VALTIONEUVOSTON
SELVITYS- JA TUTKIMUSTOIMINTA

Eeva Alho, Valtteri Härmälä, Elias Oikarinen, Antti Kekäläinen, Kirsi Noro, Tuuli Tähtinen, Lauri Vuori

Vuokra-asuntosijoitusalan kannattavuus, kilpailutilanne ja kehittämistarpeet



Maaliskuu 2018

Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 9/2018

KUVAILULEHTI

Julkaisija ja julkaisuaika	Valtioneuvoston kanslia, 22.03.2018
Tekijät	Eeva Alho, Valtteri Härmälä, Elias Oikarinen, Antti Kekäläinen, Kirsi Noro, Tuuli Tähtinen, Lauri Vuori
Julkaisun nimi	Vuokra-asuntosijoitusalan kannattavuus, kilpailutilanne ja kehittämistarpeet
Julkaisusarjan nimi ja numero	Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 9/2018
Asiasanat	Vuokra-asunnot, asuntosijoittaminen, kannattavuus
Julkaisun osat/ muut tuotetut versiot	2018, Kokonaisnäkemys ja yhteistyö - avaimet asuntosijoitusalan kehittämiseen, Policy brief
Julkaisuaika	Maaliskuu, 2018 **Sivuja** 160 **Kieli** Suomi

Tiivistelmä

Vuokra-asuntojen kysyntä on suurta. Ilmiön taustalla on pitkän ajan kehityskulkuja kuten kaupungistuminen ja väestön kasvu. Asumisen hinnan jatkuva nousu ja vuokra-asuntojen kova kysyntä ovat saaneet yleisessä keskustelussa huomion kohdistumaan vuokra-asuntosijoitusalan toimijoiden taloudelliseen tulokseen. Matalan koron ympäristö on toiminut kannustimena vuokra-asuntotuotannon lisäämiselle. Kiinteistösijoittamisen ollessa pääomavaltaista liiketoimintaa velkarahan halpeneminen on vauhdittanut asuntosijoituksia. Kotitalouksilla on ollut perinteisesti merkittävä rooli vuokranantajina Suomessa. Suhdanneluontoisen asuntosijoitusbuumin ohella asuntotarjonnan voidaan arvioida laajapohjaistuneen.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tuottaa tietoa vuokra-asuntomarkkinoiden kehittämiseksi ja asuntopoliittisen päätöksenteon tueksi. Selvitys koostuu vuokra-asuntosijoitusalalla toimivien yritysten kannattavuuden analyysista, asuntomarkkinoita kuvaavista tilastoaineistoista, kirjallisuuskatsauksesta, asiantuntijahaastatteluista ja asiantuntijatyöpajasta. Hankkeen yhdessä osiossa tutkittiin lisäksi tuetun vuokra-asuntotuotannon syrjäyttämisvaikutuksia suomalaisissa kaupungeissa.

Kehittämisehdotusten tavoitteena on hillitä asumiskustannusten nousua, edistää vuokra-asuntojen riittävää ja asukkaiden tarpeita vastaavaa tarjontaa sekä työvoiman liikkuvuutta ja talouden kilpailukykyä. Monella tasolla tapahtuvaa sääntelyä tulisi kehittää kokonaisuutena ja usean toimijan yhteistyönä. Vuokra-asuntojen riittävän tarjonnan takaamiseksi ja asumiskustannusten nousun hillitsemiseksi tulisi kaavoituksessa sallia nykyistä suurempia joustoja, mikä edistäisi myös kokeiluja ja innovatiivisten ratkaisujen syntymistä. Lisäksi tuettua vuokra-asuntokantaa kannattaa suunnata tukea eniten tarvitseville. Asuntomarkkinoihin liittyvää politiikkakokonaisuutta tulee kehittää laajapohjaisesti luoden pitkän aikavälin suuntaviivat. Parempi ennakoitavuus on keskeistä asuntoinvestointien kasvattamiselle.

Tämä julkaisu on toteutettu osana valtioneuvoston vuoden 2017 selvitys- ja tutkimussuunnitelman toimeenpanoa (tietokayttoon.fi).

Julkaisun sisällöstä vastaavat tiedon tuottajat, eikä tekstisisältö välttämättä edusta valtioneuvoston näkemystä.

PRESENTATIONSBLAD

Utgivare & utgivningsdatum	Statsrådets kansli, 22.03.2018
Författare	Eeva Alho, Valtteri Härmälä, Elias Oikarinen, Antti Kekäläinen, Kirsi Noro, Tuuli Tähtinen, Lauri Vuori
Publikationens namn	Lönsamhet, konkurrens och utvecklingsbehov i hyresbostads-branschen
Publikationsseriens namn och nummer	Publikationsserie för statsrådets utrednings- och forskningsverksamhet 9/2018
Nyckelord	Hyresbostäder, bostadsinvestering, lönsamhet
Publikationens delar /andra producerade versioner	2018, Kokonaisnäkemys ja yhteistyö - avaimet asuntosijoitusalan kehittämiseen, Policy brief
Utgivningsdatum	Mars, 2018 **Sidantal** 160 **Språk** Finska

Sammandrag

Det råder stor efterfrågan på hyresbostäder. Fenomenet bygger på långvariga utvecklingstrender, såsom urbaniseringen och befolkningstillväxten. De fortsatt ökade boendekostnaderna och den stora efterfrågan på hyresbostäder har i den allmänna diskussionen fått uppmärksamheten att riktas vid hyresbostadsinvesterarnas ekonomiska resultat. Den låga räntemiljön har tjänat som sporre till att öka hyresbostadsproduktionen. Fastighetsinvesteringar är en kapitalintensiv affärsverksamhet och förmånligare lånefinansiering har satt fart på bostadsinvesteringarna. Privathushåll har traditionellt haft en betydande roll som hyresgivare i Finland. Vid sidan av den konjunkturella investeringsboomen i bostäder kan bostadsutbudet nu sägas ha en bredare bas.

Syftet med den här undersökningen är att ta fram information som stöd för utvecklingen av hyresbostadsmarknaden och det bostadspolitiska beslutsfattandet. Utredningen består av en analys av lönsamheten hos företag som investerar i hyresbostäder, av statistikmaterial som beskriver bostadsmarknaden, av en litteraturöversikt, expertintervjuer och en expertworkshop. Som en del av projektet undersöktes också den stödda hyresbostadsproduktionens utslagningseffekter i de finländska städerna.

Målet med utvecklingsförslagen är att dämpa de ökade boendekostnaderna och att främja ett tillräckligt utbud av hyresbostäder som motsvarar kundernas behov, arbetskraftens rörlighet och den ekonomiska konkurrenskraften. Regleringen, som sker på många nivåer, borde utvecklas som helhet och i samarbete mellan flera aktörer. För att garantera ett tillräckligt utbud av hyresbostäder och för att dämpa boendekostnaderna borde man i planläggningen tillåta en större flexibilitet än för närvarande, vilket också skulle främja experiment och uppkomsten av innovativa lösningar. Dessutom lönar det sig att rikta det stödda hyresbostadsbeståndet till dem som mest behöver stöd. Den bostadspolitiska helheten bör utvecklas på bred basis och så att de långsiktiga riktlinjerna dras upp. Bättre förutsebarhet är väsentligt för att utöka bostadsinvesteringarna.

Den här publikation är en del i genomförandet av statsrådets utrednings- och forskningsplan för 2017 (tietokayttoon.fi/sv).

De som producerar informationen ansvarar för innehållet i publikationen. Textinnehållet återspeglar inte nödvändigtvis statsrådets ståndpunkt

DESCRIPTION

Publisher and release date	Prime Minister´s Office, 22.03.2018
Authors	Eeva Alho, Valtteri Härmälä, Elias Oikarinen, Antti Kekäläinen, Kirsi Noro, Tuuli Tähtinen, Lauri Vuori
Title of publication	Profitability, competition, and development needs in the private rental housing market
Name of series and number of publication	Publications of the Government´s analysis, assessment and research activities 9/2018
Keywords	Rental housing market, housing investments, profitability
Other parts of publication/ other produced versions	2018, Kokonaisnäkemys ja yhteistyö - avaimet asuntosijoitusalan kehittämiseen, Policy brief
Release date	March, 2018 **Pages** 160 **Language** Finnish

Abstract

Demand for rental housing is currently quite high, due in part to the long-term trends of urbanization and population growth. Continuously increasing rent and the high demand for rentals have turned the spotlight of public debate toward the profit of investors in the rental housing market. Low interest rates have incentivized increases in rental housing production. With real estate investment being a capital-intensive business, inexpensive loans have led to a boost in housing investment. Homeowners have traditionally played an important role as landlords in Finland. Alongside the housing investment boom arising from economic upturn, the supply base of housing has apparently become broader as well. The purpose of this survey is to provide information for the development of the rental housing market and to support decision-making in housing policy. The survey consists of profitability analyses of businesses operating in the rental housing investment market, statistics of the housing market, a literature review, expert interviews and results of a workshop with experts. One segment of the study also examined the crowding-out effects of subsidized rental housing construction in urban areas of Finland.

The development proposals of the study are designed to curb the rising costs of housing; to promote the sufficient supply of rental housing; to promote the construction of housing that reflects occupant needs; and to promote the mobility of labour and the competitiveness of the economy. Complex regulation should be developed in a broad-based and integrated fashion. In order to secure a sufficient supply of residential rental housing and to curb the rise of housing costs, urban planning should allow greater flexibility than at present. This would also promote experimentation and the emergence of innovative solutions. Subsidized rental housing should also be targeted to groups that are most in need. Policies affecting the housing market must be developed on a broad basis to create long-term guidelines. Improved predictability is key to the growth of housing investment.

This publication is part of the implementation of the Government Plan for Analysis, Assessment and Research for 2017 (tietokayttoon.fi/en).

The content is the responsibility of the producers of the information and does not necessarily represent the view of the Government.

SisällysluetteloAlkusanat **7**

Yhteenveto **1**

1 Johdanto **4**

1.1 Tavoitteet 5

1.2 Tutkimuksen rajaukset 6

1.3 Raportin rakenne 7

2 Vuokra-asuntomarkkinoiden toimijat **8**

2.1 Yksityishenkilöt vuokranantajana 8

2.2 Kuntien vuokra-asuntoyhteisöt 11

2.3 Muut yleishyödylliset vuokra-asuntoyhteisöt 12

2.4 Työeläkelaitokset 12

2.5 Kiinteistö- ja asuntosijoitusyhtiöt 16

2.6 Asuntorahastot 18

2.7 Ulkomaiset sijoittajat 22

2.8 Analyysia vuokra-asuntosijoitusalan toimijoista ja alan kehityksestä 23

3 Kysyntä ja tarjonta vuokra-asuntomarkkinoilla **25**

3.1 Vuokrien kehitys, asuntojen hinnat ja kysyntätekijät 25

3.2 Vuokra-asuntojen tarjonta alueellisesti ja hallintamuodoittain 30

3.3 Kysynnän ja tarjonnan tulevaisuuden näkymät 32

Asuntokysynnän tuleva kehitys 32

Asuntotuotanto ja sen vastaavuus kysyntään 34

3.4 Yhteenveto vuokramarkkinoiden kysynnästä ja tarjonnasta 37

4 Vuokra-asuntosijoitusalalla toimivien yhteisöjen kannattavuus **41**

4.1 Kannattavuustarkastelun yritysotos 41

4.2 Tilinpäätöstunnuslukujen kuvaus 43

4.3 Pääoman tuottoprosentit ja rahoitusrakenne 46

Sijoitetun pääoman tuotto 47

Kokonaispääoman tuotto 50

Oman pääoman tuotto 51

Omavaraisuusaste 53

4.4 Voittoprosentit 55

Käyttökateprosentti 55

Liiketulosprosentti 57

4.5 Vertailu muihin toimialoihin 59

4.6 Vertailu kansainvälisesti ... 66
4.7 Vertailu muihin sijoituskohteisiin ... 71
4.8 Analyysi vuokra-asuntosijoitusalan kannattavuudesta ja johtopäätökset ... 73

5 Asumisen tukijärjestelmien vaikutus vuokriin ... 76
5.1 Kysyntä- ja tarjontatuet ... 76
5.2 Suorien ja epäsuorien verotukien vaikutuksista ... 78
5.3 Asuntosijoittamisen verotus Suomessa ... 79

6 Tuetun asuntotuotannon syrjäyttämisvaikutus suomalaisissa kaupungeissa ... 81
6.1 Teoreettinen analyysi syrjäyttämisvaikutuksesta ... 81
6.2 Estimointistrategia ... 89
6.3 Tutkimusaineisto ... 92
6.4 Empiirisen analyysin tulokset ... 95
6.5 Johtopäätökset ... 103

7 Kilpailu vuokra-asuntosijoitusalalla ... 105
7.1 Kilpailun teoriasta ... 105
7.2 Kilpailun esteistä asuntotuotannossa ... 106
7.3 Selvityksen johtopäätökset kilpailutilanteesta ... 106

8 Vuokra-asuntosijoittajien näkemykset kilpailutilanteesta, kannattavuudesta ja kehittämistarpeista ... 109
8.1 Haastattelut ... 109
8.2 Asiantuntijatyöpaja ... 113

9 Johtopäätökset ... 116

10 Kehittämisehdotukset ... 123

Liite 1. Asuntojen vuokraus kansantalouden tilinpidossa ... 125

Liite 2. Yksityinen vuokra-asuntosektori eri maissa ... 128

Liite 3. Tilinpäätöstunnuslukuja ... 136

Liite 4. Asuntomarkkinakuvioita ... 139

Liite 5. Haastattelut ... 143

LÄHTEITÄ JA TAUSTA-AINEISTOJA ... 144

Alkusanat

Valtioneuvoston periaatepäätöksen mukaan yhteiskuntapolitiikan valmistelun, päätöksenteon ja toimeenpanon tulisi perustua tutkittuun tietoon. Käsissänne oleva raportti ”Vuokra-asuntosijoittamisen kannattavuus, kilpailutilanne ja kehittämistarpeet” pyrkii vastaamaan tähän tarpeeseen ja se on toteutettu valtioneuvoston hyväksymänä hankkeena.

Hanke on alkanut helmikuussa 2017. Tutkimusryhmää on johtanut Pellervon taloustutkimuksen PTT:n ekonomisti Eeva Alho ja siihen ovat osallistuneet akatemiatutkija Elias Oikarinen Aalto-yliopistosta, projektipäällikkö Valtteri Härmälä 4Front Oy:stä, ekonomistit Lauri Vuori, Tuuli Tähtinen (osan aikaa) ja Antti Kekäläinen (osan aikaa) sekä liiketaloustutkija Kirsi Noro, kaikki PTT:stä.

Ohjausryhmää on johtanut valtiovarainministeriön neuvotteleva virkamies Sari Sontag ja ryhmään ovat kuuluneet finanssineuvos Urpo Hautala, neuvottelevat virkamiehet Armi Liinamaa sekä Sanna Nieminen ja erityisasiantuntija Jukka Mattila niin ikään valtiovarinministeriöstä, talousneuvoston pääsihteeri Pekka Sinko valtioneuvoston kansliasta, asuntoneuvos Tommi Laanti sekä yli-insinööri Juha-Pekka Maijala molemmat ympäristöministeriöstä sekä neuvotteleva virkamies Johanna Alatalo työ- ja elinkeinoministeriöstä.

Vuokra-asuntosijoittamisen tutkimushankkeen käynnistämisen taustalla ovat olleet asuntosijoittamisen vilkastuminen viimeisen kymmen vuoden aikana sekä mielikuvat alan kannattavuudesta. Tavoitteena on ollut ollut selvittää vuokramarkkinoiden toimijoita, kilpailua ja markkinoille tulon esteitä. Myös merkittävät yhteiskunnalliset haasteet kuten asumistukien voimakas kasvu, suurimpien kaupunkien kaavoituksen jäykkyys sekä Suomen talouden pitkän aikavälin heikot näkymät - matala tuotantopotentiaalin kasvuvauhti ja siihen vaikuttava väestön ikääntyminen - lisäävät tarvetta etsiä ratkaisuja asuntomarkkinoiden ongelmiin. Toimivat vuokra-asuntomarkkinat erityisesti tukisivat työvoiman alueellista liikkuvuutta.

Tutkimusanalyysi ja kehitysehdotukset ovat käytettävissä nykyisen ja seuraavan hallituksen toimenpiteitä suunniteltaessa ja niistä päätettäessä. Lisäksi laaja materiaali toimii perusteoksena ja johdantona asuntosijoittamisen ja asuntomarkkinoiden tilanteesta kiinnostuneille. Se sisältää myös kokonaan uutta tietoa ARA-tuotannon syrjäyttämisvaikutuksista.

Haluan kiittää lämpimästi kaikkia tutkimusryhmän ja ohjausryhmän jäseniä erinomaisesta yhteistyöstä laajan ja haastavan aiheen selvittämisessä.

Helsingissä 13.2.2018

Sari Sontag
Ohjausryhmän puheenjohtaja

Yhteenveto

Vuokra-asuntojen kysyntä on suurta. Ilmiön taustalla on pitkän ajan kehityskulkuja kuten kaupungistuminen ja väestön kasvu. Toisaalta talouden epävarmuus ja työmarkkinanäkymät vaikuttavat asumisvalintoihin. Vuokrat ovat nousseet merkittävästi yleisen hintatason nousua nopeammin, ja asumiseen kuluu aiempaa suurempi osuus käytettävistä olevista tuloista. Asumistukien kustannusten voimakas kasvu osoittaa, että riittämätön asuntotarjonta on nostanut vuokria yli vuokralaisten maksukyvyn. ARA-vuokra-asuntoihin hakevien suuri määrä kertoo siitä, että tuetulle asumiselle on tietyillä alueilla suuri kysyntä.

Asumisen hinnan jatkuva nousu ja vuokra-asuntojen kova kysyntä ovat saaneet yleisessä keskustelussa huomion kohdistumaan vuokra-asuntosijoitusalan toimijoiden taloudelliseen tulokseen. Matalan koron ympäristö on toiminut kannustimena vuokra-asuntotuotannon lisäämiselle. Kiinteistösijoittamisen ollessa pääomavaltaista liiketoimintaa velkarahan halpeneminen on vauhdittanut asuntosijoituksia. Osaltaan pääoman virtaaminen kiinteistösijoituksiin on seurausta siitä, että vaihtoehtoisten sijoituskohteiden odotetut tuotot ovat niin matalia, että asuntosijoitusten nähdään tarjoavan vakaata ja riittävää tuottoa. Kotitalouksilla on ollut perinteisesti merkittävä rooli vuokranantajina Suomessa. Asuntosijoittamisen suosion kasvun myötä yhä useampi yksityishenkilö on ryhtynyt vuokranantajaksi. Suhdanneluontoisen asuntosijoitusbuumin ohella asuntotarjonnan voidaan arvioida laajapohjaistuneen. Ammattimaiseen asuntosijoittamiseen on syntynyt uusia liiketoimintamalleja. Varsinkin vuokra-asuntoihin sijoittavien rahastojen kasvu on pitänyt kauppamääriä korkeina ja vauhdittanut vuokra-asuntotuotantoa.

Selvitys koostuu vuokra-asuntosijoitusalalla toimivien yritysten kannattavuuden analyysista, asuntomarkkinoita kuvaavista tilastoaineistoista, kirjallisuuskatsauksesta, asiantuntijahaastatteluista ja asiantuntijatyöpajasta. Tutkimusta varten haastateltiin yhteensä 16 sijoittajaa, kaupunkien edustajaa, asiantuntijaa ja tutkijaa. Hankkeen yhdessä osiossa tutkittiin lisäksi tuetun vuokra-asuntotuotannon syrjäyttämisvaikutuksia suomalaisissa kaupungeissa.

Kannattavuuden tunnuslukujen tarkastelussa havaittiin pienten asuntosijoitusyhtiöiden pääoman tuottoasteiden laskeneen kymmenen viime vuoden aikana. Toimijamäärä oli kasvanut samaan aikaan. Suurten ja keskisuurten asuntosijoitusyhtiöiden kannattavuus sen sijaan on näyttäytynyt varsin vakaana. Poikkeuksellisen korkeista tuotoista ei kuitenkaan voida puhua. Sijoitetun pääoman tuottoasteet olivat vuonna 2015 keskimäärin 6 % vapailla markkinoilla asuntoja tarjoavilla asuntosijoitusyhtiöillä. Vertailun vuoksi suurten rakennusliikkeiden vastaava tuottoaste oli noin 13 %. Toisaalta rakentamisen toimialan liiketoimintariskiä voidaan pitää vuokrausta suurempana, joten korkeampi tuotto heijastaa kompensaatiota alan korkeammasta riskistä.

Suurten vuokra-asuntosijoitusalan yhtiöiden vakaampaa tuottotasoa selittävät sekä asuntotuotannossa että rahoituksen hankinnassa ja alueellisella keskittymisellä saavutettava hyöty. Asuntosijoitusyhtiöt tekevät jatkuvasti salkunhallintaa asuntokannalleen eli ostavat ja myyvät asuntoja markkinatilanteen mukaan. Isojen toimijoiden vetäytyminen avaa muille toimijoille mahdollisuuksia pienemmillä paikkakunnilla, mutta kasvukeskusten ulkopuolella on suurempi riski kysyntään nähden liian isoista tuotantomääristä. Vuokraustoiminnan tuotot eivät ole olennaisesti parempia pienillä paikkakunnilla kuin kasvukeskuksissa, koska kustannustaso ei laske vuokrien tapaan.

