mieleen muutamia tekijöitä, jotka saattavat perustua johdon arviointeihin, esimerkiksi neuvotteluvara. Näitä tekijöitä huomioidessa on todella tärkeää, että tilintarkastaja ymmärtää koko arvostamisprosessin; miten Orava kerää tietoja Oikotie.fi-palvelusta, miten neuvotteluvara määräytyy ja miten paljon se vaikuttaa hinnan vaihteluihin sekä miten mahdollinen kauppohen määrä ja hintahavainnot huomioidaan pienissä ja isoissa kaupungeissa. Kyseiset seikat sisältyvät malliin ja malli laskee näiden arvojen perusteella salkun arvon. Mallin sisällä saattaa kuitenkin olla parametreja, jotka perustuvat johdon arvioihin. Tässä tilintarkastajalla on haastava paikka arvioida johdon tekemien arvioiden oikeellisuutta. Oravan kohdalla helpotusta tilintarkastajan työhön tuo se, että Oravalla on malli, jonka pohjalta arvoa lasketaan. Mallin kanssa on kuitenkin oltava tarkkana, kuinka paljon

mallin sisällä on erityyppisiä arvioita. Näiden arvioiden vaihtelu voi nimittäin olennaisesti muuttaa lopputulosta. Tilintarkastaja painotti vielä, että tärkeintä on nähdä prosessi, miten Orava tekee arvostuksen, miten kyseinen malli toimii ja mistä arvot/parametrit malliin tulevat, koska tilintarkastus perustuu myös riskiarviointeihin. Tärkeintä on saada mahdollisimman luotettava kuva siitä, miten se lasketaan ja antaako se oikean kuvan.

Johdon arviointien osalta tilintarkastaja jatkoi vielä, että keskeinen asia tilintarkastajalla on pohtia, mitkä tilinpäätöksen osat perustuvat johdon arviointeihin. Näiden seikkojen osalta on pystyttävä, mikäli mahdollista, saamaan mahdollisimman paljon ulkopuolista vahvistusta sille, että kyseiset johdon arviot ovat realistisia. Luotettavamman kuvan antamiseksi on tärkeää, että tilinpäätöksen liitetiedoissa kerrotaan avoimesti asiat, jotka ovat vaikuttaneet arvostamiseen sekä se, miten arvostus on tehty. Tilintarkastuksen kannalta on tärkeää katsoa, että liitetietojen tekstit antavat oikean kuvan siitä, miten mallia on noudatettu. Raportoinnin avoimuus tilanteissa, joissa täysin oikeaa totuutta ei ole olemassa, on todella tärkeää. Yrityksen pitäisi olla mahdollisimman avoin ja kertoa kaikki oletukset, mitä on tehty sekä perusteet siitä, miksi ovat päätyneet tämän tyyppiseen ratkaisuun, niin että ulkopuolinen lukija pystyy ottamaan kantaa siihen, onko hän samaa mieltä oletuksista ja ratkaisuista vai ei. Eli tilintarkastajan näkökulmasta on keskeistä ensinnäkin ymmärtää koko arvostamisprosessi: miten teknisesti koko arvonmääritysprosessi toimii, miten massasta todella saadaan luotettavaa tietoa sekä miten tietoja syötetään järjestelmään. Toiseksi on keskeistä kiinnittää huomioita kohtiin, joissa johto on käyttänyt omia arvioitaan. Johdon arviointien osalta avoimuus raportoinnissa on äärimmäisen tärkeä asia raportoinnin luotettavuuden lisäämiseksi.

4 Johtopäätökset

Opinnäytetyön tarkoituksena oli tuottaa syvällistä tietoa sijoituskiinteistöjen arvostamisesta. Tavoitteena oli lähestyä tutkittavaa aihetta raportoinnin ja käytännön arvioinnin näkökulmasta. Opinnäytetyössä arvostamisprosessia lähestyttiin teoreettisen viitekehyksen, teemahaastattelun ja tapaustutkimuksen keinoin. Keskeisimpänä tavoitteena oli tuoda lukijalle yksityiskohtaisempaa tietoa sijoituskiinteistöjen arvostamisprosessia ohjaavasta sääntelystä sekä käytännön arvostamisprosessista.

Teoreettisessa viitekehyksessä kerrottiin, miten sijoituskiinteistöjen arvostamisprosessi teoriassa tapahtuu. Teoreettinen viitekehys piti sisällään sekä kansainvälisiä standardeja että kansallista lainsäädäntöä. IFRS-tilinpäätöstä noudattavan yhteisö arvostaa sijoituskiinteistönsä taseessa joko hankintamenomallin mukaan tai käyvän arvon mallin mukaan. Hankintamenomallissa kiinteistön arvo on hankintamenohinta vähennettynä poistoilla ja arvonalentumisilla.