Kilpailu asuntosijoitusmarkkinoilla on kiristynyt 2010-luvulla. Vuokra-asuntomarkkinoiden tilanne on ennenkokematon siinä mielessä, että kysyntä sekä vuokralais- että sijoittajapuolella on erittäin suurta. Vuokra-asuntojen kysynnän ja tarjonnan epätasapaino on nostanut

vuokria kasvukeskuksissa. Kaikkien suurten toimijoiden strategiana on keskittyä kasvukeskuksiin. Tämä kehityskulun voi nähdä kiristäneen kilpailua kohteista, tonteista ja vuokralaisista pääkaupunkiseudulla ja muutamassa suurimmassa kaupungissa, mutta avanneen kilpailua muille toimijoille niiden ulkopuolisilla sijainneilla.

Alan asiantuntijoiden ja toimijoiden haastatteluissa nousi esiin useita vuokra-asuntotarjontaa hidastavia tekijöitä. Asuntosijoitusten kasvattamisen keskeisenä esteenä on tonttimaan tarjonta. Toisekseen kaavoitusprosessit näyttäytyvät hitaina, byrokraattisina, usein epävakaina ja pitkän ajan suunnittelua haittaavina. Ylipäätään yksityiskohtainen sääntely ja kaavoittajan asettamat määräykset rakennusten ominaisuuksille nostavat rakentamiskustannuksia.

Tarjontatuet ovat ongelmallisia tuen kohdentumisen ja työvoiman liikkuvuuden kannalta. Nykyisenlaisen tarjontatukikehikon kautta ei synny kannustinta vapaarahoitteisilla vuokra-asuntomarkkinoilla toimijoille lisätä vuokra-asuntojen tuotantoa. Ehtojen muuttuminen ja ennakoimattomuus koetaan riskiksi. Hankkeessa analysoitiin tarjontatukiin liittyviä syrjäyttämisvaikutuksia. Syrjäyttämisvaikutuksella tarkoitetaan sitä, että tuetun tuotannon seurauksena vapaarahoitteinen asuntotarjonta on pienempi kuin se olisi ilman tuettua asuntokantaa. Tulosten perusteella ARA-kannan syrjäyttämisvaikutus vapaarahoitteiseen kantaan on merkittävä, mutta ei täysmääräinen koko asuntokannan osalta. ARA-asuntokanta siten kasvattaa kokonaisvuokra-asuntokantaa, vaikka syrjäyttämisvaikutuksen vuoksi vapaarahoitteista tuotantoa jää toteutumatta.

Havainto on merkittävä asumisen tukijärjestelmän vaikuttavuuden kannalta, kun tehdään päätöksiä tuetun asuntotuotannon tehokkuuden, tarpeen ja kohdistamisen parantamiseksi. Tämä tarkoittaa, että asumisen tuki kohdistuisi tukea eniten tarvitseville eli pienituloisille ja niille vuokralaisille, jotka eivät saa helposti asuntoa vapailta markkinoilta.

Selvityksessä tehtyjen analyysien pohjalta tutkijaryhmä on muodostanut viisi keskeistä ehdotusta vuokra-asuntosijoitusalan ja markkinoiden toimivuuden kehittämiseksi. Kehittämisehdotusten tavoitteena on hillitä asumiskustannusten nousua, edistää vuokra-asuntojen riittävää ja asukkaiden tarpeita vastaavaa tarjontaa sekä työvoiman liikkuvuutta ja talouden kilpailukykyä.

Sallitaan nykyistä paremmin pääomien tehokas käyttö markkinaehtoisesti vuokra-asuntotarjonnan ylläpitämiseksi ja lisäämiseksi:

Yksityisen pääoman ja sijoittajien kasvava mukanaolo vuokra-asuntomarkkinoilla ja toimijoiden monimuotoisuuden lisääntyminen ovat lisänneet tarjontaa sekä edistäneet kilpailua ja olleet tätä kautta positiivisia tekijöitä. Asuntotuotannon markkinaehtoiset toimintamallit voidaan nähdä yhtenä asuntopolitiikan välineenä, jolla voidaan edistää riittävää vuokra-asuntojen tarjontaa. Erityisesti kasvavilla kaupunkialueilla asuntotuotannon ja riittävän tarjonnan pullonkauloina ovat kaavoitus ja rakentamiskelpoisten tonttien saatavuus. Markkinaehtoisuus lisää kilpailua ja vaikuttaa siten asumisen hintaa laskevasti. Kilpailua on mahdollista lisätä, koska tonttimaasta suurimpien kaupunkialueiden sisällä ja välittömässä läheisyydessä ei ole tosiasiallista pulaa.

Joustojen salliminen kaavassa ja kokeilujen edistäminen vauhdittavat innovatiivisten ratkaisujen syntymistä ja tuottavuuden kasvua:

Kaavoittaja eli kunnat ovat tässä kehityksessä ratkaisevassa asemassa. Kokeilevista tuotantotavoista voidaan mainita esimerkkeinä muuntojoustavat rakennukset ja joustavien asumisratkaisujen edistämisen. Nykyinen tapa määritellä rakennusten ominaisuuksia kaavassa hyvin yksityiskohtaisesti johtaa korkeampiin rakennuskustannuksiin ja siten vähäisempään vuokra-asuntojen tarjontaan ja korkeampaan vuokratasoon kuin mitä olisi ilman rajoittavia sääntöjä.

Tuettua vuokra-asuntokantaa tulee kohdentaa tukea eniten tarvitseville:

Syrjäyttämisvaikutusten pienentämiseksi tuettua ARA-vuokra-asuntokantaa kannattaa kohdentaa ennen kaikkea pienituloisille ja muille sellaisille ryhmille, joiden on vaikea vuokrata asuntoa vapaarahoitteisilta markkinoilta.

Asuntomarkkinoita koskevaa politiikkakokonaisuutta tulee kehittää pitkäjänteisesti yhteisesti sovittujen tavoitteiden avulla:

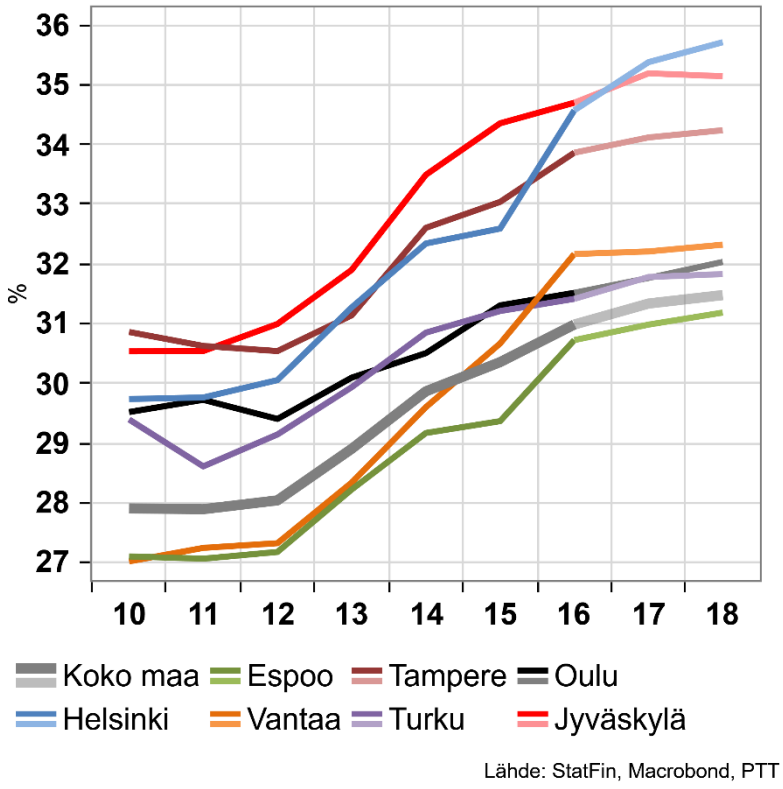
Asuntomarkkinoihin linkittyvien isojen politiikkalohkojen kokonaisuutta ja koko MAL-kehikkoa tulee kehittää pitkäjänteisesti ja yhteisesti sovittuja tavoitteita edistäen. Siten luodaan ennakoitava toimintaympäristö asuntomarkkinoiden toimijoille, mikä tukee asuntomarkkinoiden toimintaa ja asuntojen tarjontaa. Vakaa näkymä esimerkiksi kaavoituksen osalta on keskeinen pitkän aikavälin asuntotuotantotavoitteiden toteutumisessa. Keskeinen rooli on kunnilla, mutta tarvitaan yhteistyöfoorumi, jossa kehitetään pitkän ajan tahtotila kuntien, valtion, maakuntien ja muiden keskeisten sidosryhmien välillä. Tämä voidaan toteuttaa esimerkiksi parlamentaarisessa työryhmässä.

Sääntelyä tulee kehittää kokonaisuutena:

Asuntomarkkinat muodostavat kokonaisuuden. Vuokra-asuntomarkkinoiden toimivuuteen vaikuttavat suoraan asumisen tukijärjestelmät ja laajemmin myös koko sosiaaliturvajärjestelmä, maankäyttöpolitiikka, asumiseen kohdistuvat verot, asuntosijoittamisen verotus sekä rahastolainsäädäntö. Asuntopolitiikkaan tarvitaan nykyistä laajempi poikkihallinnollinen näkökulma.

1 JOHDANTO

Kaupungistuminen on globaali megatrendi. Myös Suomessa väestö keskittyy suurimpiin keskuksiin, ja kaupunkien väestönkasvu kasvattaa asuntojen kysyntää. Pitkään jatkunut heikko talouden tila on lisännyt epävarmuutta työpaikasta ja tuloista ja on vähentänyt halukkuutta omistusasunnon hankkimiseen, mikä lisää entisestään vuokra-asuntojen kysyntää. Vuokralla asuminen on lisäksi kasvattanut suosiotaan joustavana asumismuotona erityisesti nuorten keskuudessa. Edellä kuvatut kehityskulut kasvattavat vuokra-asuntojen tarvetta. Keskeinen ongelma on, että asuntojen tarjonta ei ole kuitenkaan lisääntynyt riittävästi kysynnän kasvaessa, joten vuokrat ovat nousseet merkittävästi yleisen hintatason nousua nopeammin.



Lähde: StatFin, Macrobond, PTT

Kuvio 1.1 Vapaarahoitteisten vuokrien suhde vuokralaisten tuloihin. Lähde: Vuori & Karikallio (2018).

Asuntoja antavat vuokralle yritykset, julkinen sektori, voittoa tavoittelemattomat yhteisöt ja kotitaloudet. Asuntosijoittaminen on voimakkaasti kehittynyt ja monipuolistunut viimeisen kymmenen vuoden aikana, kun uusia sijoittajia ja sijoitusmuotoja on tullut markkinoille. Epäsuorien asuntosijoitusten tarjonta, eli asuntoihin sijoittaminen rahastojen kautta, on kasvanut. Matalatuottoinen sijoitusympäristö on lisännyt kiinnostusta asuntosijoittamista kohtaan, kun osake- ja korkomarkkinoilta saatava tuotto on laskenut ja vuokra-asuntosijoittamiseen liittyvä riski on koettu muita sijoitusmuotoja pienemmäksi.

Tilastokeskuksen vuoden 2015 tietojen mukaan vuokralla asuvista asuntokunnista 39 prosenttia asui arava- tai korkotukivuokra-asunnossa ja 61 prosenttia vapaiden markkinoiden vuokra-asunnossa (Suomen virallinen tilasto (SVT) 2016). Yritykset ja suuret ammattimaiset sijoittajat vastaavat merkittävästä osasta vuokra-asuntojen tarjontaa; vapaarahoitteisista vuokra-asunnoista noin kaksi kolmasosaa on yksityishenkilöiden omistamia, loput ammattimaisten sijoittajien (esim. Suomen Vuokranantajat, 2017a). Vuokra-asuntomarkkinoita käsittelevät aiemmat tutkimukset ovat käsitelleet kysyntää ja tarjontaa lähinnä asumisen tukien, asumiseen kohdistuvien verojen ja työvoiman liikkuvuuden näkökulmasta. Alan toimijoista saatavat tiedot ovat hajautuneet vain tiettyjen toimijoiden tarkasteluun keskittyneissä raporteissa. Koko vuokra-asuntosijoitusalaa kuvaavaa kattavaa selvitystä ei ole tehty aiemmin.

Tässä tutkimuksessa analysoidaan vuokra-asuntosijoitusalalla toimivien yritysten kannattavuutta ja kilpailutilannetta.

1.1 Tavoitteet

Asuntorakentamisen lisääminen on yksi pääministeri Juha Sipilän hallituksen kärkihankkeista. Toimenpiteiden tähtäin on asuntojen kysyntään vastaaminen sekä talouskasvun, työllisyyden ja kilpailukyvyn vahvistaminen. Asuntotarjonnan niukkuus on tunnistettu kasvun esteeksi, koska se heikentää työvoiman muuttoa kasvukeskuksiin, joissa työtilanne on muuta maata parempi. Suomen talouden kasvun ja työllisyyden vahvistamiseksi tavoitteena onkin tarpeen vastata asuntojen kysyntään ja edistää rakennusalan kilpailua.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tuottaa tietoa vuokra-asuntomarkkinoiden kehittämiseksi ja asuntopoliittisen päätöksenteon tueksi. Hankkeessa vastataan seuraaviin tutkimuskysymyksiin.

Vuokra-asuntoja omistavien yhteisöjen ja rakennuttajien kannattavuuteen liittyvät tutkimuskysymykset:

- Mitkä tekijät vaikuttavat kiinteistöalan yrityksen tulokseen?
- Ovatko asuntosijoitus- ja asuntorakennuttajayhtiöiden tuotot keskimäärin suurempia kuin muiden toimialojen tuotot?
- Millainen kustannusrakenne alan eri toimijoilla on ja miten se on kehittynyt?
- Minkälaista tuottotasoa ARA-asuntoja rakennuttavat tahot edustavat suhteessa muihin asuntorakennuttajiin ja muihin toimialoihin?

Vuokra-asuntosijoitusmarkkinan toimivuuteen ja kilpailutilanteeseen liittyvät tutkimuskysymykset:

- Miten hyvin nykyinen markkinatilanne vastaa vuokra-asuntojen kysyntään ja odotettavissa olevaan kysynnän kehitykseen?
- Mikä rooli ulkomaisilla toimijoilla on vuokra-asuntomarkkinoilla?
- Miten vuokra-asuntomarkkinoiden toimivuus heijastuu alan yritysten tuloksessa ja taseessa verrattuna muihin aloihin?
- Onko alalla merkittäviä markkinoille tulon esteitä?
- Mikä merkitys vuokra-asuntosijoittamisen riskeihin on valtion tukijärjestelmillä?
- Miten alan rakenne ja sitä ohjaava lainsäädäntö ja käytännöt edistävät kohtuuhintaista vuokra-asumista?

Kannattavuutta tarkastellaan tilinpäätöstunnuslukujen valossa. Asuntosijoitusyhtiöiden kannattavuutta vertaillaan muiden toimialojen yrityksiin Suomessa ja samalla toimialalla toimiviin yrityksiin muissa maissa. Kansantalouden tilinpidossa voidaan myös tarkastella asuntojen vuokraus -toimialaa ja hahmotella alan kannattavuutta esimerkiksi suhteuttamalla brutto- ja nettotoimintaylijäämiä toimialan tuotokseen. Esimerkiksi tilinpidon poistot kuitenkin eroavat merkittävästi kirjanpidon poistoista, ja kannattavuuden jakaumien tarkastelu voidaan tehdä vain karkealla sektoritasolla yritystason analyysin sijaan. Tämä tutkimus tuottaa siten

uutta tietoa vuokra-asuntosijoitusalan yritysten taloudellisesta tuloksesta ja sen kehityksestä.

Lisäksi uutta tutkimustietoa tuovassa empiirisessä analyysissä on tavoitteena analysoida tuetun asuntotuotannon niin kutsuttua syrjäyttämisvaikutusta. Analyysissa tarkastellaan tuetun tuotannon vaikutusta vapaarahoitteiseen asuntotuotantoon ja siten vaikutusta kokonaisasuntotarjontaan – ja kokonaistarjonnan kautta edelleen asumiskustannuksiin vapaarahoitteisilla markkinoilla – sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Syrjäyttämisvaikutuksella tarkoitetaan tuetun asuntotuotannon negatiivista vaikutusta vapaarahoitteiseen asuntotuotantoon. Syrjäyttämisvaikutuksen suuruudella on merkittäviä implikaatioita tuetun asuntotuotannon vaikuttavuuteen ja asuntomarkkinoiden dynamiikkaan.

Muista maista saaduissa tutkimustuloksissa on havaittu merkittäviä syrjäyttämisvaikutuksia, mutta tulokset eivät ole suoraan yleistettävissä Suomea koskeviksi, sillä syrjäyttämisvaikutuksen voi olettaa olevan merkittävästi riippuvainen alueellisista instituutioista ja asuntomarkkinatilanteesta. Tavoitteena onkin se, että tuottamamme uuden tiedon pohjalta kyetään tekemään valistuneempia päätöksiä tuetun asuntotuotannon tehokkuuden, tarpeen ja kohdistamisen osalta Suomen suurimmissa kaupungeissa.

Markkinoiden toimivuutta ja kilpailutilannetta koskeviin tutkimuskysymyksiin vastataan myös käyttämällä haastattelu- ja työpajamenetelmiä. Analyysin pohjalta tunnistetaan vuokra-asuntomarkkinoiden kehittämistarpeet ja tehdään ehdotuksia vuokra-asuntosijoitusalan markkinoiden toimivuuden kehittämiseksi.

1.2 Tutkimuksen rajaukset

Tässä tutkimuksessa keskitytään tarkastelemaan vuokra-asuntosijoitusalan kannattavuutta, kilpailutilannetta ja kehittämistarpeita sääntelemättömän vuokra-asuntomarkkinan eli yksityisen sektorin näkökulmasta. Kannattavuutta tarkastellaan yritysten tilinpäätöstunnuslukujen valossa. Tunnuslukuanalyysin otos koostuu tilinpäätöstietokannasta poimituista vuokra-asuntosijoitustoimialalla toimivista yrityksistä. Tarkasteluun eivät sisälly vuokra-asuntoihin sijoittavat rahastot ja rahoituslaitokset, koska niiden lukuja ei ole saatavilla Amadeus-tietokannasta, josta muut yritysten tilinpäätöstiedot poimitaan. Vuokra-asuntosijoitusalan yhteisöille keskeinen tunnusluku on vuokratuotto. Sitä ei kuitenkaan ole saatavilla tietokannassa, joten kannattavuuden tarkastelussa käytetään tilinpäätöksen perusteella laskettavia pääoman tuottoprosentteja sekä voittoprosentteja. Tarkasteluajanjaksona on tietokannasta saatavilla olevat viimeiset kymmenen vuotta eli 2006-2015. Vuoden 2016 osalta tunnusluvuissa oli vielä paljon puutteita aineiston poiminnan aikaan keväällä 2017, joten vuosi 2016 rajattiin pois tarkastelusta.

Sääntelemättömillä vuokra-asuntomarkkinoilla toimivien asuntosijoitusyhtiöiden lisäksi tarkasteluun on otettu mukaan ARA-asuntoja omistavia sekä kunnallisia että muita yleishyödyllisiä yhteisöjä. Asuntojen vuokrausta harjoittavien yhteisöjen kannattavuutta verrataan muilla toimialoilla toimivien suomalaisten yritysten kannattavuuteen sekä kansainvälisesti muutaman valitun maan asuntosijoitusyhtiöiden kannattavuuteen.

Tilinpäätösanalyysin tuloksia, alan yleistä kilpailutilannetta ja vuokra-asuntosijoittamisen kannattavuuteen liittyviä asioita on syvennetty sijoittajien, asiantuntijoiden ja tutkijoiden haastatteluissa. Haastatteluissa painopiste oli suurten asuntosijoittamista harjoittavien yritysten ja yhteisöjen haastatteluissa. Lisäksi hankkeen loppuvaiheessa järjestettiin hankkeen tuloksia validoiva ja kehittämissuosituksia muotoileva asiantuntijatyöpaja.

1.3 Raportin rakenne

Raportti koostuu seitsemästä luvusta, joista ensimmäisessä kuvataan vuokra-asuntomarkkinoiden keskeiset toimijat ja vuokra-asuntoja tarjoavien tahojen toiminnan tulokseen ja kannustimiin liittyviä tekijöitä (luku 2). Luvun pääpaino on sääntelemättömien, ns. vapaiden markkinoiden asuntojen toimijoissa. Seuraavassa luvussa tarkastellaan, miten nykyinen asuntotarjonta vastaa vuokra-asuntojen kysyntään ja odotettavissa olevaan kysynnän kehitykseen (luku 3). Analyysi perustuu tilastotietoihin.

Vuokra-asuntosijoitusalan kannattavuutta tarkastellaan tilinpäätösaineiston valossa (luku 4). Alan yritysten kannattavuutta verrataan muiden toimialojen yritysten vastaaviin tunnuslukuihin ja asuntojen vuokrauksessa toimivien yritysten kannattavuuteen valituissa vertailumaissa.