Käyvän arvon mallia käytettäessä pyritään kiinteistö arvostamaan realistisimpaan ja todennäköisimpään arvoon. Käyvän arvon mallia sovellettaessa sijoituskiinteistöt voidaan arvostaa joko kauppa-arvomenetelmän, tuottoarvomenetelmän tai kustannusarvomenetelmän mukaan. Kauppa-arvomenetelmässä arvo on toteutuneiden kauppojen kauppahintojen perusteella määritetty käypä arvo. Tuottoarvomenetelmässä kohteen arvo määräytyy kohteesta tuottoaikana todennäköisesti saatavien vuosituottojen pääomitettuna arvona. Kustannusarvomenetelmässä arvo on todellisten tai todennäköisten ja tarkoituksenmukaisten rakennus- tai muiden sellaisten tuotantokustannusten perusteella määritetty käypä arvo. Sijoituskiinteistöjen arvon luotettavuuden ja realismisuuden arvioimiseksi on hyvä saada myös ulkopuolisen arvioijan mielipide käsiteltävästä kohteesta. Yhteisöjen, jotka noudattavat kiinteistörahastolakia ja/tai sijoitusrahastolakia on arvostettava muussa kuin omassa käytössä olevat kiinteistöt taseessaan käypään arvoon sekä hankittava ja julkistettava omistamistaan kiinteistöistä riippumattoman ja ulkopuolisen, Keskuskauppakamarin hyväksymän arvioitsija (kiinteistönarvioitsija) arvio. IAS 40 -standardin mukaan ulkopuolisen arvioijan arvio on suositeltavaa, mutta ei kuitenkaan vaadittua. Kansallinen lainsäädäntö nojaa vahvasti kansainvälisiin standardeihin, eikä sisällä tarkemmin sääntelyä sijoituskiinteistöjen arvostamisesta. Kirjanpitolaki määrittelee pysyvien vastaavien arvostamisen taseessa.

Tutkimusosassa tuotiin yksityiskohtaista ja syvällistä tietoa sijoituskiinteistöjen arvostamiseen tapaustutkimuksen ja teemahaastattelun keinoin. Tutkimusosassa käsiteltiin arvostamista käytännön näkökulmasta. Lähtökohtaisesti sijoituskiinteistöt arvostetaan kauppa-arvomenetelmää, tuottoarvomenetelmää tai kustannusarvomenetelmää soveltaen. Kustannusarvomenetelmän käyttäminen on hyvin vähäistä, sillä sitä sovelletaan tilanteissa, joissa ei ole kysyntää eikä tarjontaa. Tuottoarvomenetelmä soveltuu toimitilojen arvon arviointiin, koska useimmiten sijoittaja arvioi sijoituskohdetta siitä saatavien tulevaisuuden tuottojen valossa. Kauppa-arvomenetelmä soveltuu hyvin asuntojen arvonmäärittelyyn, sillä markkinatietoa kauppahinnoista on paljon saatavilla. Arvostamiseen vaikuttaa yleisesti kohteen ominaisuudet, sijainti ja taloudellinen tilanne. Toimitilojen kohdalla merkittävin arvoon vaikuttava tekijä on siihen kohdistuneen vuokrasopimuksen luonne, kun taas asuntojen kohdalla, merkittävin yksittäinen tekijä on kasvavassa määrin taloyhtiön kunto. Kiinteistöarvioijien arviointityöhön liittyen haasteita tuovat muun muassa markkinainformaation puuttuminen, kasvanut sääntelyn määrä ja asiakkaiden kohonnut vaatimustaso.

Oravan edustajan haastattelu toi tarkempaa tietoa asuntojen arvostamisprosessista sekä massa-arvioinnista. Massa-arvioinnilla viitataan menettelyyn, jossa yksittäisen ison kokonaisuuden - esimerkiksi rahasto tai salkku - sisällä on paljon kohteita ja dataa. Yhteisöillä, joilla on useimmiten monia sijoituskiinteistöjä omistuksessaan, käyttävät usein arvioinneissaan massa-arviointimallia. Massa-arviointimalleja on useita, Oravalla on käytössä monimuuttujaregressiomalli eli ekonometrinen malli. Massa-arviointimalleihin syötetään yksittellen kohteiden tie-