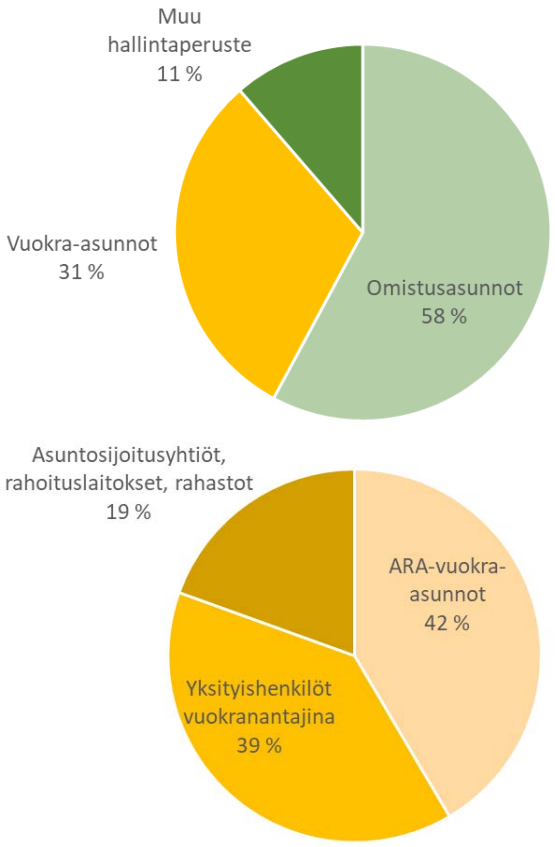
Vaikka selvityksen päämielenkiinto kohdistuu alan toimijoiden kannattavuuteen, kokonaiskuvan muodostamiseksi toimintaympäristöstä ja kilpailutilanteeseen vaikuttavista tekijöistä on tarpeen tarkastella myös erilaisten asumiseen kohdistuvien tukien vaikutusta vuokriin ja asuntosijoittamisen verotusta (luku 5).

Tuetun asuntotuotannon mahdollisia syrjäyttämisvaikutuksia tarkastellaan ekonometristen menetelmien avulla (luku 6). Vuokra-asuntosijoitusalan kilpailua käsitellään luvussa 7.

Raportissa kuvataan sen jälkeen alan toimijoiden haastattelujen tulokset ja hankkeessa järjestetyn asiantuntijatyöpajan tuotokset vuokra-asuntosijoitusalan kehittämiseksi (luku 8). Lopuksi esitetään hankkeen johtopäätökset ja kehittämisehdotukset (luvut 9 ja 10).

2 VUOKRA-ASUNTOMARKKINOIDEN TOIMIJAT

Tässä luvussa kuvataan vuokra-asuntosijoitusalan keskeiset toimijat eli tahot, jotka omistavat ja hallinnoivat vuokra-asuntoja. Raportti keskittyy sääntelemättömien vuokra-asuntojen sektoriin, mutta kuntien vuokra-asuntoyhteisöjä ja muita yleishyödyllisiä vuokranantajia käsitellään tässä osiossa myös lyhyesti, koska tuetun asumisen sektori on Suomessa verrattain suuri. Yksityishenkilöt ovat Suomessa merkittävä vuokra-asuntoja omistava toimijaryhmä. (Kuvio 2.1) Niin sanottuja institutionaalisia vuokra-asuntosijoittajia edustavat rahoitus- ja vakuutuslaitokset, joista tässä käsitellään työeläkelaitoksia suurena yksittäisenä toimijaryhmänä kiinteistömarkkinoilla. Sen jälkeen tarkastellaan institutionaalisista sijoittajista asuntosijoitusyhtiöitä ja asuntorahastoja, jotka ovat kasvattaneet vuokra-asuntojen tarjontaa merkittävästi viime vuosina. Kunkin toimijaryhmän toimintatapoja, sijoituslogiikkaa ja tuottotavoitteita kuvataan omassa alaluvussaan, minkä jälkeen vuokra-asuntosijoitusalan yleistä viimeaikaista kehitystä ja riskejä käsitellään yhteenvetoluvussa.



Kuvio 2.1. Asuntokanta hallintaperusteen mukaan (ylhäällä) ja vuokra-asunnot omistajatahon mukaan (alhaalla) vuonna 2015. Lähteet: Tilastokeskus, ARA, Suomen Vuokranantajat ry, PTT.

2.1 Yksityishenkilöt vuokranantajana

Vuokranantajina toimivat yksityishenkilöt muodostavat merkittävän ryhmän. Vuonna 2015 Suomessa oli 903 000 vuokra-asuntoa (SVT, 2016). Tästä ARA-vuokra-asuntoja oli 374 000

(ARA, 2016b). Vapaarahoitteisista vuokra-asunnoista kaksi kolmasosaa on yksityisten henkilöiden omistamia. (Suomen Vuokranantajat ry, 2017a). Suorien vuokra-asuntosijoitusten lisäksi monesta kotitaloudesta on tullut asuntosijoittaja rahastojen kautta, kun 2010-luvulla rahastomarkkinoille on tullut useita avoimia asuntoihin sijoittavia rahastoja, joissa minimisijoitusmäärä mahdollistaa esimerkiksi kuukausittaisen säästämisen (rahastoista luvussa 2.3.6).

Suomen Vuokranantajat ry:n joulukuussa 2016 jäsenilleen tekemä kysely valottaa sitä, keitä yksityiset asuntosijoittajat ovat ja millaisia tavoitteita heidän vuokraustoiminnallaan on. Valtaosa, 60 % kyselyyn vastaajista, harjoittaa pienimuotoista asunnon vuokrausta yhdellä tai kahdella asunnolla. (Suomen Vuokranantajat, 2016) Vain noin 4 % vastaajista omistaa yli 10 vuokra-asuntoa. Suomalaisten kotitalouksien vuokra-asuntosijoittamista voi siten luonnehtia sivutoimiseksi ja vain harva tekee sitä ammattimaisesti. Vuokranantajia on tavallisten palkansaajien joukossa. Noin 42 prosenttia Suomen Vuokranantajien kyselyyn vastanneista ilmoittaa ansiotuloikseen 50 000–99 999 euroa vuodessa. Runsas neljäsosa vastaajista harjoittaa vuokra-asuntosijoittamista alle 50 000 euron vuosiansiotuloilla.

Yksityishenkilöiden tärkein motiivi asuntoihin sijoittamiselle oli Vuokranantajien jäsenkyselyn mukaan asuntosijoittamisen kokeminen kannattavana sijoitusmuotona (37 % vastaajista). Seuraavaksi tärkeimpänä motiivina mainittiin eläkesäästäminen (30 %). ”Passiivinen” asuntosijoittaminen sijoitusasunnon perimisen kautta tai ensiasunnon jäädessä sijoitusasunnoksi olivat harvemmin motiiveina.

Matalan korkotason aikana kiinteistöjen merkitys tasaista kassavirtaa tarjoavana omaisuuslajina on korostunut, kun tuotot korkosijoituksista ovat painuneet liki nollaan. Kyselyn vastausten perusteella yksityisten vuokranantajien saama vuokratuotto ennen veroja on tyypillisesti 3–5 prosentin välillä. Vuokratuotto ennen veroja määritellään yleisesti vuotuiset vuokratulot hoitokuluilla vähennettynä suhteessa asunnon markkina-arvoon. Asunnon mahdollinen arvonnousu on oma tuottokomponenttinsa, joka realisoituu vasta myyntitilanteessa. Vuokranantajat ovat erilaisia tavoitteiltaan, ja tuotto voi joillakin painottua kuukausittaiseen vuokratuloon tai joillakin arvonnousuun pitkän ajan kuluessa, kun taas osa suunnittelee sijoituksensa näiden yhdistelmänä. Arvonnousu on epävarmempi tuottokomponentti, kun taas vuokratulokomponentti on paremmin ennustettavissa.

Yhdessä vuokratuoton kanssa arvonnousu muodostaa asuntosijoittajan kokonaistuoton. Vuokratuoton kehitys on ollut pitkään vajaat neljä prosenttia. (PTT ja Suomen Vuokranantajat, 2017). Tuotto on matalampi kuin osakemarkkinasijoitusten pitkän ajan tuotto-odotus mutta korkosijoituksia korkeampi. Vuokratuottoon vaikuttavat asunnon hankintahinta, vuokrataso sekä vastikkeista, remonteista ja lainoista muodostuvat kulut.

Sen lisäksi, että yksityiset vuokranantajat ovat tyypillisesti pitkäjänteisiä sijoitusasunnon omistajina, hyvästä vuokralaisesta halutaan pitää kiinni. Tällaiseksi voi tulkita Suomen Vuokranantajien kyselyn tulosta, että vuokrankorotuksen tekee vuosittain vain 18 prosenttia jäsenkyselyyn vastanneista, vaikka lähes kaikissa vuokrasopimuksissa on sovittu vuokrankorotuksista. Pitkäjänteisyys ja hyvä vuokralaissuhde ovat asuntosijoittamisen riskienhallintaa. Koska asuntosijoittamisen kannattavuus muodostuu säännöllisestä vuokratulosta, josta maksetaan vastikkeet ja mahdolliset lainakorot ja lainanlyhennykset, jokainen kuukausi, jolloin asunto on tyhjänä eikä sijoittaja saa vuokratuloa, vähentää asuntosijoituksen vuositulosta ja voi kääntää sijoituksen tappiolle. Sen vuoksi vuokranantajalle voi olla kannattavampaa pitää vuokrankorotukset maltillisina, jottei niistä aiheutuisi vuokralaisten vaihtuvuutta ja tyhjiä kuukausia.

Asuntosijoittamisen riskienhallinta lähtee jo vuokralaisen valinnasta. Suomen Vuokranantajien jäsenkyselyn tulosten perusteella tärkeimmät kriteerit vuokralaista valittaessa ovat häiriötön luottohistoria, työ- tai opiskelupaikka ja säännölliset tulot. Vastaajista 44 % ilmoittaa vuokralaisensa saavan asumistukea ja 30 % ei tiedä, saako vuokralainen asumistukea.

Kuten muissa sijoituksissa velkavivulla on mahdollista saavuttaa korkeampaa oman pääoman tuottoa asuntosijoituksista. Matala korkotaso ja pankkienvälinen kilpailu asiakkaista on tarjonnut suotuisat olosuhteet asuntoihin sijoittamiseen velalla. Tyypillisesti pankit myöntävät lainaa käyttäen 70 % asunnon arvosta vakuutena. Useita asuntoja omistava asuntosijoittaja saattaa käyttää muita asuntoja tai sijoituksiaan vakuutena, jolloin edes loppuja 30 % varten ei tarvitse olla omaa rahaa. Kolmannes vuokranantajista ei kyselyn tulosten mukaan ole käyttänyt velkavipua sijoitusasunnon hankintaan (Suomen Vuokranantajat, 2017b). Kyselyn perusteella sijoitusasuntoa kohden otetut lainasummat ja luototusasteet näyttävät pääasiassa maltillisilta, mutta yli puolet vastaajista on ottanut lainaa yli 50 % hankintahinnasta ja useampi kuin joka toinen vastaaja ei ole suojautunut korkojen nousulta.

Asuntolainan ottaminen sijoitusasuntoa varten kasvattaa vuokranantajan riskiä, koska säännöllisellä vuokratulolla pitää pystyä kattamaan lainanlyhennykset ja korkokulut muiden sijoitusasuntoon kohdistuvien kulujen lisäksi. Kun velkavipua käyttää hallitusti, asuntosijoittajan ottaman velan maksaa vuokralainen kuukausivuokrallaan. Tyhjät kuukaudet tai asunnon remontin takia annettavat vuokranalennukset tarkoittavat, että vuokranantajan on maksettava lainakulut itse. Korkotason noustessa velkavivun hyöty pienenee ja riski kasvaa. Sijainnilla on merkitystä velkavivun toimivuuteen, koska asuntojen hinnat esimerkiksi Helsingin kantakaupungissa ovat paljon korkeammat kuin muualla Suomessa, mutta asuntolainan kustannuksissa eikä vuokratasossakaan ole alueittain yhtä suurta eroa. Esimerkiksi, jos verrataan yksiöiden hinta- ja vuokratasoja Helsingin kantakaupungin ja Tampereen välillä, huomataan, että ero neliöhinnoissa on tilaston mukaan liki kaksinkertainen, mutta neliövuokrassa eroa on noin 30 %.

Uusiin asuntoihin keskittyvä vuokranantaja voi pyrkiä vaikuttamaan vuokratuottoon minimoimalla asunnon remonttikustannuksia. Tulevaisuuden remonttien tarvetta ja niiden kuluja voi olla vaikea arvioida vanhaa asuntoa hankkiessa sijoitusasunnoksi. Uudiskohteisiin sijoittamisen kynnystä madaltaa niihin kehitetty hintarakenne. Uudiskohteeseen voi päästä kiinni pienellä pääomalla, kun myyntihinnat saattavat olla esimerkiksi vain kolmasosan asunnon velattomasta hinnasta ja yhtiölainaosuus suuri.[1] Uudiskohteiden hinnoitteluun liittyy myös verotuksellinen kannustin, joka voi olla huomattava. Asuntosijoittaja voi vähentää hoitovastikkeen lisäksi rahoitusvastikkeen pääomatulojen verotuksessa, jos maksetut rahoitusvastikkeet käsitellään taloyhtiön kirjanpidossa tulona. Sitä vastoin, jos asunnon omistaa asukas, hän ei saa vähentää rahoitusvastiketta verotuksessaan. Tuloutussääntö ei koske ainoastaan uudiskohteita, mutta niiden suuren yhtiölainaosuuden vuoksi verokannustin on asuntosijoittajan kannalta merkittävä.

Monien uudiskohteiden lainaehdoissa on toinenkin asuntosijoittajia houkutteleva ominaisuus, jos rahoitusvastike sisältää alussa vain korot eikä taloyhtiölainan lyhennystä. Vuokratuoton kassavirtaa optimoiva asuntosijoittaja saattaa pitää uuden asunnon siihen asti, kunnes yhtiölainan lyhentäminen alkaa. Uudisasuntojen kaupoista arviolta neljäsosa on asuntosijoittajien tekemiä (Rakennusteollisuus RT, 2017).

[1] Tieto perustuu rakennusliikkeiden uudiskohteiden markkinointimateriaaleihin ja havaintoihin asuntojen myyntihinnoista.

[2] Lisätietoja: http://www.ymparisto.fi/fi-FI/Asuminen/Asumisen_tuet/Tietoa_kunnille_asumisen_tukemisesta/Asumisen_tukimuotojen_tuotekortit

2.2 Kuntien vuokra-asuntoyhteisöt

Vuoden 2015 lopussa Suomessa oli 374 000 rajoituksenalaista vuokra-asuntoa. Valtion tuella (ARA, 2016b) tuotettua vuokra-asuntoa eli ns. ARA-asuntoa, joista noin 105 000 sijaitsi pääkaupunkiseudulla (ARA 2017b). Merkittävä osa ARA-asunnoista on kuntien vuokratalo-yhtiöiden ja niiden tytäryhtiöiden omistamia.

Vuosina 2013–2015 kuntien kokonaan tai pääosin omistamien yhtiöiden osuus oli 70 prosenttia toteutuneesta ARA-tuotannosta (normaalit asunnot, ei erityisryhmät) (ARA 2016). Yli 60 prosenttia koko ARA-asuntokannasta, lähes 220 000 asuntoa, on kuntien omistamia (Elinympäristön tietopalvelu Liiteri). Pääkaupunkiseudulla kuntien omistamien tuettujen asuntojen kanta vuonna 2017 Helsingissä oli noin 45 000 asuntoa, Espoossa reilu 13 000 ja Vantaalla hieman alle 10 000.

Kunnat omistavat asuntoja myös epäsuorasti yhtiöiden tai yhteisöjen kautta. Lakea Oy:n omistaa viisitoista pohjalaista kuntaa, Kunta-asunnot on 39 kunnan omistama osakeyhtiö, YH-kotien omistajiin lukeutuvat useat pirkanmaalaiset ja varsinaissuomalaiset kunnat, Keravan kaupunki löytyy Avara Oy:n taustalta ja muun muassa pääkaupunkiseudun kaupungit ovat Y-säätiön perustajia.

Kaikkia ARA-vuokra-asuntoja koskevat tietyt erityissäännökset. Perinteisellä korkotuella rakennettujen asuntojen on oltava julkisesti ja yleisesti haettavissa, ja asukkaiksi on säännösten mukaan ensisijaisesti valittava kiireellisimmässä asunnontarpeessa olevat, vähävaraisimmat ja pienituloisimmat hakijat.[2] Asukkaat valitsee vuokratalon omistaja, joka myös määrittää vuokrat.

ARA-vuokra-asuntojen käyttöön, asukasvalintaan ja vuokranmääritykseen liittyy rajoituksia, joita ARA ohjaa ja valvoo. Vuokrat määräytyvät omakustannusperiaatteen mukaan, mikä tarkoittaa, että vuokrat saavat muiden tuottojen lisäksi kattaa asuntojen ja niihin liittyvien tilojen rahoituksen sekä hyvän kiinteistönpidon mukaiset menot (Aravarajoituslaki 1190/1993 § 7).[3] Käytännössä tämä tarkoittaa rajoituksia esimerkiksi oman pääoman tuottoasteelle ja korjauskuluihin varautumiselle. Vuoden 2017 alusta omalle pääomalle laskettava tuotto saa olla enintään 4 prosenttia. Kaikkia ARA-vuokra-asuntojen omistajia koskevat samat tuottojen tuloutusta rajoittavat yleishyödyllisyyssäännökset. Lisäksi rajoitteita perusparannus-, huolto- ja ylläpitomenoihin varautumiseen liittyen on tiukennettu, ja vuoden 2017 alusta alle kahdenkymmenen vuoden ikäisissä kohteissa varautuminen saa olla enintään 1€/am^2/kk. Omakustannusvuokriin ei sisällytetä kirjanpidollisia eriä, kuten poistoja, ja ARA suosittaa lisäksi hoito- ja rahoitusvuokran laskemista erikseen (ARA 2017d). Myöskään muun toiminnan tappioita ei voi kattaa vuokrissa.

Nykyään ARA-asuntoja omistavilla yhteisöillä on mahdollista tasata vuokria kiinteistöjen kesken tietyin rajoituksin.[4] Tasaus ei ole mahdollinen esimerkiksi valtion tukemien normaalien vuokra-asuntojen ja investointiavustuslaissa (1281/2004) tarkoitettujen asuntojen kesken (ARA 2017c). Tasauksen tavoitteena on yhtäältä se, että vuokrat vastaisivat mahdollisimman hyvin kiinteistön käyttöarvoa, toisaalta se, että esimerkiksi perusparannuksen jälkeen yksittäisen kohteen vuokrat eivät nousisi kohtuuttomasti (ARA 2017c). Tasausta suositellaan vain pääomamenojen osalta, ja käytännössä hoitomenojen tasaus ei ole yleistä (Kaleva ym. 2013).

[3] Omakustannusperiaate ei koske kaikkia ARA-kohteita, kuten esimerkiksi ns. välimallin kohteita.

[4] http://www.ara.fi/fi-FI/ARAasuntokanta/ARAvuokraasunnot/Vuokranmaaritys/Vuokrien_tasaus

2.3 Muut yleishyödylliset vuokra-asuntoyhteisöt

Yleishyödylliseksi nimetyt asuntoyhteisöt ja konsernit sitoutuvat noudattamaan laissa määrättyjä yleishyödyllisyyden edellytyksiä ja toimivat niiden mukaisesti. Lisäksi ARA:n on saatava tietoa etukäteen seikoista, esimerkiksi toiminnan laajentamisesta tai yhtiöjärjestelyistä, jotka saattavat vaikuttaa yleishyödyllisyyden edellytysten täyttymiseen.

Samanlainen sääntely koskee sekä kuntia että muita valtakunnallisia yleishyödyllisiksi luokiteltuja yhteisöjä. Vuokrataso kuntien ARA-asunnoissa verrattuna muihin yleishyödyllisiin yhteisöihin on kuitenkin paljon matalampi – varsinkin pääkaupunkiseudulla ero valtakunnallisten ja kunnallisten yhteisöjen vuokrien välillä on suuri (Kaleva ym. 2013). Valtakunnallisten yleishyödyllisten yhteisöjen vuokrat ovat lähellä markkinavuokria. Eerola ja Saarimaa (2013) laskevat tutkimuksessaan laatuvakioiduksi vuokraeroksi Helsingin kaupungin vuokra-asunnoissa 6 euroa neliöltä kuukaudessa, mikä tarkoittaisi kuudenkymmenen neliön kaksiosta yli neljän tuhannen euron tukea vuodessa (Eerola ja Saarimaa 2013). He havaitsevat myös, että ARA-asuntokannan vuokratasosta asukkaan saama tuki Helsingin kaupungin asunnoissa vaihtelee paljon asunnon tyypin ja sijainnin mukaan ja lisäksi havaittiin, että muiden yleishyödyllisten yhteisöjen asunnoissa tuki on noin euron neliömetriltä (Eerola ja Saarimaa 2013). Ero vuokrissa selittyy osittain asuntokannan erilaisella ikärakenteella, toisaalta myös vuokrien tasausjärjestelmä voi selittää eroja. Lisäksi kunnilla on mahdollisuus olla kattamatta kaikkia syntyneitä menoja ainoastaan vuokratuloilla, vaatia pääomalle vähemmän tuottoa sekä tuottaa omistamilleen yhtiöille palveluita alle markkinahinnan (Kaleva ym. 2013).

Kuntien vuokra-asuntoyhteisöjen ohella muita yleishyödyllisiksi nimettyjä ARA-yhteisöjä on noin 600. Osa niistä tarjoaa asuntoja vain erityisryhmille. Vuoden 2015 lopussa eniten ei-erityisryhmille tarkoitettuja ARA-asuntoja oli kuntien lisäksi kiinteistösijoitusyhtiöillä, kuten VVO:lla, Satolla, Kunta-asunnoilla, YH-kodeilla, TA-yhtymällä ja Avara-yhtymällä (Elinympäristön tietopalvelu Liiteri). VVO-konserni (nykyinen Kojamo Oyj) myi Y-säätiölle kaikki VVO Oy:n (ei siis koko konsernitasolla) omistamat rajoituksenalaiset asuntonsa vuonna 2016. Tällä hetkellä korkotukilain rajoituksenalaisia asuntoja on Kojamo-konsernissa yhtiöitetty omiksi tytäryrityksiksi.