dot ja malli laskee kokonaisarvostuksen yksittäisten kohteiden arvojen pohjalta. Malleissa huomioidaan muun muassa huoneiston ikä, pinta-ala, varustetaso, kunto, sijainti ja huoneiston markkinointiajan. Orava toteuttaa sisäistä arvostamismallia ja -prosessia kolmesta syystä: kustannukset, aika ja objektiivisuusnäkemys vertailukaupoissa. Massa-arviointimalleja on monenlaisia ja tieteellisessä maailmassa mennään jo niin kutsutussa neljännessä sukupolvessa - Oravan malli on toisen sukupolven malli. Oravan vahvuuksia suhteessa ensimmäisen sukupolven malleihin ovat objektiivisuus, kustannustehokkuus ja nopeus. Haasteena vastaavasti on dataintensiivisyys. Oravan mallin vahvuuksia suhteessa uudemman sukupolven malleihin on hiljaisten markkinoiden mallintaminen, yksinkertaisuus ja suoraviivaisuus sekä jatkuvuus - malli on helpommin muokattavissa. Uudemmat mallit pystyvät sen sijaan hyödyntämään epämääräistä tietoa paremmin.

Tilintarkastajan näkökulma antoi tärkeää tietoa sijoituskiinteistöjen arvostuksen raportointiin liittyen. Tilintarkastus perustuu riskiarviointiin ja kiinteistöjen arvostuksen osalta keskeinen riski liittyy käyvän arvon määrittämiseen. Oikeellisuuden ja luotettavan kuvan antamiseksi on tärkeää, että tilintarkastaja ymmärtää koko arvostamisprosessin. Tilintarkastajan tulee kiinnittää huomioita tilanteisiin, joissa johto mahdollisesti käyttää omia arvioitaan. Näiden arvioiden kohdalla on toivottavaa, että raportointi on mahdollisimman avointa ja arvioiden tueksi olisi saatu mahdollisimman paljon ulkopuolista vahvistusta arvioinnin perusteille.

Lähteet

Kirjalliset lähteet

International Association of Assessing Officers. 2013. Standard on Mass Appraisal of Real Property.

International Accounting Standards Board. 2014. International Financial Reporting Standards - IFRS. KHT-Media.

International Accounting Standards Board. 2010. IFRS-standardit 2010. Porvoo: KHT-Media.

Kallio, K. Falkenbach, H. & Viitanen, K. 2012. Development of Commercial Real Estate Valuation in Finland.

Ojasalo, K. Moilanen, T. & Ritalahti, J. 2014. Kehittämistyön menetelmät - uudenlaista osaaamista liiketoimintaan. Sanoma Pro.

Viitanen, K. 2011. Kansainväliset arviointistandardit 2007. Kiinteistöalan Kustannus Oy.

Sähköiset lähteet

Arvopaperi. 2014. Luettu 29.8.2014.

<http://www.arvopaperi.fi/uutisarkisto/oravan+syomahampaita+ovat+vuokratuotto+ja+myyntivoitto/a932946?service=mobile>

Lindström T. 2014. Luettu 29.8.2014.

<http://www.nordnetblogi.fi/kiinteistosijoituksia-laiskoille/27/04/2014/>

Kauppalehti. 2014. Luettu 29.8.2014.

<http://www.kauppalehti.fi/etusivu/inderes+laski+orava+asuntorahaston+suositusta/201405683318>

Kauppalehti. 2014. Luettu 2.9.2014.

<http://blog.kauppalehti.fi/80-plus-paivassa-osakesijoittajaksi/uudet-porssiyhtiot-jyraavat>

Kauppalehti. 2014. Luettu 2.9.2014.

<http://www.kauppalehti.fi/etusivu/elo+uudet+porssiyhtiot+jyraavat/201408693547>

Savon Sanomat. 2014. Luettu 2.9.2014.

<http://www.savonsanomat.fi/mielipide/mielipidekirjoitukset/orava-asuntorahaston-kirjanpito-tarkoin-saanneltya/1882440>

Finlex. 2013. Hallituksen esitys vaihtoehtorahastojen hoitajia koskeväksi lainsäädännöksi. Luettu 7.9.2014.

<http://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2013/20130094>

Finlex. 1997. Kirjanpitolaki. Viitattu 7.9.2014.

<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971336>

Finlex. 1997. Kiinteistörahastolaki. Viitattu 8.9.2014.

<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971173>

Finlex. 1999. Sijoitusrahastolaki Viitattu 8.9.2014.

<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1999/19990048>

Finlex. 2005. Laki varojen arvostamisesta verotuksessa. Viitattu 8.9.2014.