Osa ARA-asuntokannasta on kohdennettu vain tietyille erityisryhmille, muun muassa opiskelijoille, vanhuksille ja kehitysvammaisille. Palvelu- ja tukiasumisen järjestäminen on pääosin kuntien vastuulla, mutta toisaalta asumista tuottavat myös järjestöt ja yritykset (ks. esimerkiksi ARA:n lista yleishyödyllisiksi nimetyistä yhteisöistä). Tällaisiin asuntoihin, jotka ovat myös korkotukilainojen piirissä, on mahdollista saada investointiavustusta, jonka osuus investointikustannuksista riippuu erityisryhmän asumiseen liittyvistä erityistarpeista. Investointiavustus on enimmillään 50 prosenttia hyväksytyn hankkeen arvosta. Sama omistaja ei voi ilman erityistä syytä tasata vuokria erityisryhmien asuntojen ja muiden ARA-vuokra-asuntojen kesken.

2.4 Työeläkelaitokset

Suomalaiset työeläkeyhtiöt ovat perinteisesti olleet merkittäviä kiinteistösijoittajia ja rakennuttajia. Lain mukaan työeläkevarat on sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti. Kiinteistöt omaisuusluokkana tarjoavat hajautusta ja tasaista kassavirtaa. Kiinteistöjen tuotoilla on perinteisesti ollut vähäinen korrelaatio muiden omaisuusluokkien kanssa, joten kiinteistösijoitukset vakauttavat sijoitussalkun tuottojen vaihtelua eli volatiliteettia. Kiinteistösijoitusten tuottoodotus on osakkeita matalampi mutta joukkolainasijoituksia korkeampi.

Yksityisalojen työeläkelaitosten suorien kiinteistösijoitusten osuus koko Suomen kiinteistösijoitusmarkkinoista on noin viidennes. (HE 202/2014 vp) Tämän lisäksi yksityisalojen työeläkelaitokset toimivat merkittävinä omistajina listatuissa ja listaamattomissa kiinteistösijoitusyhtiöissä. Suomen koko työeläkealan sijoituksista noin 10 % on kiinteistösijoituksissa (Taulukko 2.1). Ulkomaisten kiinteistösijoitusten osuus on noin 3 % niiden sijoituskannasta. (TELA, 2017)

Finanssivalvonta teki vuonna 2011 selvityksen työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoituksista ja niiden jakautumisesta eri kiinteistötyyppeihin. Tällöin asuntojen osuus sijoituksista oli 15 %. Suurin osuus oli toimistokiinteistöjä (29 %). Muiden kiinteistöjen osuus oli 21 %, liikekiinteistöjen 19 % ja epäsuorien sijoitusten 16 %. (Finanssivalvonta, 2012).

Taulukko 2.1. Työeläkeyhtiöiden sijoituskanta omaisuuslajeittain. Lähde: TELA.

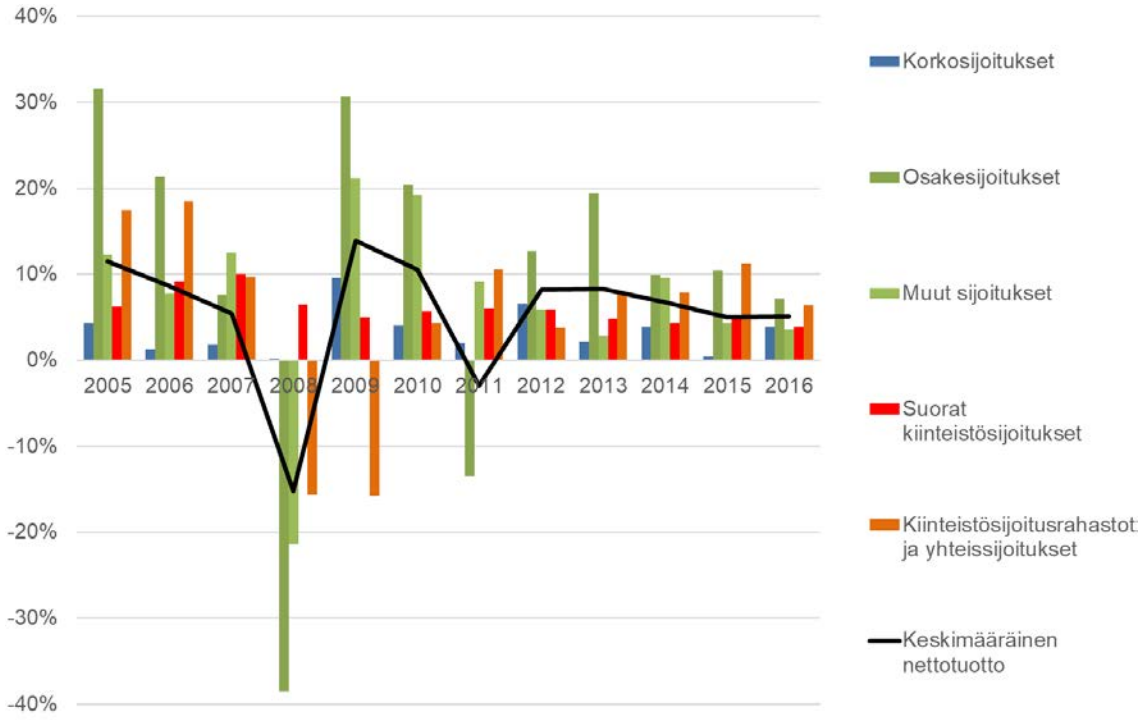
Mrd. euroa	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Rahamarkkinasijoitukset	6.8	11.1	9.6	9.8	7.6	11.7	11.5
Lainasaamiset	9.1	8.4	6.8	5.4	4.5	4.4	5.6
Joukkovelkakirjat	44.1	47.9	53.2	54.8	58.9	59.2	60.7
Kiinteistöt ja -osakkeet	14.1	14.3	16.1	17	17.1	17.1	15.4
Osakkeet ja osakerahastot	64.1	54.6	63.8	75.2	84.5	88.5	95.2
Yhteensä	**138.2**	**136.3**	**149.5**	**162.2**	**172.6**	**180.9**	**188.4**
Prosenttiosuudet							
Rahamarkkinasijoitukset	4.9 %	8.1 %	6.4 %	6.0 %	4.4 %	6.5 %	6.1 %
Lainasaamiset	6.6 %	6.2 %	4.5 %	3.3 %	2.6 %	2.4 %	3.0 %
Joukkovelkakirjat	31.9 %	35.1 %	35.6 %	33.8 %	34.1 %	32.7 %	32.2 %
Kiinteistöt ja -osakkeet	10.2 %	10.5 %	10.8 %	10.5 %	9.9 %	9.5 %	8.2 %
Osakkeet ja osakerahastot	46.4 %	40.1 %	42.7 %	46.4 %	49.0 %	48.9 %	50.5 %

Suurimmat yksityiset työeläkeyhtiöt Varma ja Ilmarinen ovat suurimpien kiinteistösijoittajien joukossa Euroopassa. Ilmarisen kiinteistösijoitusomaisuuden arvo vuoden 2016 lopussa oli noin 4,1 miljardia euroa. Siitä suurin osa oli suoria kiinteistösijoituksia. Se koostui noin 3 600 asunnosta ja noin sadasta liike-, toimisto-, varasto- ja muusta kiinteistöstä. Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto oli 6,4 % vuonna 2016 (Ilmarisen vuosikertomus 2016). Kiinteistösijoitusten osuus sijoitusallokaatiosta on 10 %, mistä pääosa on kotimaan kiinteistömarkkinoiden riskiä. Ilmarinen on alkanut hajauttaa kiinteistösalkkuaan myös ulkomaisiin kohteisiin. Varman suorat kiinteistösijoitukset sijaitsevat kaikki Suomessa. Varma ei ole yhtä aktiivisesti mukana vuokra-asuntomarkkinoilla, kun suurin osa sen kiinteistösijoituksista kohdistuu toimisto- ja liiketiloihin.

Esimerkkinä työeläkesijoittajien uusista kiinteistösijoitusstrategioista on Etera, jolla on noin miljardin euron arvosta kiinteistösijoituksia. Se on sijoittanut toimitilojen ja asuntojen ohella myös asuntojen vuokratontteihin. Etera on vuokrannut pääkaupunkiseudulta hankkimiaan

tontteja rakennusliikkeille tai niiden perustamille asunto-osakeyhtiöille siten, että Etera jää tonttien pitkäaikaiseksi omistajaksi. (Etera, 2017)

Suorien kiinteistösijoitusten lisäksi työeläkeyhtiöt ovat tehneet kiinteistösijoituksia rahastojen kautta koti- ja ulkomaisiin kohteisiin. Ilmarinen ja Varma ovat lisäksi suurimpia omistajia asuntosijoitusyhtiö Kojamo Oyj:ssä. Epäsuorilla sijoituksilla tavoitellaan hajautus- ja tehokkuushyötyjä. Kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistöpääomarahasto mahdollistaa lisäksi velkavivun käytön työeläkesijoituksissa. Kuviossa 2.2 nähdään, että kiinteistösijoitukset ovat tarjonneet vakaata tuottoa osana sijoitussalkkua. Suorien kiinteistösijoitusten vuosituotto on ollut positiivinen koko tarkastelujakson ajan vaihdellen 4–10 prosentin välillä. Muiden sijoituskohteiden tuotot ovat olleet huomattavasti volatiilimpeja eli vaihtelevampia. Niihin sijoittaminen on ollut riskisempää kuin kiinteistösijoittaminen.



Kuvio 2.2. Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitusten tuotot omaisuuslajeittain. Lähde: TELA.

Vuoden 2015 alusta lähtien työeläkeyhtiöiden vuokra-asuntosijoituksissa on ollut mahdollista käyttää vierasta pääomaa siten, että rakennuttajana on työeläkeyhtiön asunto-osakeyhtiömuotoinen tytäryhtiö, joka ottaa velkaa asuntotuotantoa varten. Velanotto on rajattu korkeintaan 50 prosenttiin asuntosijoituksen arvosta. Lakimuutos (HE 202/2014 vp) tarjoaa väliaikaisen mahdollisuuden velkavivun käyttöön työeläkeyhtiöiden asuntosijoituksissa. Asunto-osakeyhtiö tulee olla perustettu vuoden 2017 loppuun mennessä. Lakimuutoksen tarkoituksena on lisätä vuokra-asuntojen tuotantoa tekemällä asuntosijoituksista houkuttelevampia työeläkeyhtiöille. Velkaa käyttämällä sijoittajan on mahdollista kasvattaa sijoitetun oman pääomansa tuottoa.

Finanssivalvonnan vuonna 2012 tekemän selvityksen mukaan 15 % työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoituksista oli suoria asuinkiinteistösijoituksia, ja ne kohdistuivat voimakkaasti pääkaupunkiseudulle (HE 202/2014 vp). Ennen lakimuutosta työeläkevakuutusyhtiöiden suoraan tai kiinteistörahastojen kautta rakennuttamien vuokra-asuntojen määrä oli noin 600—800 kappaletta vuodessa (HE 202/2014 vp). Uuden kohteen rakennuttaminen on aikaa vievää, ja kaavoitus on usean vuoden prosessi. Näiden seikkojen vuoksi tuotannon kasvu on

ollut rajallista lain voimassaoloaikana, vaikka vivutusmalli sinänsä on kiinnostanut työeläkeyhtiöitä ja saanut aikaan asuntotuotannon kasvua (TELA, 2016.).

Lain määräaikoja pidennettiin vuonna 2016 voimaantulleella muutoksella (HE 31/2016 vp). Määräaikaislain voimassaoloa jatkettiin viidellä vuodella vuoden 2022 loppuun asti ja samoin soveltamisaikaa vuoden 2034 loppuun asti. Pidennyksen myötä työeläkeyhtiöillä on enemmän aikaa uusien rakennushankkeiden valmisteluun ja aloitukseen, minkä arvioitiin lakiesityksessä lisäävän vuokra-asuntotuotannon houkuttelevuutta.

Kehikko 1. Työeläkelaitosten kokemukset vivutusmallista ja vaikutukset vuokra-asuntotuotantoon[5]

Tässä selvityshankkeessa toteutettiin haastatteluja vuokra-asuntosijoitusalan toimijoille. Haastatteluissa selvitettiin toimijoiden näkemyksiä alan kilpailutilanteesta, asuntotuotannon esteistä ja alan kehittämiskohteista. Ne on kokonaisuudessaan raportoitu luvussa 8. Haastattelujen kohteena oli kolme työeläkeyhtiötä: Ilmarinen, Varma ja Elo. Kaikista yhtiöistä oli haastateltavana kiinteistö- ja asuntosijoituksista vastaava henkilö. Ilmarisen, Varman ja Elon omistuksessa on yhteensä noin 15 000 asuntoa. Haastatteluissa yhtiöiden edustajilta kysyttiin kokemuksia ja näkemyksiä vivutusmallin hyödyntämisestä, toimivuudesta ja siihen liittyvistä riskeistä. Lisäksi keskusteltiin vuokra-asuntomarkkinoiden tilanteesta ja asuntojen merkityksestä yhtiöiden sijoitustoiminnassa.

Työeläkeyhtiöiden kokemukset vivutusmallista ovat myönteisiä. Yhtiöstä riippuen malli on joko mahdollistanut yhtiöille asuntosijoittamisen, tai tehnyt siitä houkuttelevampaa kireässä kilpailutilanteessa. Ilman vivutusta tuotto omalle pääomalle jäisi usein liian pieneksi, eikä asuntoihin sijoittaminen olisi mahdollista. Toisaalta osa sijoituksista tehdään puhtaasti omalla pääomalla, koska nykyisessä korkotilanteessa sijoitettavalle pääomalle on usein vaikea löytää tuottavampia kohteita. Vivutusmallia käytetään siten tapaus- ja yhtiökohtaisesti, ja päätös vieraan pääoman mukaan ottamisesta perustuu tapauskohtaiseen harkintaan.

Yhtiötasolla yksi yhtiö kertoo, ettei rakentaisi lainkaan asuntoja ilman vivutusta, kaksi rakentaa aiempaa enemmän vivuttamalla. Yhtiöiden näkemyksillä vivutusmallin vaikutuksista asuntotuotantoonsa on näin ollen huomattavia eroja, joita selittävät erot käytettävissä olevan pääoman määrissä sekä erilaiset asuntosijoitus- ja omistajuusstrategiat.

Haastatteluiden perusteella Tyel-yhtiöiden yhteenlaskettu asuntotuotanto suorien omistusten kautta tulee olemaan vivutusmallin voimassaoloaikana (vuoden 2022 loppuun mennessä) keskimäärin n. 900–1000 asuntoa vuodessa. Tästä arviolta 300–500 asuntoa vuodessa syntyy vivutusmallia hyödyntämällä. Ensimmäiset vivuttamalla rakennetut kohteet valmistuvat vuoden 2017 aikana.

Vivutusmallissa ei nähdä sitä hyödyntävien yhtiöiden näkökulmasta erityisiä riskejä. Vipua pidetään hyvin maltillisena verrattuna yhtiöiden asunto- ja kiinteistösijoitusten kokonaisarvoon verrattuna. Suhteessa kokonaissijoituksiin vipuun liittyvä vieras pääoma on hyvin pieni.

Myöskään vivutuksen päättymiseen (nykylain mukaan vuonna 2034) ei vipua käyttäneiden yhtiöiden mukaan liity suurta dramatiikkaa. Käytännössä poikkeuksen loppuessa yhtiöiden tulee maksaa asunto-osakeyhtiöiden taseessa oleva velka pois. Tässä yhteydessä saatetaan harkita tapauskohtaisesti myös kiinteistöjen myyntiä.

[5] Vivutusmallilla tarkoitetaan lain työeläkevakuutusyhtiöistä (25.4.1997/354) 5 a § mukaista mahdollisuutta työeläkevakuutusyhtiöön tytäryhtiönä olevalle asunto-osakeyhtiölle ottaa muutakin kuin vakuutusyhtiölain 15 luvun 1 § tarkoittamaa luottoa. Vieraan pääoman määrä ei kuitenkaan saa ylittää tilinpäätöksessä 50 prosenttia taseen loppusummasta. Säädöstä sovelletaan myös muissa Euroopan talousalueeseen kuuluvissa valtioissa sijaitseviin asunto-osakeyhtiöihin rinnastettaviin yhtiöihin tai yhteisöihin. Lailla 1353/2014 lisätty 5 a § on väliaikaisesti voimassa 1.1.2015-31.12.2017, ja sen voimassaoloa on jatkettu 31.12.2022 asti L:lla 410/2016.

Yleinen näkemys on, ettei vivutusmalli ole vielä nostanut uusien vuokra-asuntojen rakentamisen kokonaismääriä. Syy tähän löytyy kilpailutilanteesta, joka on johtanut siihen, että uudet valmistuvat kohteet menevät joka tapauksessa kaupaksi.[6] Tyel-yhtiöille vivutusmalli on kuitenkin mahdollistanut mukana olon markkinoilla, kun oman pääoman tuotto ilman vivutuksen mahdollisuutta jäisi epähoukuttelevan pieneksi. Haastatteluissa varoitettiin myös tekemästä menneestä liian pitkälle meneviä johtopäätöksiä mallin vaikutuksista tulevaisuudessa. Vivutuksen mahdollisuus katsottiin yleisesti erittäin hyväksi työkaluksi, jolla voi olla asuntotuotantoa lisääviä tai ylläpitäviä vaikutuksia esimerkiksi korkotilanteen muuttuessa.

2.5 Kiinteistö- ja asuntosijoitusyhtiöt

Kiinteistösijoitusyhtiöllä tarkoitetaan listattua tai listaamatonta osakeyhtiötä, jonka päätoimialana on omistaa ja hallita kiinteistöjä tai kiinteistöyhtiöiden osakkeita ja käydä niillä kauppaa. Erona toiseen epäsuoran kiinteistösijoittamiseen muotoon eli kiinteistörahastoihin on se, että osakeyhtiömuotoisissa rakenteissa sijoitusten hallinnointi hoidetaan pääsääntöisesti yhtiön oman organisaation puolesta (RAKLI, 2017a). Suomessa toimivia julkisesti noteerattua kiinteistösijoitusyhtiötä ovat Sponda Oyj, Citycon, ja Technopolis Oyj, mutta niillä ei ole asuinkiinteistöpuolen liiketoimintaa. Alalla toimii useita listaamattomia yhtiöitä, esimerkiksi Avara Oy, Kojamo Oyj ja Sato Oyj. SATO Oyj on noteerattu Privanetissa, joka on listaamattomien yritysten arvopapereiden markkinapaikka.

Asuntosijoitusyhtiöiden liiketoimintaa voi kuvata sijoitustoiminnaksi, jonka tuotto muodostuu vuokratuloista, asunto-omaisuuden myyntituloista ja käyvän arvon muutoksista. Toimialalle on tyypillistä pääoman suuri tarve kiinteistösijoitusten suuren yksikkökoon takia. Pääomamarkkinoilla on siten merkittävä rooli toimialan tuotto- ja riskiodotuksiin. Korkotaso, rahoituksen saatavuus ja sen hinta vaikuttavat keskeisesti yhtiöiden tuloksenmuodostukseen. Kiinteistöjen suhteellisen korkean vakuusarvon myötä yhtiöillä on mahdollisuus korkeahkon velkavivun käyttöön. Pankkirahoituksessa luoton määrä voi olla maksimissaan 50–80 prosenttia kohteen käyvästä arvosta (RAKLI, 2017a). Lainoitusasteet ovat asuntosijoituksissa korkeampia kuin toimitilasijoituksissa, ja lainan marginaalit ovat sen sijaan tyypillisesti matalampia asuntosijoituksissa (Louekoski ja Kaleva, 2014). Suuret rahoitushankkeet toteutetaan yleensä usean pankin kesken syndikoituina luottoina.

Kiinteistösijoitusyhtiöiden rahoitus ei ole pelkästään pankkirahoituksen varassa. Eläke- ja henkivakuutusyhtiöillä on kiinnostusta rahoittaa kiinteistösijoitusyhtiöitä niiden vakavaraisuuslaskennan kehikon vuoksi, koska antolainaus lukeutuu siinä korkosijoituksiin ja on näille instituutioille houkutteleva sijoitusmuoto (Louekoski ja Kaleva, 2014). Suurimmat kiinteistösijoitusyhtiöt hankkivat rahoitusta lisäksi markkinoilta joukkovelkakirjalainoilla. Kaikki Suomessa pörssilistatut kiinteistösijoitusyhtiöt käyttävät joukkolainamarkkinoita aktiivisesti yhtenä rahoituslähteenään, samoin SATO ja Kojamo.

Kiinteistösijoitusyhtiöiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskuissa vuotuinen kuponkikorko on asettunut noin 3–4 prosenttiin (Louekoski ja Kaleva, 2014) riippuen lainan juoksuajan pituudesta ja lainalle asetetusta vakuudesta. Esimerkiksi vuonna 2013 SATOn liikkeeseen laskemassa vakuudelliselle joukkovelkakirjalainalle maksettiin 12 kuukauden euribor lisättynä 2,5 % marginaalilla. (SATO, 2013) Lainan vakuudeksi asetettiin yhtiön asunto-omaisuutta. Uudemmassa vuonna 2016 vakuudettomassa joukkolainassa kiinteä vuotuinen kuponkikorko oli 2,375 %. Kojamon vuonna 2017 liikkeeseen laskema ja Dublinin pörssiin listatun 500 miljoonan euron suuruisen joukkovelkakirjalainan, ns. eurobondin, korko oli 1,5

[6] Yhtiöt tekevät myös omaa kaavakehitystä ja usein rakennuttavat itse kohteensa. Näiden kohteiden hintatasoon kilpailutilanne vaikuttaa vähemmän suorasti, kuin rakennusliikkeiden tekemään ns. grynditutotantoon.

%. Joukkolainojen kuponkikorkotaso antaa osviittaa yhtiöiden vieraan pääoman kustannuksesta.

Sekä SATO että Kojamo (silloin vielä VVO-konserni nimellä) ovat hyödyntäneet Euroopan investointipankin kautta myönnettäviä lainoja energiatehokkaiden asuntojen tuotantoon. Ohjelmassa hyödynnetään Euroopan strategisten investointien rahaston (ESIR) takauksia, ja se on osa Euroopan investointiohjelmaa[7].

Pääomavaltaisuus ja rahoituskustannukset ovat keskeisiä liiketoiminnan ajureita kaikilla kiinteistösijoitusalan yhtiöillä. Muilta osin tuotto- ja kustannustekijät vaihtelevat riippuen siitä, mihin kiinteistölajiin yhtiö on keskittynyt: liiketiloihin ja kauppakeskuksiin, toimistoihin, asuntoihin, hotelleihin, hoivakiinteistöihin, teollisuuskiinteistöihin vai esimerkiksi varastoihin. Asuntomarkkinoilla kysyntä ja liiketoimintapotentiaali nivoutuvat keskeisesti asuntojen kysynnän ajureihin kuten asukkaiden tulotason kehitykseen, väestön määrään ja jakaumaan ikäryhmittäin ja muuttoliikkeeseen. Näitä tekijöitä tarkastellaan luvussa 3.

Suurimpien kiinteistösijoitusyhtiöiden strategioista näkyy, että ne pyrkivät keskittymään tiettyihin kiinteistötyyppeihin ja alueisiin. Keskittymällä voi hyödyntää markkinatuntemusta, mikä parantaa kannattavuuden edellytyksiä. Keskittymistä ja liiketoimintarakenteen selkeyttä korostavien strategioiden johdosta kiinteistösijoitusyhtiöiden joukossa harva yhtiö sijoittaa sekä asuntoihin että toimitiloihin tai muun tyyppisiin kiinteistöihin. Tässä tutkimuksessa ei paneuduta sen tarkemmin muihin kuin asuntoihin sijoittavien yhtiöiden liiketoimintaan.

Asuntosijoitusyhtiöidenkin välillä liiketoimintastrategioissa ja -painotuksissa on eroja. Alalla toimii vuokra-asuntoja omistavien yhtiöiden lisäksi yhtiöitä, jotka toimivat myös omistusasuntojen tai asumisoikeusasuntojen rakennuttamisessa. Suomen suurin asuntosijoitusyhtiö on Kojamo Oyj 4,3 mrd. euron asunto-omaisuudella mitattuna. Se keskittyy nykyisin vapaiden markkinoiden vuokra-asuntoihin. (Kojamo, 2016 ja KTI, 2017a). Sillä on kaiken kaikkiaan noin 35 000 asuntoa (VVO:n vuosikertomus 2016), joista suuri osa Lumo-brändin alla. Konsernilla on edelleen 14 000 omakustannusperusteista asuntoa VVO-brändin alla. Lumo-asunnoissa keskineliövuokra oli 14,63 euroa vuoden 2016 lopussa, ja VVO-asunnoissa se oli 12,96 euroa. Yhtiö on kasvattanut markkinaehtoista vuokra-asuntokantaansa ostamalla muilta toimijoilta asuntokokonaisuuksia, esimerkiksi vuonna 2016 se osti Icecapitalin asuntorahaston hallussa olleet noin 2300 asuntoa, jotka sijaitsevat pääosin Tampereella. Kojamo suuntautuu muuten vahvasti pääkaupunkiseudulle, ja sen rakenteilla olevista asunnoista 1 220 sijaitsee Helsingin seudulla ja 316 Suomen muissa kasvukeskuksissa (Kojamo, 2016). Kojamo-konsernin oman pääoman tuottoaste (ROE) oli 12,9 % ja omavaraisuusaste 40,7 % tilikaudella 2016.

Suomen toiseksi suurin asuntosijoitusyhtiö SATO omistaa noin 25 500 vuokra-asuntoa Suomen kasvukeskuksissa ja Pietarissa. SATOn asunto-omaisuuden arvo on 3,4 mrd. euroa (SATO, 2016). SATO toimii Kojamoa laaja-alaisemmin kiinteistösektorilla, ja sen asuntotarjontaan kuuluu vuokra-asuntojen lisäksi omistusasuntoja, senioriasuntoja ja ns. hotellityyppistä majoitustarjontaa. Yhtiön vuokra-asunnoista 80 % sijaitsee Helsingin seudulla. Asuntoinvestointien fokus on pääkaupunkiseudun lisäksi Tampereella ja Turussa, koska yhtiö näkee näiden alueiden kysynnän ja arvonkehityksen vakaina (SATO, 2016). SATOn vuokra-asuntojen keskineliövuokra oli 16,46 euroa vuoden 2016 lopussa. Oman pääoman tuottoaste oli 15,6 % ja omavaraisuusaste 35,2 % tilikaudella 2016.

Kahden suurimman asuntosijoitusyhtiön jälkeen niitä pienemmillä valtakunnallisesti toimivilla asuntosijoitusyhtiöillä on alueellisesti monipuolisempi vuokra-asuntokanta, joten niiden merkitys vuokra-asuntojen tarjoajina suurimpien kasvukeskusten ulkopuolella on keskeinen. Avara Oy, jolla on noin miljardin euron asuntokanta ja 8000 vuokra-asuntoa, toimii Suomen

[7] https://ec.europa.eu/commission/investment-plan_fi

suurimpien kasvukeskusten lisäksi pienemmissäkin kaupungeissa. Avaran liiketoiminta koostuu kahdesta vuokra-asuntoja hallinnoivasta kiinteistösalkusta (Amplus Holding Oy ja Probus Holding Oy) sekä sijoittajille suunnatusta asuntokiinteistöihin sijoittavasta kiinteistöpääomarahastosta (Avara, 2017). Avaralla on vapaarahoitteisten vuokra-asuntojen lisäksi korkotuella rahoitettuja vuokra-asuntoja.

Vuonna 2016 kiinteistöjen transaktiovolyymi oli ennätyksellinen. Erityisen vilkasta kauppa oli asuntosijoituspuolella, jonka kauppamäärät ylittivät ensimmäistä kertaa toimisto- tai liiketilakohteiden kauppamäärät (Catella, 2017). Kiinteistösijoittajat ostavat usein kokonaisia asuntoportfolioita, joiden osuus viime vuoden kaupoista oli kolmannes (RAKLI, 2017b).

Asuntosijoitusyhtiöt tekevät enenevästi yhteistyötä rakennusliikkeiden kanssa kiinteistökehityksestä lähtien vuokrauspalveluun asti. Rakentamisvolyymia on pitänyt yllä vuokra-asuntojen suuri kysyntä, asuntosijoittamisen suosio, matala korkotaso ja uusien toimijoiden tulo vuokra-asuntosijoitusalalle. RAKLIn vuokra-asuntobarometrin mukaan kotimaiset kiinteistösijoitusyhtiöt ja -sijoitusrahastot ovat kasvattaneet asunto-omistuksiaan merkittävästi (RAKLI, 2017c). Vuokra-asuntobarometrin mukaan työvoiman saatavuus ja rakennuskustannusten nousu kuitenkin hidastavat asuntoinvestointeja. Lisäksi rakentamiskelpoisten tonttien saatavuus nähdään esteenä asuntoinvestointien sekä kohtuuhintaisten vuokra-asuntojen tarjonnan kasvattamiselle.

2.6 Asuntorahastot

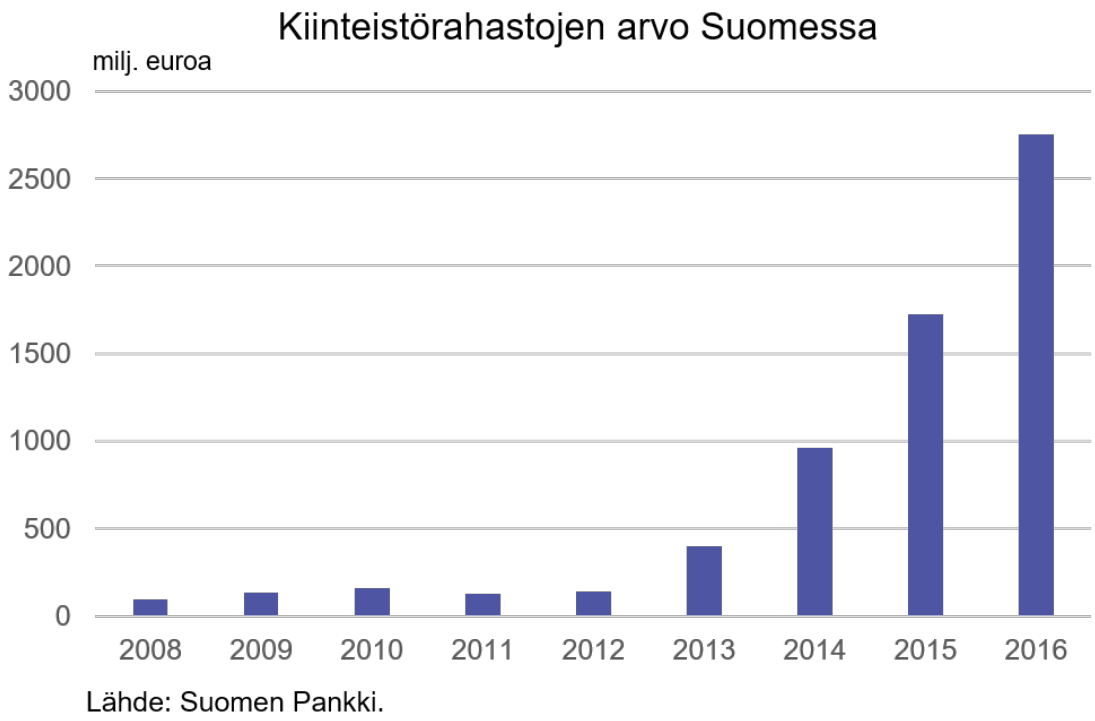
Asuntosijoitusrahastojen yleistyminen 2010-luvulla on pitänyt yllä asuntotuotantoa ja vuokra-asuntojen tarjontaa (Lahtinen et al., 2014a). Suomessa on toiminut asuntoihin sijoittavia kiinteistöpääomarahastoja vuodesta 2006 lähtien. Ensimmäiset kiinteistörahastot toimivat pääomarahastoille tyypilliseen tapaan suljettuina rahastoina, jotka on perinteisesti suunnattu institutionaalisille sijoittajille. Niissä rahaston elinkaaren lopussa sijoitukset myydään ja pääoma lisättynä arvonnousulla palautetaan pääomasijoittajille. Kommandiittiyhtiömuotoisina toimivissa kiinteistöpääomarahastoissa pääoma palautuu suoraan sijoittajalle eikä yhtiölle kuten osakeyhtiössä.

Uudenlainen yksityishenkilöille suunnattu rahastotarjonta lähti kasvuun 2010-luvulla. Kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin varojaan sijoittavasta sijoitusrahastolain (48/1999) mukaisesta erikoissijoitusrahastosta säädetään sijoitusrahastolaissa ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa (162/2014).8 Osakeyhtiömuotoisesta kiinteistörahastosta ja siihen rinnastettavasta kommandiittiyhtiöstä säädetään tämän lain ohella vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa. (7.3.2014/164) Asuntoihin sijoittavia sijoitusrahastoja on alettu markkinoida näkyvästi myös piensijoittajille. Avoimissa kiinteistöihin sijoittavissa rahastoissa sijoitus jakautuu rahasto-osuuksiin. Avoimet sijoitusrahastot lisäävät yksityishenkilöiden mahdollisuuksia hajautettuun asuntosijoittamiseen.

Suomen Pankin mukaan Suomessa toimi 20 kiinteistörahastoiksi luokiteltavaa avoimesti markkinoitavaa sijoitusrahastoa tai erikoissijoitusrahastoa keväällä 2017. Niiden rahastopääoma oli yhteensä noin 3 mrd. euroa maaliskuun 2017 lopussa (Suomen Pankki, 2017). Kasvu on ollut voimakasta, ja kiinteistörahastopääomat ovat melkein kolminkertaistuneet kahden vuoden aikana (Kuvio 2.3) Kiinteistörahastojen suosion kasvusta kertoo se, että nettomerkinnät ovat olleet positiivisia aina vuodesta 2012 lähtien, mutta alkuvuonna 2017 kiinteistörahastoista kotiutettiin ensi kertaa vuoden 2012 jälkeen enemmän pääomia kuin niihin virtasi uutta pääomaa. Kotitalouksien osuus kiinteistörahastojen pääomista oli 45 % eli noin 1,2 mrd. euroa Suomen Pankin mukaan.

[8] http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971173

Suljettujen kiinteistörahastojen hallinnoimien varojen arvo oli Suomen Pankin tilaston mukaan likimain yhtä suuri kuin avointen kiinteistörahastojen pääoma maaliskuun 2017 lopussa. Suljetuissa rahastoissa suurimpia sijoittajia ovat julkisyhteisöt, joihin lukeutuvat työeläkelaitokset, sekä vakuutuslaitokset.



Kuvio 2.3. Kiinteistörahastopääomien arvon kehitys. Lähde: Suomen Pankki.

Asuntorahastot keskittyvät pääsääntöisesti vapaiden markkinoiden vuokra-asuntoihin. Monet rahastot haluavat rakennuttaa kohteita itse tai ostaa aivan uusia kohteita (Kuusenaho, 2015). Rahasto voi pyrkiä tehokkaaseen pääomien käyttöön rakennuttamalla itse tai hankkimalla kerralla suuren määrän uusia kohteita ja mahdollisesti tukkualennuksia hyödyntämällä. Uusia asuntoja suosivaan sijoitusstrategiaan liittyy osassa rahastotyypeissä lähtökohtaisesti rajallinen elinkaari. Rahastot tyypillisesti luopuvat vanhemmasta asuntokannasta, kun kiinteistössä alkaa kertyä korjaustarvetta, mikä vähentää sijoituksen tuottoja.

Poikkeuksensa vapailla vuokra-asuntomarkkinoilla toimiviin asuntorahastoihin tuo vuonna 2016 perustettu varainhoitoyhtiö Taalerin ns. yhteiskunnallisen asuntorahasto, jonka tarkoituksena on rakennuttaa ARA-lainoituksella ns. kohtuuhintaisia vuokra-asuntoja. Rahaston taustalla on ammattiliittoja. Taaleri Vuokrakoti Ky:n vuotuinen vuokratuottojen tavoitetaso on 3,5–4,25 %, ja se tavoittelee vuokratasoa, joka vastaa alueen tuettujen asuntojen vuokria. (Taaleri, 2016). Markkinavuokria matalampaan vuokratasoon Taalerin rahasto pyrkii tukilainojen lisäksi tehokkailla rakentamisratkaisuilla ja kuntien edullisilla tonteilla.

Suomessa toimii vain yksi kiinteistörahastolain puitteissa toimiva rahasto, Orava Asuntorahasto. REIT-mallin kiinteistörahastot eivät maksa veroja, mutta niillä on velvollisuus maksaa pääosa tuloksesta omistajille, ja omistajien saama osinkotulo on veronalaista. (RAKLI, 2017a). Orava Asuntorahaston liiketoimintamallia on kritisoitu siitä, että se perustuu tukkualennuksilla ostettuihin asuntoihin, jotka kirjataan taseeseen käypään arvoon, jolloin erotuksesta syntyy heti laskennallista arvonnousua. Jollei myyntihinta toteudu, yhtiön on kirjattava taseeseensa arvonalennus kohteesta. Tässä selvityksessä ei syvennytä eri kiinteistörahastotyyppejä koskeviin erityispiirteisiin ja säännöksiin, joten niistä kiinnostunut lukija voi perehtyä Kuusenahon (2015) tutkielmaan asuntorahastoista ja kiinteistösijoittamisesta.

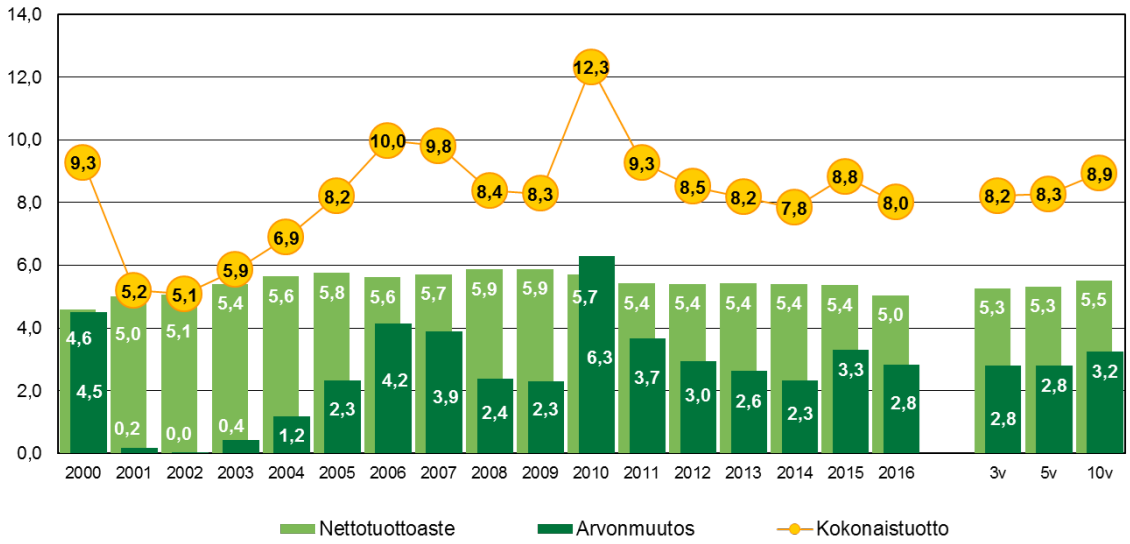
Asuntorahastopääomien voimakkaasta kasvusta huolimatta rahastojen hallinnoimat asuntosijoitukset käsittävät toistaiseksi pienen osuuden koko vuokra-asuntokannasta (Lahtinen et al., 2014a; Kuusenaho, 2015). Kuusenaho (2015) arvioi rahastojen omistaneen yhteensä noin 14 500 asuntoa muutama vuosi sitten. Kuusenahon muutaman vuoden takaisen selvityksen mukaan yksi asuntorahasto omistaa keskimäärin 516 asuntoa, ja suurin rahasto omisti 2 283 asuntoa. Markkinoilla on kuitenkin tämän jälkeen tapahtunut monia muutoksia, joten tämän hetkistä täsmällistä rahastojen omistuksessa olevaa asuntomäärää on vaikea arvioida, koska rahastojen omistuksia ei tilastoida. Lisäksi rahastot tekevät sijoitussalkkuunsa muutoksia eli käyvät kauppaa asunnoilla, joten rahastojen omistuksessa olevien asuntojen määrät vaihtelevat.

Avoimien asuntoihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen julkaisemien katsausten ja muista suoraan asuntoihin sijoittavista rahastoista saatavilla olevien tietojen perusteella voidaan laskea suuntaa-antavia arvioita rahastojen asunto-omistusten määrästä. Ålandsbankenin asuntorahastolla on noin 3600 asuntoa (Ålandsbanken, 2017), OP-Vuokratuotto-rahastolla noin 3900 valmista asuntoa (OP Ryhmä, 2017) ja FIM/S-Asuntorahastolla vuoden 2017 lopussa valmistuvat asunnot mukaan lukien noin 520 asuntoa (FIM, 2017). Orava asuntorahasto raportoi omistavansa noin 1600 asuntoa. Icecapitalin pääomarahastoissa on noin 4000 asuntoa (Icecapital, 2017). Asuntosalkku Oy, joka on suljettu kiinteistörahasto, omistaa noin 2 000 asuntoa. Lähi-Tapiolan Asuntorahaston tavoitearvio oli 1 500 asuntoa tiedotteiden mukaan. Auratum Asuntorahaston tavoitemäärä on 1 600 uutta asuntoa, jotka valmistuvat vuoteen 2019 mennessä. Esimerkiksi pelkästään nämä rahastot hallinnoivat yhteenlaskettuna liki 20 000 asuntoa.

Asuntorahastojen sijoitusstrategiat keskittyvät kasvukeskuksissa sijaitseviin pieniin asuntoihin. Hyvät liikenneyhteydet ja työssäkäyntialueiden läheisyys ohjaavat sijaintivalintoja. Yliopistokaupungeissa pienten asuntojen kysyntä on vilkasta, ja asuntomarkkinoiden likviditeetti sekä myytäessä että vuokrattaessa on yleensä tasaisen hyvä. PTT on arvioinut pääkaupunkiseudun painon rahastojen hallinnoimista valmistuneista asunnoista olevan noin puolet (Lahtinen et al., 2014a). Helsingissä sijoittajia vetävät niin uudet kaupunginosat, toimistokäytöstä asunnoiksi muutettavat vanhat kiinteistöt kuin lähiöiden tiivistäminen uudistuotantoa rakentamalla. Hyvien liikenneyhteyksien äärellä Espoossa ja Vantaalla kehittyvät asuinalueet ovat myös asuntorahastojen sijoittajien suosiossa. Pääkaupunkiseudun ulkopuolella asuntoportfoliot keskittyvät pääasiassa Tampereelle, Turkuun, Jyväskylään ja Lahteen, lisäksi Oulu ja Kuopio ovat myös sijoitusten kohteina hieman pienemmillä painoilla.