<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2005/20051142>

Finlex. 1968. Laki elinkeinotulon verottamisesta. Viitattu 8.9.2014.

<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1968/19680360>

Finlex. 2008. Sosiaali- ja terveysministeriön asetus rahoitusvälineiden, sijoituskiinteistöjen ja biologisten hyödykkeiden merkitsemisestä vakuutusyrityksen tilinpäätökseen ja konsernitilinpäätökseen. Viitattu 8.9.2014.

<http://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2008/20080615>

Pörssisäätiö. 2013 Viitattu 16.9.2014.

<http://www.porssisaatio.fi/blog/2013/11/01/orava-hyppasi-porssiin/>

Orava Asuntorahasto. 2014a. Viitattu 17.9.2014.

<http://www.oravaasuntorahasto.fi/asuntorahasto/>

Orava Asuntorahasto. 2014b. Viitattu 17.9.2014.

<http://www.oravaasuntorahasto.fi/asuntosalkku/>

Orava Asuntorahasto. 2014c. Viitattu 17.9.2014.

http://www.oravaasuntorahasto.fi/wp-content/uploads/OsaritTilinpaaotos/OravaAsuntorahasto_Tasekirja2013.pdf

Orava Asuntorahasto. 2014d. Viitattu 17.9.2014.

http://www.oravaasuntorahasto.fi/wp-content/uploads/Salkku/MallinAuditointiraportti_tiivistelma_2013.pdf

Orava Asuntorahasto. 2014e. Viitattu 17.9.2014.

<http://www.oravaasuntorahasto.fi/>

Orava Asuntorahasto. 2014f. Viitattu 17.9.2014.

<http://www.oravaasuntorahasto.fi/talousinformaatio/>

Orava Asuntorahasto. 2014g. Viitattu 17.9.2014.

http://www.oravaasuntorahasto.fi/wp-content/uploads/Hallinto/Kiinteistosijoitustoiminnan_saannot_20140325.pdf

Orava Asuntorahasto. 2014h. Viitattu 17.9.2014.

http://www.oravaasuntorahasto.fi/wp-content/uploads/Salkku/MallinAuditointiraportti_tiivistelma_2013.pdf

MarketNoze. 2014. Viitattu 23.9.2014.

<http://www.marketnoze.com/uutiset/porssitiedotteet/orava-asuntorahasto-hankki-157-huoneistoa-ja-laski-liikkeelle-uusiuosakkeita.html>

Keskuskauppakamari. 2004. Viitattu 9.9.2014.

<http://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2012/04/IVS.pdf>

Kauppakamari. 2014. Luettu 9.9.2014.

<http://kauppakamari.fi/2014/03/07/kayvan-arvon-maarittelyyn-sadaan-yhtenaisyytta/>

Keskuskauppakamari. 2008. Viitattu 9.9.2014.

<http://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2012/04/Kiinteist%C3%B6arviointilautakunnan-s%C3%A4%C3%A4nn%C3%B6t-09.pdf>

Lehtinen J. KPMG Oy Ab. 2014. Viitattu 30.9.2014.

<http://johtaminen.kauppalehti.fi/book/yrityskaupat-ja-omistussuhteet/arvonmaaritys/kiinteistojen-arvonmaaritys>

Vahtio H.KTM. 2013. Viitattu 30.9.2014.
<http://www.asumaan.fi/info/9>

Tilastokeskus. 2014. Viitattu 7.10.214.
<http://www.findikaattori.fi/fi/92>

Tilastokeskus. 2014. Viitattu 7.10.214.
http://www.stat.fi/til/ashi/2014/08/ashi_2014_08_2014-09-29_tie_001_fi.html

Oikotie.fi. 2014. Luettu 14.10.2014.
<http://asunnot.oikotie.fi/talon-hintahistoria/6690453/venevalkamantie-3-kauniainen>

Kuvat

Kuva 1: Kiinteistöjen arvostustoiminnan kehityksen pääkohdat.....	7
Kuva 2: Orava Asuntorahaston arvot ja niihin liittyvät periaatteet.....	32
Kuva 3: Orava Asuntorahaston käyttämä asuntojen arviointimalli.....	35
Kuva 4: Vanhojen osakeasuntojen hintojen kehitys kuukausittain, indeksi 2010=100.....	43

Kuviot

Kuvio 1: Oravan asutokannan kehitys 31.12.2011 - 30.6.2014	40
Kuvio 2: Oravan Haminan asutokannan kehitys 31.12.2011 - 30.6.2014.....	41
Kuvio 3: Oravan Espoon asutokannan kehitys 31.12.2011 - 30.6.2014.....	42