Asuntorahastot noudattavat sijoittajina siten varsin samanlaista sijoitusstrategiaa kuin asuntosijoitusyhtiöt, institutionaaliset sijoittajat ja yksityishenkilöt. On herännyt keskustelua siitä, että sijoittajat haalivat pienet asunnot markkinoilta ja että sijoittajakysyntä ajaa hintoja ylöspäin. Vuokralaisten maksukyky asettaa kuitenkin rajan vuokrien nousulle ja sijoittajien mahdollisuudelle saada riittävää tuottoa uusista vuokra-asunnoista. Ammattimaisten sijoittajien ja asuntorahastojen vuotuinen tuottotavoite noin 6–9 % rahastojen tiedotteiden mukaan. Tuotto koostuu vuokratulosta, joka on tyypillisesti pari prosenttia, ja loppuosa tavoitellusta tuotosta pitäisi siten saada asuntojen arvonnousun kautta.

KTI Kiinteistötieto Oy laatii kiinteistöindeksiä, joka pohjautuu 26 suurimmalta kiinteistösijoittajalta kerättyihin tuottotietoihin (KTI, 2017b). Mukana on kiinteistörahastojen lisäksi institutionaalisten sijoittajien ja kiinteistösijoitusyhtiöiden toteutuneet tuotot. Vuosituotot on laskettu koko vuoden ajan omistettujen kohteiden markkina-arvojen muutoksista ja vuoden aikana ansaituista vuokratuotoista ja toteutuneista ylläpitokustannuksista. (KTI, 2016) Kuviosta 2.4 nähdään ammattimaisten sijoittajien vuokra-asuntosijoitusten vuotuiset kokonaistuotot sekä se, miten tuotto muodostuu nettotuottoasteen ja kiinteistöjen vuosittaisten markkina-arvojen muutosten kautta. Nettotuottoaste on KTI:n mukaan laskenut asuntokiinteistöjen markkina-arvojen nousun ja pääkaupunkiseudun uusien matalamman nettotuottotason kohteiden osuuden kasvun seurauksena.



Kuvio 2.4. Asuntojen tuottoasteet, %. Lähde: KTI Kiinteistöindeksi 2016, KTI Kiinteistötieto Oy.

Rahastojen tuottomallin kestävyyteen on kohdistunut epäilyjä siitä, pystyvätkö ne saavuttamaan tuotto-odotukseen sisältyvän arvonnousun. Kirjattu arvonnousu on laskennallista, jos se perustuu realisoitumattomiin myyntihintoihin, jolloin tuoton maksaminen sen nojalla saattaa olla riskialtista. Kuitenkin vastuullisesti toimivissa rahastoissa tuottoa maksetaan toteutuneista tuotoista. Rahastojen tuottohistoriaa tarkastellessa on keskeistä ymmärtää niiden toiminnan logiikka ja se, että rahaston elinkaaren eri vaiheissa tuotto muodostuu eri tavoin. Rahaston elinkaaren alussa ja kasvuvaiheessa, kun pääomia virtaa sisään ja asuntoinvestointeja vasta tehdään, arvonnousun osuus on ollut suuri. Arvonnousu liittyy siihen, että varsinkin asuntosijoitusbuumin alkuvaiheessa isoissa salkkukaupoissa sijoittajat saattoivat saada tukkualennuksia, mikä tarkoitti, että markkinahintaa halvemmalla rahastojen sijoituksista oli mahdollista kirjata arvostusvoittoja. Vuokrakassavirran osuus tuotoista painottuu, kun sijoitukset ovat vakiintuneemmassa vaiheessa. Ylipäätään asuntorahastojen ilmoittamat tuottotavoitteet pitäisi ymmärtää samoin kuin osakesijoitusten tai osakerahastosijoitusten eli niin, että yhtiöiden jakamista osingoista muodostuu tietty, vakaampi, osa tuotto-odotusta, ja mahdollinen arvonnousu on tavoiteltu mutta riskillisempi osa tuottoa.

Tonttirahastojen tulo viime vuosina markkinoille on mahdollistanut rakennusyhtiöiden taseen kevenemisen. Sen sijaan, että yhtiöt omistaisivat tontit ja täten sitoisivat niihin pääomaansa, rakentajat maksavat tonttirahastoille vuokraa rakennusajalta. Tonttirahastojen hallussa oleville vuokratonteille on rakennettu omistusasuntoja, jolloin asunnon myyntihintaa on saatu painettua alas. Tämä hinnoittelumekanismi voi hämärtää asunnon ostajan käsitystä asunnon kokonaiskustannuksista ja tulevista sitoumuksista.

Rahastojen käyttö tonttien hallinnoinnissa voi periaatteessa laskea rakentamisen kustannuksia varsinkin pääkaupunkiseudulla, missä tonttikustannus saattaa muodostaa jopa 20–40 % kohteen kokonaishinnasta (Peltola, 2017). Toisaalta tonttirahastojen mukaantulo voi kiristää kilpailua tonteista ja nostaa asuntorakentamisen hintaa. Tontit tulevat rahaston omistukseen siinä vaiheessa, kun rakennusliike hankkii kohteen tontin ja tarjoaa sitä rahastolle.

Tonttirahastojen ehdot tonttien hintojen määräytymiselle ja lunastukselle vaihtelevat. Rahastot ovat tyypillisesti kommandiittiyhtiömuotoisia, kuten kiinteistöpääomarahastot, ja niiden toiminta-ajaksi määritellään esimerkiksi viisi tai kymmenen vuotta. Tonttirahastojen ollessa uusi ilmiö vielä ei voida sanoa, millaiseksi exit-prosessit (eli kohteista luopuminen ja rahaston purkaminen elinkaaren lopussa) muotoutuvat ja hankkivatko esimerkiksi kansainväliset sijoittajat tontteja rahaston lakatessa. Joissakin rahastoissa määritellään lunastusehdoissa,

että vuokralainen (asunto-osakeyhtiöt) lunastaa tontin tietyn ajan kuluessa. Tonttirahaston tuotto muodostuu vuokratulojen lisäksi tonttien arvonnoususta.

2.7 Ulkomaiset sijoittajat

Ulkomaisten sijoittajien osuus Suomen vuokra-asuntomarkkinoilla on vielä marginaalinen, vaikka kiinnostus ylipäätään Suomen kiinteistömarkkinoita kohtaan on kasvanut. (Kaleva, 2017 ja KTI, 2017c). Suoraan Suomessa toimivia ulkomaisia sijoittajia on vähän. Merkittävin ulkomaisten sijoittajien omistus on ruotsalaisen kiinteistösijoitusyhtiö Balderin enemmistöomistus SATOssa. Lisäksi toiseksi suurin omistajakin on ulkomainen, kun suomalaisen instituutiot vähitellen vähensivät omistustaan yhtiöstä.

Kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla on liikkeellä valtavasti pääomia ja tuottoa etsiviä sijoittajia, jotka hakevat toisaalta vakaita maltillisen riskin sijoituskohteita ja toisaalta vaihtoehtoa ja hieman parempia tuottoa kuin kilpailluilla Euroopan kiinteistömarkkinoilla. Tuotto-odotukset koetaan Suomen kiinteistömarkkinoilla muuta Eurooppaa korkeammiksi (KTI 2017c ja Catella, 2017). Sijoituksen likviditeetti on kansainvälisille sijoittajille tärkeää, joten kiinnostus keskittyy pääkaupunkiseudulle. Koska kiinteistösijoittaminen vaatii paikallistuntemusta, ulkomaisten sijoittajien on helpompi tulla markkinoille valmiiden kohteiden salkkukaupoilla kuin uutta rakennuttamalla. Kotimaisten institutionaalisten kiinteistösijoittajien sekä myös muiden toimialojen yritysten järjestellessä kiinteistöomaisuuttaan ulkomaisille toimijoille avautuu mahdollisuuksia.

Noin 21 % Suomen ammattimaisesti omistetusta kiinteistövarallisuudesta oli ulkomaisten sijoittajien omistuksessa vuoden 2016 lopussa (Kaleva ym., 2017) KTI:n arvioiden mukaan Suomessa toimivat ulkomaiset kiinteistösijoittajat ovat pääsääntöisesti pitkäjänteisiä ja maltillisen riskin toimijoita. Vuoden 2017 aikana asuntosijoitusmarkkinoille on tullut kaksi uutta ulkomaista sijoittajaa, jotka hankkivat asuntokiinteistöjä Varmalta ja LähiTapiolalta (KTI, 2017c). Catella pitää myönteisenä, että Suomen kiinteistömarkkinoilla olevista ulkomaisista sijoittajista merkittävä osa on pohjoismaisia toimijoita, joille Suomi on osa pitkäjänteistä sijoitusstrategiaa. Ne eivät todennäköisesti ole niin herkkiä vetäytymään kuin edellisen nousumarkkinan aikaan tulleet ulkomaiset sijoittajat (Catella, 2017).

On mahdollista, että ulkomaisten sijoittajien markkinoille tulo pääsee kunnolla käyntiin vasta, kun Suomen markkinoilla vielä suhteellisen nuoret asuntorahastot pääsevät kovan kasvun vaiheesta tasapainoiseen asuntosalkunhallinnan vaiheeseen ja alkavat luopua osasta kohteistaan. Tämä kuitenkin edellyttää, ettei nettotuottotaso juuri painuisi enää nykyisestä. Raklin syksyn 2017 vuokra-asuntobarometrin vastaajista yli 60 % odotti kansainvälisten sijoittajien omistusten kasvavan. (RAKLI, 2017c).

Tässä selvityshankkeessa tehdyissä alan toimijoiden haastatteluissa, jotka on kokonaisuudessaan raportoitu luvussa 8, kysyttiin näkemyksiä ulkomaisten sijoittajien toimista vuokra-asuntosijoitusmarkkinoilla. Jotkut haastateltavista kommentoivat, että Suomi koetaan kansainvälisessä vertailussa houkuttelevaksi sijoituskohteeksi, koska lainsäädännön ennustettavuus on hyvä ja koska toimintaympäristö ylipäätään on vakaa. Suomen vuokra-asuntomarkkinat näyttäytyvät eurooppalaisten toimijoille verrattain houkuttelevilta, koska yksityiset markkinat eivät ole säädeltyjä, mikä mahdollistaa liiketoiminnan. Suomi asettuu OECD-maiden vuokra-asuntomarkkinoiden vertailussa vapaimpien joukkoon, kun tarkastelussa otettiin huomioon yksityiseen markkinaan kohdistuva vuokrasääntely, vuokrien korotusten mahdollisuus ja vapaus neuvotella vuokrasta vuokranantajan ja vuokralaisen välillä. (Andrews ym., 2011; De Boer ja Bitetti, 2014). Lisäksi vuokralaisen asema on Suomessa kansainvälisesti verrattain heikompi (De Boer ja Bitetti, 2014).

Toisaalta hankkeen haastatteluissa tuli esiin myös näkemys, että osa kansainvälisistä toimijoista, jotka eivät tunne Suomen asuntomarkkinoiden ja alueiden erityispiirteitä, saattavat tulla markkinoille kasvukeskusten ulkopuolisten kohteiden laskennallisesti korkeampien tuotto-odotusten perässä. Paikallismarkkinan tuntemuksen puuttuessa kaikki ulkomaiset toimijat eivät välttämättä pysty tekemään täysin informoituja arvioita sijoituksen likviditeettiin tai kysynnän kehitykseen liittyvistä riskeistä.

2.8 Analyysia vuokra-asuntosijoitusalan toimijoista ja alan kehityksestä

Noin kolmasosa koko asuntokannasta Suomessa on vuokra-asuntoja. Niistä noin puolet on ollut perinteisesti tuettuja vuokra-asuntoja. Yksityishenkilöt ovat olleet Suomessa perinteisesti keskeinen toimija vuokramarkkinoilla. Vuokra-asuntosijoitusala on monipuolistunut uusien toimijoiden mukaantulon myötä. Jokaisella toimijaryhmällä on omanlaisensa toimintatavat ja tavoitteet, vaikka asuntosijoittamisen keskeiset tekijät, kuten pääoman tarve, ovat kaikille yhteisiä. 2010-luvun ilmiöitä vuokra-asuntosijoitusalalla ovat esimerkiksi asuntorahastot ja työeläkeyhtiöiden asuntosijoituksia koskeva määräaikaislaki, jotka ovat välineitä, jolla pääomia voidaan tehokkaasti ohjata asuntosijoituksiin. Aiemmin institutionaalisille sijoittajille suunnattujen kiinteistörahastojen rinnalle kehitettyjen avointen asuntoihin sijoittavien rahastojen vastaanotto kotitalouksien keskuudessa on ollut vilkasta. Avoimet asuntorahastot ovat mobilisoineet kotitalouksien varallisuutta asuntomarkkinoille, kun institutionaalisille suunnattu rahastomarkkina on koettu kyllästetyksi. (Kuusenaho, 2015). Ne ovat mahdollistaneet epäsuoran asuntosijoittamisen pienilläkin summilla. Lisäksi asuntosijoittamisen vaihtoehtojen markkinointi on lisännyt yleistä tietoisuutta asunnoista sijoituskohteena.

Kiinteistösijoittamisen tulos muodostuu vuokraustoiminnan nettotuotosta ja kiinteistön arvonnoususta. Asunnon vuokratuotosta vähennettävien kulujen suuruuteen vaikuttavat rahoituskustannukset, eli yleinen korkotaso, ja asunnon hoitokulut kuten vastikkeet ja remontointikustannukset. Kiinteistösijoitusyhtiön osalta liiketoiminnan kustannuksiin lukeutuvat lisäksi yhtiön henkilöstö- ja hallintokulut. Perusperiaatteisiin kuuluu, että vuokratulokomponentti on vakaa ja arvonmuutos on riskillinen tuottokomponentti. (Kaleva ym., 2017). Asunnon hyvä vuokrattavuus eli vakaa kysyntä on keskeistä vakaan vuokratuoton ja riskienhallinnan kannalta. Asuntojen arvonmuutokseen liittyvien riskien hallitsemiseksi käytännössä katsoen kaikki sijoittajatahot ovat viime aikoina olleet kiinnostuneita samantyyppisistä vuokra-asunnoista – pienistä asunnoista työpaikkojen ja hyvien liikenneyhteyksien lähellä, mikä on kiristänyt kilpailua osalla markkinaa.

Uutta tilanteessa on piensijoittajien ja tavallisten yksityishenkilöiden tuottohakuisuus. Kun määräaikaistalletusten korot ovat painuneet lähes nollaan, monet suomalaiset kotitaloudet, jotka tyypillisesti ovat pitäneet säästönsä pankkitileillä, ovat lähteneet joukoittain asuntosijoittajiksi ja vuokranantajiksi. Asuntosijoittaminen on koettu yhdeksi pitkäaikaissäästämisen muodoksi. Korkoympäristön muutoksen ohella keskeisiä muutosajureja ovat suomalaisten vaurastuminen ja se, että yhä useammalle kotitaloudelle kertynyt varallisuus etsii tuottavaa sijoituskohdetta.

Asuntosijoittamisen kasvanut suosio kotitalouksien joukossa on herättänyt keskustelua riskeistä ja siitä, mihin suuntaan vuokramarkkinat ovat menossa, jos asuntojen kysyntä kääntyy kotitalouksien kysynnän varaan ja sijoittajien joukossa on paljon vuokramarkkinoilla kokemattomia yksityishenkilöitä. Aiemmissa selvityksissä on havaittu, että kotitaloudet ovat tyypillisesti pitkäjänteisiä vuokranantajina. Toisaalta muiden omaisuuslajien alalla sijoituskäyttäytymisestä tehtyjen tutkimusten perusteella tiedetään kotitalouksien välttelevän tappioiden realisoimista eli myymästä sijoituksiaan alle hankintahinnan. (esim. Odean, 1998). On siten todennäköistä, etteivät kotitaloudet ala laajamittaisesti myydä sijoitusasuntojaan, jos

asuntojen hinnoissa tapahtuu käänne alaspäin, mutta tappioiden realisoituminen voisi kuitenkin vähentää uusien intoa ryhtyä asuntosijoittajaksi.

Yksityissijoittajien asuntosijoitusbuumin aiheuttama mahdollinen riski on kuitenkin kahtalainen. Ensimmäinen muodostuu siitä, miten hyvin kotitaloudet ovat ymmärtäneet sijoittamisen mekanismit. Toinen riskitekijä liittyy sijoitusbuumin ulkoisvaikutukseen ja siihen, mitä kotitalouksien sijoitusvirrat asuntomarkkinoille tarkoittavat muille toimijoille. Ensin mainittuun liittyy yhtenä seikkana se, että matalan korkotason vuoksi sijoitusasunnon ostamiseen on saanut halvalla pankista lainaa. Jos vuokranantaja ei ole laskenut riittävästi taloudellista puskuria mahdollisille tyhjille kuukausille tai remonteille, lainakulujen kattaminen voi muodostua riskiksi vuokraustoiminnalle. Pelivaran vaatimus kasvaa, kun lainan korko nousee. Toinen seikka liittyy uudiskohteiden rahoitusmalleihin, jotka saattavat hämärtää asunnon ostajan käsityksen kokonaiskustannuksista. Hinnoittelulla uuden vuokra-asunnon hankinta on tehty helpoksi ja vähemmän sijoituspääomaa vaativaksi, kun aiempaa suurempi osa siitä voidaan kattaa yhtiölainaosuudella ja mahdollisesti vielä erillisellä tonttivuokralla.

Ulkoisvaikutuksia syntyy, kun yksityissijoittajien toimet vuokra-asuntomarkkinoilla vaikuttavat hintoihin, vuokriin tai tuottoihin, joita muiden sijoittajien on mahdollista saavuttaa. Tämä on mahdollista, kun yksityissijoittajien määrä markkinoilla on suuri. Vaikka osa asuntosijoittajista rahoittaa vuokra-asunnon hankintansa velkarahalla, liikkeellä on myös niitä yksityishenkilöitä, jotka ostavat asuntoja talletustileillä olleilla varoillaan. Tällaisilla ilman velkavipua toimivilla sijoittajilla, jotka vertaavat vuokra-asuntosijoittamisen tuottoa korkosijoituksiin, tuottovaade on matalampi kuin muilla sijoittajilla, mikä voi painaa tuottoja alaspäin koko markkinalla. Silloin velkarahalla toimivat sijoittajat eivät välttämättä saa vuokra-asuntosijoituksistaan tavoittelemaansa tuottoa, ja eivät pysty toimimaan kannattavasti markkinoilla.

Uusien toimijoiden tulo markkinoille kuitenkin kokonaisuudessaan parantaa markkinoiden toimintaa. Kauppa on aiempaa vilkkaampaa, ja vuokramarkkinoiden laaja-alaisempi sijoittajakenttä pienentää riskiä yksittäisen toimijan vetäytymisestä. Tämä kysymys on ajankohtainen erityisesti nykyisessä markkinatilanteessa, kun kiinteistösijoitukset ovat vetäneet pääomaa puoleensa muista sijoituskohteista. Kiinteistöjen tuotto-odotukset ovat olleet verrattain houkuttelevia ja toisaalta kiinteistösijoituksiin saatava velkaraha on ollut halpaa. Kun korot ovat olleet pitkään poikkeuksellisen matalia, globaalisti on tapahtunut valtava pääomien siirtyminen kiinteistömarkkinoille. Kun korot jossain vaiheessa nousevat, osa sijoittajista voi tuottojen perässä siirtyä nopeasti muihin sijoituskohteisiin.

Kotitalouksien kysyntä asuntomarkkinoilla vakauttaa tarjontaa, sillä ne ovat perinteisesti olleet pitkäjänteisiä vuokranantajia. Myös tietyt institutionaaliset sijoittajat ovat vuokra-asuntosijoitusalalla mukana pitkäjänteisesti. Kaikkein herkimpiä vetäytymään ovat todennäköisimmin ulkomaiset sijoittajat, jotka ovat tulleet tuoton perässä Suomen asuntomarkkinoille ja joilla ei ole paikallista intressiä toimia täällä. Osa korko- ja joukkolainamarkkinoilta kiinteistöihin virranneesta pääomasta saattaa kääntyä takaisin korkojen ja suhteellisten arvostustasojen muuttuessa. Sijoittajien kysyntätilanteet voivat olla voimakkaita varsinkin pienemmillä paikkakunnilla. Uusien toimijoiden myötä parantunut markkinoiden likviditeetti kuitenkin ainakin teoriassa lisää Suomen asuntomarkkinoiden kiinnostavuutta sijoituskohteena, esimerkiksi valtiollisten sijoitusrahastojen kysyntää (engl. *sovereign wealth fund*). Nyt jo on nähty isoja vuokra-asuntojen salkkukauppoja toimijoiden välillä.

3 KYSYNTÄ JA TARJONTA VUOKRA-ASUNTOMARKKINOILLA

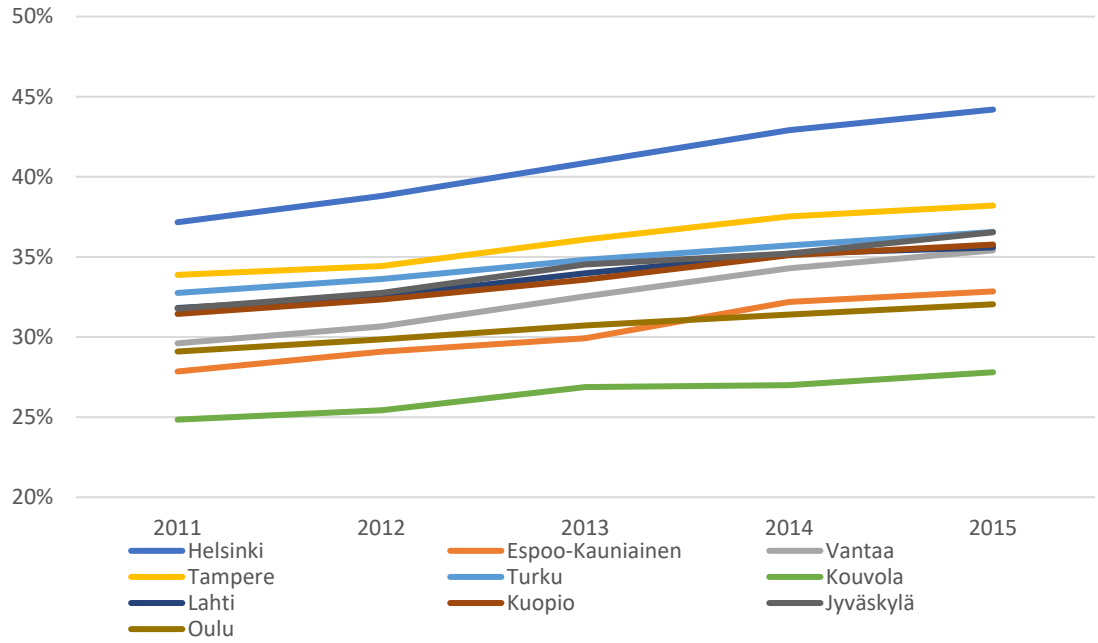
Tässä osassa tarkastellaan vuokra-asuntojen kysyntä- ja tarjontatilannetta alueellisesti. Katsauksessa tarkastellaan tilastotietojen avulla vuokra-asuntojen kysyntää ja sitä, miten tarjonta vastaa kysyntään. Tarkasteluun on valittu Suomen kymmenen suurinta kaupunkia: Helsinki, Espoo, Tampere, Vantaa, Oulu, Turku, Jyväskylä, Lahti, Kuopio ja Kouvola.

3.1 Vuokrien kehitys, asuntojen hinnat ja kysyntätekijät

Vuokrat ja asuntojen hinnat ovat nousseet kotitalouksien tuloja nopeammin viime vuosina. Asuntojen tarjonnan ollessa hitaasti sopeutuvaa tulojen nousu nostaa hintoja ja vuokria. Viime vuosina talouden hidas kehitys ja epävarmuus ovat lisänneet kysyntää vuokra-asuntomarkkinoilla, ja vuokrien nousu on ollut nopeaa. Neliövuokrat ovat korkeampia pienissä asunnoissa, mutta vuokrien nousu on ollut viime vuosina nopeaa myös kolmioissa ja suuremmissa asunnoissa.

ARA-vuokrat ovat nousseet lähes samaa tahtia vapaarahoitteisten vuokrien kanssa. Tilastokeskuksen tietojen mukaan vuosina 2011–2016 vapaarahoitteiset vuokrat nousivat keskimäärin 18 % ja ARA-vuokrat keskimäärin 15 % koko Suomen tasolla tarkasteltuna. (Tilastokeskus, 2016) Pääkaupunkiseudulla vapaarahoitteisten vuokrien nousu on selvästi nopeampaa kuin ARA-vuokrien, mutta muualla maassa ARA-vuokrien nousu on ollut jopa hieman vapaarahoitteisia nopeampaa.

Kaikissa kymmenessä suurimmassa kaupungissa vapaarahoitteiset vuokrat ovat nousseet tuloja nopeammin. Kuviossa 3.1 on esitetty vapaarahoitteisten vuokrien suhde ekvivalentteihin käytettävissä oleviin tuloihin. Helsingissä vuokrat ovat selvästi korkeampia suhteessa tuloihin kuin muissa kaupungeissa. Käytettävissä olevien tulojen kehitys on ollut vahvinta pääkaupunkiseudulla, ja tulotaso on Helsingissä keskimäärin korkeampi kuin muualla Suomessa (Kuvio liitteessä). Tulotason alueelliset erot ovat kuitenkin pienempiä kuin asuntojen hintojen ja vuokrien alueellinen vaihtelu.



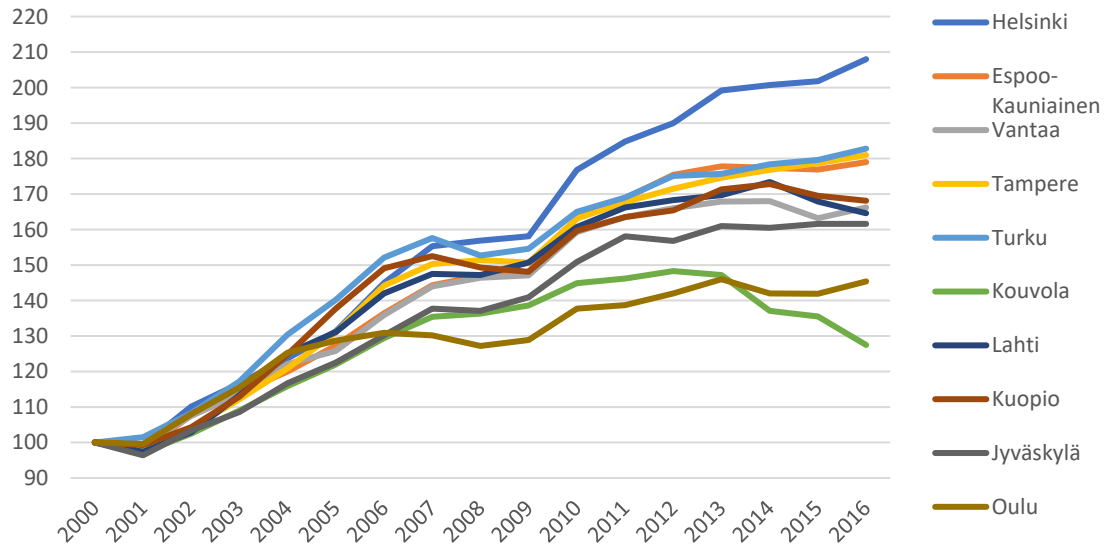
Kuvio 3.1 Vapaarahoitteisten vuokrien (50 m² asunto) suhde asuntokuntien ekvivalentteihin käytettävissä oleviin mediaanituloihin vuosina 2011-2015. Lähde: Tilastokeskus, Tulonjaon kokonaistilasto, Asuntojen vuokrat.

Tulojen kasvu on hidastunut selvästi 2010-luvulla. 2010-luvulla tulotaso on pysynyt lähes muuttumattomana.9 Asuntojen hintojen ja vuokrien nousu on kuitenkin jatkunut. Samalla asumistukimenojen kasvu on kiihtynyt voimakkaasti. Vuonna 2015 yleistä asumistukea maksettiin 917 milj. euroa, mikä oli lähes neljännes enemmän kuin edellisenä vuonna (Kela 2016). Etenkin työttömien määrän kasvu on todennäköisesti lisännyt asumistuen saajien määrää (Honkanen 2017).

Myös asuntojen hinnat ovat Helsingissä korkeampia suhteessa tuloihin kuin muualla. Tarkastelluista kaupungeista lisäksi Espoossa, Tampereella, Turussa ja Oulussa hintojen nousu suhteessa tulokehitykseen on ollut viime vuosina nopeaa. Hintojen nousuvauhti on huomattavan eriytynyttä pääkaupunkiseudun ja muun Suomen välillä (Kuvio 3.2). Etenkin vuoden 2009 notkahduksen jälkeen hintojen eriytyminen on ollut merkittävää. Hintojen erkaantumiseen voi vaikuttaa finanssikriisin myötä lisääntynyt taloudellinen epävarmuus, joka on vähentänyt asuntokaupan määrää sekä kohdentanut kysyntää alueille, joilla asuntojen arvonnousua pidetään varmempana.

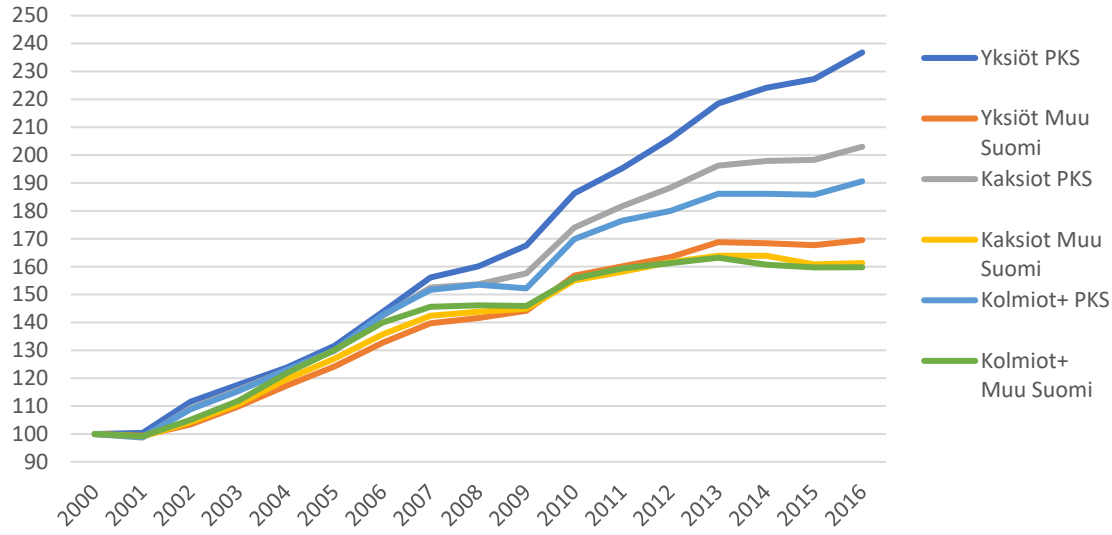
Hitainta hintojen nousu on ollut Kouvolassa ja Oulussa. Oulussa hintojen hitaaseen nousuun voi vaikuttaa maankäyttöpolitiikka, joka on mahdollistanut melko joustavan asuntotarjonnan (Oikarinen 2015). Oulussa asuntotuotanto on ollut väestönkasvuun nähden runsasta. Kouvolassa taas hintojen hidas kasvu ja kääntyminen laskuun on seurausta väestön vähenemisen aiheuttamasta vähäisestä asuntokysynnästä.

[9] Tilastokeskuksen tulonjaon kokonaistilasto ei sisällä valtaosaa korkotuloista eikä kotitalouksien välisiä saatuja ja maksettuja tulonsiirtoja (mm. elatusmaksuja). Myöskään kiinteistöveroa ei ole vähennetty tulonjaon kokonaistilastossa.



Kuvio 3.2 Vanhojen kerrostaloasuntojen hinnat, 2000=100. Lähde: Tilastokeskus, Osakeasuntojen hinnat.

Hintojen nousu on ollut kaikkien asuntotyyppien osalta nopeinta Helsingissä. Helsingin vaikutus näkyy selvästi myös koko pääkaupunkiseudun hintojen kehityksessä. Hintojen nousu on ollut huomattavan nopeaa myös Espoossa, Turussa ja Tampereella. Etenkin yksiöiden neliöhinnat ovat nousseet nopeasti. (Kuvio 3.3)



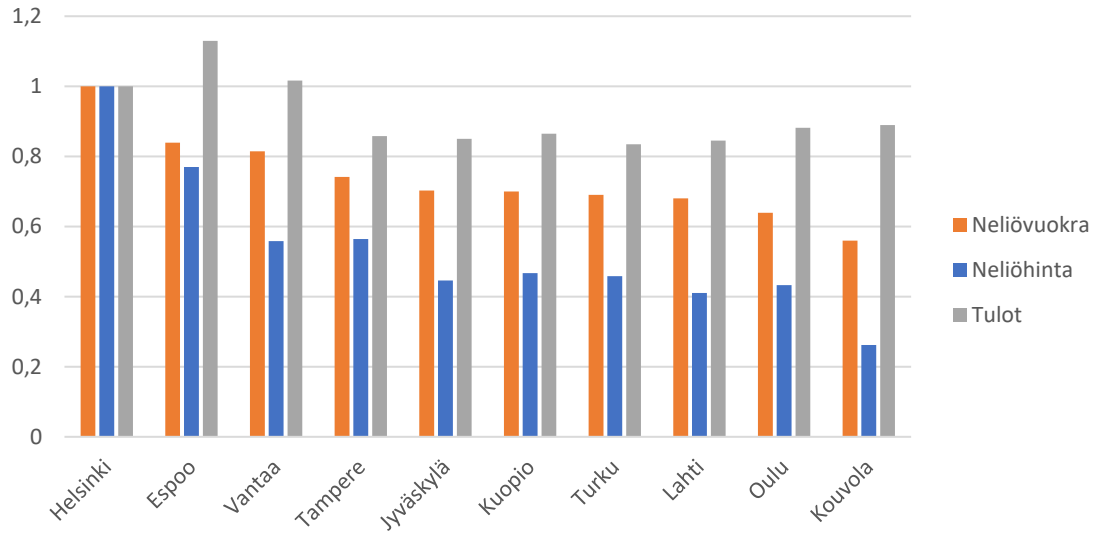
Kuvio 3.3. Vanhojen kerrostaloasuntojen hinnat huoneluvun mukaan, 2000=100. Lähde: Tilastokeskus, Osakeasuntojen hinnat.

Asuntojen hinnat määräytyvät kysynnän ja tarjonnan mukaan. Lyhyellä aikavälillä asuntotarjonta on kuitenkin hyvin jäykkää, minkä vuoksi kysynnän muutoksilla on suuri vaikutus hintoihin. Mitä jäykempää tarjonta on, sitä voimakkaammin kysynnän muutokset nostavat hintoja (Glaeser ym. 2008). Vuokrien kehitys on huomattavasti vähemmän suhdannealtista.

Edellä tilastoista havaittu asuntojen hintojen ja vuokrien ripeä nousu kertoo kysynnän ja tarjonnan epätasapainosta ja tarjonnan jäykkyydestä.

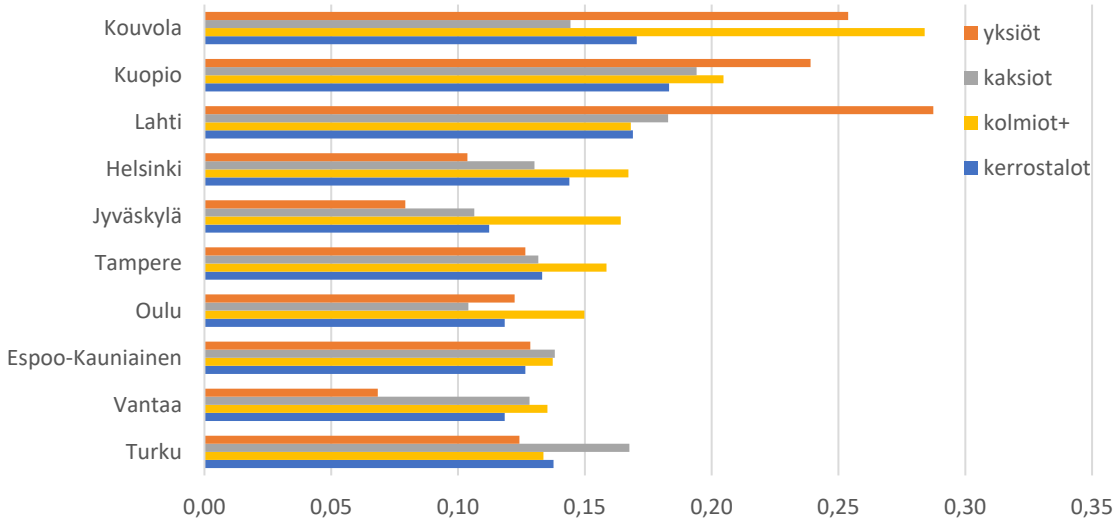
Tutkimuskirjallisuus osoittaa, että asuntojen tarjonnan rajoittaminen nostaa asuntojen hintoja (ks. esim. Glaeser ym. 2008; Olsen 1969; Quigley ja Raphael 2005; Oikarinen 2015). Vuokrien suhteellisen korkea taso hintoihin verrattuna kertoo osaltaan vuokra-asuntojen korkeasta kysynnästä. Talouden suhdannetilanteesta johtuva epävarmuus on saattanut siirtää kysyntää vuokra-asuntomarkkinoille. Tuloihin liittyvän epävarmuuden lisääntymisen on tutkimuskirjallisuudessa havaittu lisäävän vuokra-asumisen suosiota (esim. Diaz-Serrano 2005; Robst ym. 1999). Esimerkiksi ensiasunnon ostajien määrä laski voimakkaasti vuosina 2012 ja 2013, eikä se ole palannut 2000-luvun alkupuolen tasolle (Suomen virallinen tilasto (SVT) 2016).

Alueelliset erot hinnoissa ja vuokrissa tarkoittavat asuntosijoittajan kannalta sitä, että odotettavissa oleva vuokratuotto eri kaupungeissa vaihtelee. Kuviossa 3.4 nähdään, että kaupungeissa, joissa asuntojen hinnat ovat selvästi pienempiä kuin Helsingissä, vuokrataso ei kuitenkaan ole vastaavassa suhteessa pienempi. Tästä syystä asuntosijoituksesta saatava vuokratuotto voi olla muissa kaupungeissa huomattavasti parempi. Toisaalta arvonnousun, asuntosijoituksen likviditeetin eli myytävyyden ja vuokralaisten saatavuuden kannalta Helsinki voi olla asuntosijoittajalle houkutteleva kohde.



Kuvio 3.4. Asuntojen hinnat, vuokrat ja asuntokunnan tulot suhteessa Helsinkiin vuonna 2015. Lähde: Tilastokeskus, Tulonjaon kokonaistilasto, Asuntojen vuokrat, Osakeasuntojen hinnat.

Asuntojen hintakehityksen vaihtelu, eli varianssi, on ollut pieni kaupungeissa, joissa kysyntä asuntomarkkinoilla on tasaista. Pienissä kaupungeissa yksittäisillä tapahtumilla, kuten työllisyysshokeilla, voi olla suuri vaikutus hintakehitykseen. Hintojen voimakas vaihtelu lisää asuntosijoittamiseen liittyvää riskiä. Kuviossa 3.5 nähdään, että tarkastelukaupungeissa varianssi on ollut huoneluvun mukaan keskimäärin suurinta kolmioissa ja suuremmissa asunnoissa. Lahdessa, Kouvolassa ja Kuopiossa yksiöiden hintojen vaihtelu on ollut huomattavasti suurempaa kuin muissa tarkastelukaupungeissa.



Kuvio 3.5 Vanhojen kerrostaloasuntojen hintakehityksen varianssi vuosina 2000-2016. Lähde: Tilastokeskus, Osakeasuntojen hinnat.

Alueellisilla kehitystekijöillä on vaikutusta asuntosijoituksen tuottoon ja riskiin. Asuntojen kysyntään vaikuttaa ensisijaisesti väestön kehitys. Väestönlisäys kasvattaa asuntokysyntää ja väestön väheneminen puolestaan supistaa sitä. Kasvavan väestön alueilla kysyntä on tasaista ja riskit pienemmät.

Suomessa väestönkasvu painottuu entistä enemmän pääkaupunkiseudulle ja suurimpiin kaupunkeihin. Vuonna 2015 Suomen kymmenessä suurimassa kaupungissa asui noin 40 % väestöstä. Väestönkasvu on ollut tarkasteltavien kaupunkien osalta nopeinta Espoossa, Oulussa ja Vantaalla (Kuvio liitteissä). Määrällisesti väestönlisäys on suurinta Helsingissä. Vain Kouvolassa väestön kasvu on negatiivista, mikä johtuu sekä luonnollisesta väestönmuutoksesta että negatiivisesta nettomuutosta.

Väestörakenne vaikuttaa siihen, millaisiin asuntoihin ja minne kysyntä kohdistuu. Kaupungistuminen ja väestön ikääntyminen ovat lisänneet yksin asumista ja pienentäneet asuntokuntien keskikokoa. Nettomuutto kasvattaa varsinkin yliopistokaupunkeja, joihin muuttaa paljon nuoria ja opiskelijoita. Vuosina 2010–2016 kuntien välinen nettomuutto on ollut selvästi suurinta Helsingissä ja Tampereella. (Kuvio liitteissä)

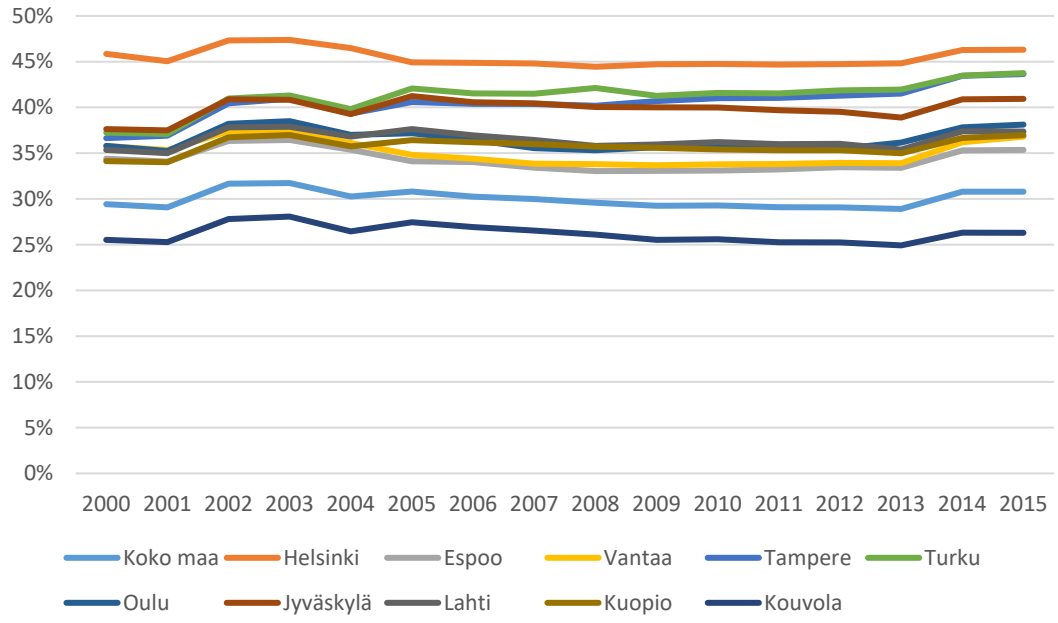
Nuorten aikuisten tulomuutto kasvattaa etenkin yhden hengen kotitalouksien määrää ja lisää vuokra-asuntojen kysyntää. Kaikissa tarkastelukaupungeissa opiskelijoita on moninkertaisesti opiskelija-asuntojen määrään nähden, joten suuri opiskelijoiden määrä ylläpitää myös vapaarahoitteisten vuokra-asuntojen kysyntää (Taulukko liitteissä). Kuntien välisen muuton lisäksi maahanmuuton lisääntyminen kasvattaa etenkin pääkaupunkiseudun väestönkasvua ja vuokra-asuntojen kysyntää (Holappa ym. 2016).

Koko maan tasolla tarkasteltuna yhden ja kahden hengen asuntokuntien määrä on kasvanut ja suurempien asuntokuntien määrä vähentynyt. (Kuvio liitteissä) Muutosta ajaa etenkin ikääntyneiden määrän kasvu ja nuorten yleistynyt yksin asuminen (Nikander ja Pietiläinen 2015). Vuonna 2015 koko maassa oli noin 1,1 miljoonaa yksin asuvaa, mikä on noin viidesosa koko väestöstä (Suomen virallinen tilasto (SVT) 2016). Turussa, Tampereella, Helsingissä ja Lahdessa yksin asuvat muodostavat yli neljäsosan asuntoväestöstä ja noin puolet asuntokunnista. Esimerkiksi Helsingissä yksin asuvia oli vuonna 2015 lähes 155 000 (Suomen virallinen tilasto (SVT) 2016a.)

Väestön ja aluerakenteen muutokset ovat tekijöitä, jotka ovat viime aikoina ohjanneet asuntomarkkinoiden kehitystä eniten, erityisesti tarkasteltaessa uudisasuntotuotantoa. Myös lähitulevaisuudessa asuntojen kysyntä painottuu ennen kaikkea kasvaville alueille, mikä vaikuttaa siihen, missä asuntoja rakennetaan ja miten hinnat kehittyvät eri alueilla.

3.2 Vuokra-asuntojen tarjonta alueellisesti ja hallintamuodoittain

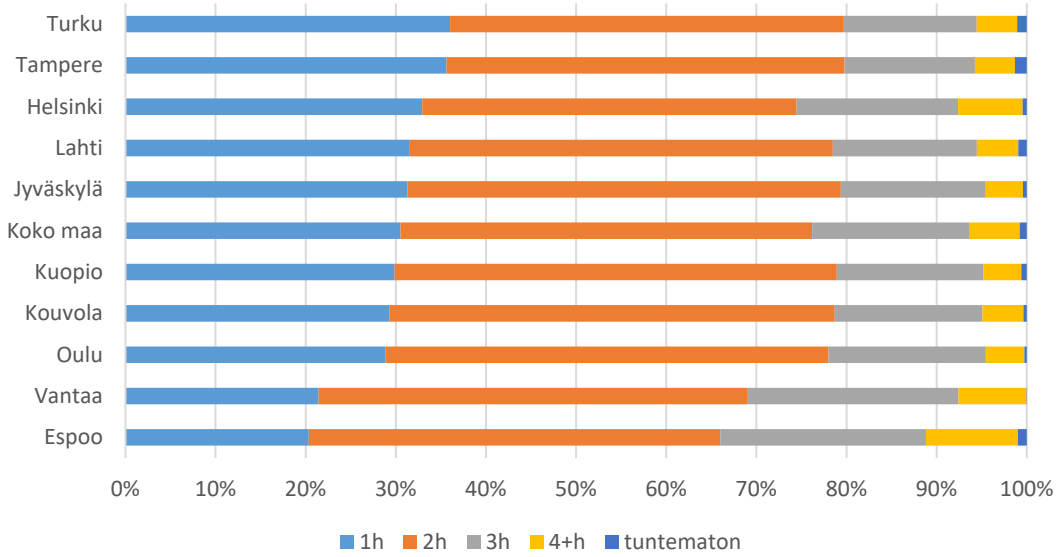
Vuokra-asunnossa asuvan asuntoväestön osuus on pysynyt 2000-luvulla melko muuttumattomana tarkastelukaupunkien ja koko maan osalta. Väestöstä keskimäärin neljäsosa asuu vuokra-asunnossa ja noin 70 prosenttia omistusasunnossa. Väestöstä noin 10 % asuu ARA-vuokra-asunnossa ja noin 15 % muussa vuokra-asunnossa. Suurissa kaupungeissa vuokralla asuvien osuus on huomattavasti koko maan keskiarvoa korkeampi. Vuokra-asuntojen osuus asuntokannasta on pysynyt 2000-luvulla melko muuttumattomana (Kuvio 3.6). Tarkastelukaupungeista vain Tampereella ja Turussa vuokra-asuntojen osuus on kasvanut merkittävästi vuosina 2000–2015 (n. 7 prosenttiyksikköä). Osuus on korkein Helsingissä, missä vuokra-asunnot muodostavat noin 45 % asuntokannasta. Koko maan tasolla asuntokannasta noin kolmasosa on vuokra-asuntoja.



Kuvio 3.6 Vuokra-asuntojen osuus asuntokannasta kaupungeittain. Lähde: Tilastokeskus.

Vuokra-asunnoista suurin osa on kaksioita (noin 45 %) ja yksiöitä (noin 30 %) (Kuvio 3.7). Vuokra-asunnot ovat keskimäärin huomattavasti pienempiä kuin omistusasunnot. Koko asuntokannasta yksiöitä on 15 % ja kaksioita 30 %. Kolmioista vain neljäsosa on vuokra-asuntoja ja sitä suuremmista asunnoista vuokra-asuntoja on vain noin viisi prosenttia. Yksiöiden osuus vuokra-asunnoista on suurin Turussa, Tampereella ja Helsingissä. Kolmioiden

ja sitä suurempien vuokra-asuntojen osuus taas on suurin Espoossa ja Vantaalla.

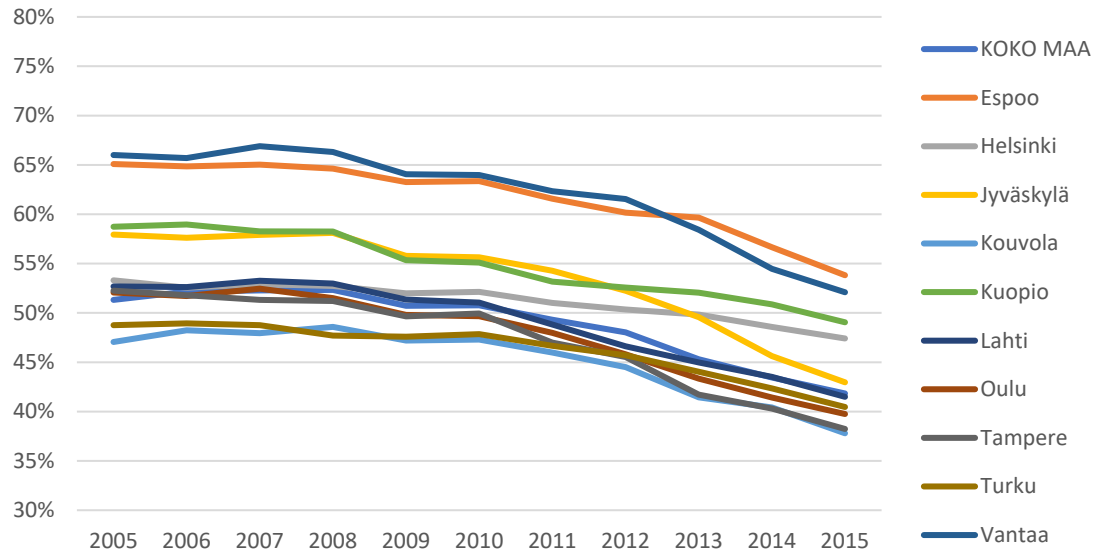


Kuvio 3.7 Vuokra-asuntojen jakautuminen huoneluvun mukaan vuonna 2015. Lähde: Tilastokeskus.

ARA-vuokra-asuntojen määrä on koko maan tasolla ollut laskussa 2000-luvulla. Samaan aikaan kuitenkin vapaarahoitteisten vuokra-asuntojen tarjonta on kasvanut. Näin ollen ARA-vuokra-asunnossa asuvien osuus kaikista vuokralla asuvista on laskenut vuosien 2005–2015 aikana noin 50 prosentista 40 prosenttiin (Kuvio 3.). ARA-asunnoissa asuu suhteellisesti eniten asukkaita Vantaalla ja Espoossa.

Suurimmassa osassa maata ongelmana ovat tyhjät ARA-asunnot, kun taas erityisesti pääkaupunkiseudulla niiden kysyntä ylittää tarjonnan. Pienillä ja väestöltään vähenevillä paikkakunnilla vajaakäytössä olevat asunnot aiheuttavat kuluja, mikä lisää tarvetta nostaa vuokria, joskin mahdollisuus vuokrien tasaamiseen lievittää nostopainetta. Vuokrien nousu voi puolestaan vähentää ARA-asuntojen houkuttelevuutta, mikä edelleen lisää vajaakäyttöä. ARA-vuokrat voivat pienillä paikkakunnilla olla vapaarahoitteisia korkeampia. Koko maan tasolla ylitarjontaa on jopa kolmessa neljäsosassa kunnista.

Suurimmissa kaupungeissa jonot ARA-asuntoihin ovat pitkiä eikä ARA-tuotanto ole yltänyt kaupunkien asuntotuotannon tavoitteisiin. Kaupunkien oman asuntotuotannon merkitys on säännellyn tuotannon kannalta suuri. Tuotantoa ei ole kuitenkaan kyetty laajentamaan tavoitteiden mukaisesti. Nykyisenlaiset lainaehdot sekä lainoihin liittyvät käyttö- ja luovutusrajoitukset eivät kannusta muita toimijoita tuottamaan säänneltyjä vuokra-asuntoja. Myös tonttien saatavuus on usein mainittu tuotannon laajentamisen esteeksi. Näitä kysymyksiä tarkastellaan lähemmin luvussa 8, jossa raportoidaan vuokrasijoitusalan toimijoiden haastattelujet.



Kuvio 3.8 Arava tai korkotukivuokra-asunnossa asuvien osuus vuokra-asunnossa asuvasta väestöstä vuosina 2005-2015. Lähde: Tilastokeskus, Asunnot ja asuinolot

Tarkasteltavissa kaupungeissa kunnan ARA-asuntoja on tyhjillään vähän. Oulussa ja Kouvolassa on ARA:n (2017b) mukaan lievää ylitarjontaa ARA-vuokra-asunnoista, pääkaupunkiseudulla ja Kuopiossa ARA-asuntojen markkinatilanne on kireä tai melko kireä ja muissa tarkastelukaupungeissa tasapainoinen. Käyttöasteet ovat kaikissa tarkastelukaupungeissa lähellä sataa prosenttia ja asukkaiden vuosittainen vaihtuvuus on keskimäärin noin 20 prosenttia. Korkeinta vaihtuvuus on Oulussa (n. 30 %) ja matalinta Helsingissä (n. 10 %).

Helsingissä oli vuoden 2016 lopussa 20 200 hakijaa jonossa ARA-vuokra-asuntoihin. Hakijoista 37 % oli erittäin kiireellisiä ja 59 % yhden hengen talouksia. Pääkaupunkiseudulla jonossa oli kokonaisuudessaan 36 260, Tampereella 5 098, Jyväskylässä 4 817 ja Turussa 3 944 hakijaa. ARA-asunnon hakijoista erittäin kiireellisesti asunnon tarvitsevien osuus on selvästi suurin pääkaupunkiseudulla, jossa asuntomarkkinoiden tilanne on kireä. Helsingissä ja Espoossa erittäin kiireellisiä hakijoita on noin puolet, Vantaalla kolmasosa ja muissa kaupungeissa vähemmän. Kaikissa tarkastelukaupungeissa yli puolet hakijoista on yhden hengen kotitalouksia. Hakijoiden suuri määrä suhteessa asukasvaihtuvuuteen tarkoittaa sitä, että kysyntä kohdistuu paljolti myös yksityiselle sektorille. Vapaarahoitteisten vuokra-asuntojen tarjonnan lisääntyminen on parantanut tilannetta vuokramarkkinoilla.

3.3 Kysynnän ja tarjonnan tulevaisuuden näkymät

Tässä osiossa tarkastellaan kysynnän kehitystä tulevaisuudessa asuntotuotannon tarpeen ennusteen mukaan sekä nykyisiä ja toteutuneita asuntotuotannon määriä. Kysynnän kehityksen arvioinnin perusteena on väestöennusteeseen perustuvat skenaariot erilaisista väestökehityksistä pitkällä aikavälillä. Asuntotarjonnan kehityksen arvioinnin taustalla on kysyntään perustuneet arviot asuntotuotannon tavoitemääristä sekä aiemmin syntyneen asuntovajeen täyttäminen uudistuotannolla.

Asuntokysynnän tuleva kehitys

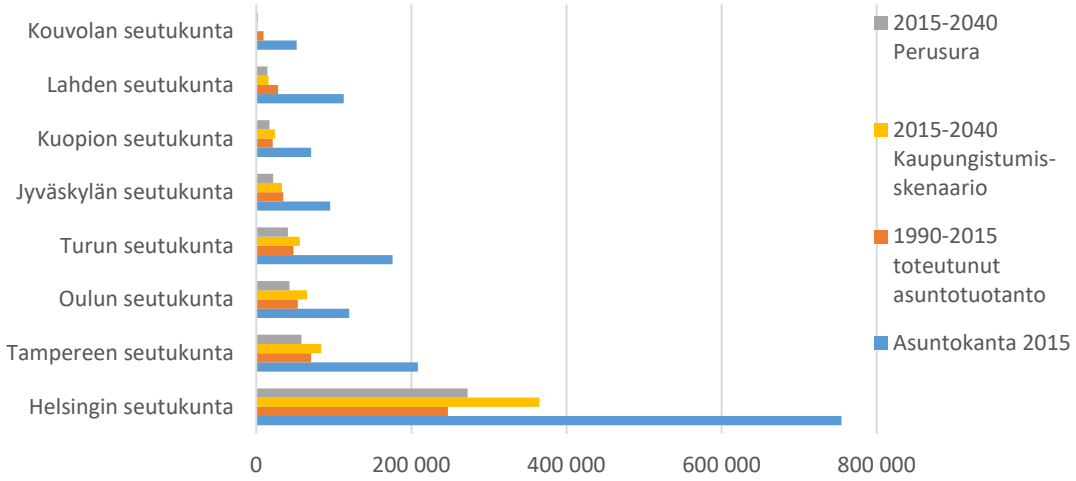
Teknologian tutkimuskeskus VTT Oy (VTT) tekee laskelmia vuotuisesta asuntotuotannon tarpeesta neljäntoista suurimman kaupunkiseudun osalta. Laskelmassa on otettu huomioon

väestönkehitys, muuttoliike, perhekoon muutokset ja asuntotarjonta. Malli on kehitetty asuntotuotannon tarpeen ennakointia varten. VTT päivittää laskelmaa viiden vuoden välein. (Vainio 2016.)

Vuotuinen arvio vuosille 2015–2040 asuntotuotannon kokonaistarpeesta on VTT:n vuonna 2016 julkaiseman laskelman mukaan noin 25 000–30 000 asuntoa riippuen koko maan alueellisesta väestönkehityksestä. VTT:n perusuran laskelma, 25 000 asuntoa, perustuu Tilastokeskuksen syksyn 2015 alueelliseen väestöennusteeseen. Kaupungistumisskenaariossa, 30 000 asuntoa, väestön oletetaan kasvavan yhtä nopeasti kuin Tilastokeskuksen väestöennusteessa, mutta väestö keskittyy enemmän kaupunkeihin. Tämä lisää asuntotuotannon tarvetta, sillä suurimpien kaupunkien ulkopuolella asuntojen käyttöaste on pienempi eikä asuntojen uudistuotannolle ole vastaavaa tarvetta kuin kasvavissa kaupungeissa. Kaupungistumisskenaarion mukaan tuotannosta jopa 95 % pitäisi kohdistua 14 suurimmalle kaupunkiseudulle.

VTT:n skenaariolaskemissa on laskettu asuntokysynnän ja -tarjonnan epätasapaino. Asuntotarjontaan vaikuttaa olemassa oleva asuntovarauma, eli ei vakituisesti asuttujen asuntojen määrä, sekä rakennusten poistuma. Lisäksi väestörakenteen ja asumispreferenssien muutoksen vuoksi uudistuotannolle voi olla tarvetta, vaikka asuntojen määrän kannalta absoluuttista tarvetta ei olisi (Vainio 2016). Esimerkiksi ikääntyminen ja nuorten aikaisempi muutto lapsuudenkodista muuttavat asumiseen kohdistuvia tarpeita.

Tilastokeskuksen tietojen mukaan asuntotuotanto on koko maan tasolla yltänyt 2000-luvulla kaupungistumisskenaarion mukaiseen tavoitteeseen. Vuosina 2000-2015 Suomessa on valmistunut keskimäärin 31 000 asuntoa vuodessa. VTT:n mukaan toteutunut tuotanto ei kuitenkaan ole sijoittunut tarpeen mukaan, vaan suurissa kaupungeissa tuotanto on jäänyt jälkeen tarpeesta. Helsingissä arvioidaan olevan jopa 20 000 asunnon vaje. Myös Tampereella asuntotuotannon vaje on huomattava. VTT:n kaupungistumisskenaarion mukaan Helsingin, Tampereen, Oulun, Turun ja Kuopion seutukunnassa rakentamisen tarve vuosina 2015–2040 on suurempi kuin vuosina 1990–2015 toteutunut tuotanto. (Kuvio 3.9) Esimerkiksi Helsingin seutukunnassa asuntoja on valmistunut vuosina 1990–2015 keskimäärin 10 000 vuodessa, ja kaupungistumisskenaarion mukainen tarve seuraavan 25 vuoden aikana on noin 15 000 asuntoa vuodessa.



Kuvio 3.9. Toteutunut asuntotuotanto ja VTT:n laskelmien mukainen asuntotuotantotarve. Lähde: Vainio 2016.

Kaupungistumisskenaarion mukaan Helsingin seudulle pitäisi rakentaa vuoteen 2040 mennessä liki 50 % lisää asuntoja sen nykyiseen asuntokantaan verrattuna (Taulukko 3.1. Tam-

pereen seudulla asuntoja pitäisi rakentaa 40 % ja Oulun seudulla 55 % suhteessa asuntokantaan. Laskelmissa olevien 14 kaupunkiseudun osalta vain Kouvolan seudulla kaupungistumisskenaario vähentää asuntotarvetta perusuran ennusteeseen verrattuna.

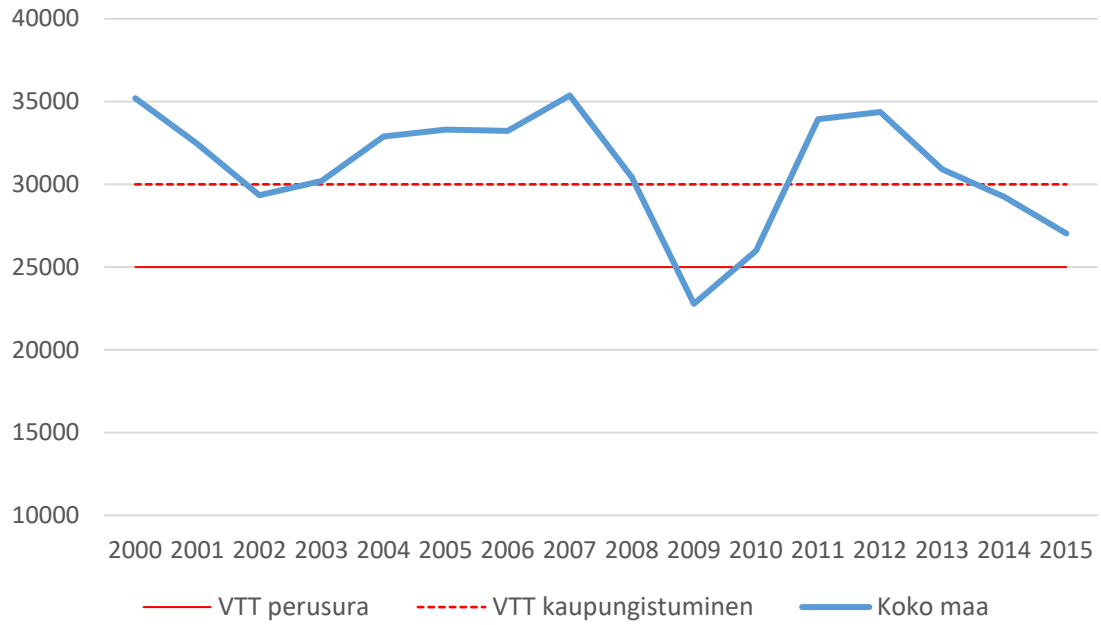
Taulukko 3.1 VTT:n laskelmien mukainen asuntotuotannon tarve suhteessa vuoden 2015 asuntokantaan. Lähde: Vainio 2016.

Asuntotuotannon tarve vuosina 2015-2040 suhteessa asuntokantaan vuonna 2015

	Konservatiivinen skenaario	Kaupungistumisskenaario
MANNER-SUOMI	21 %	26 %
Helsingin seutukunta	36 %	48 %
Tampereen seutukunta	28 %	40 %
Oulun seutukunta	36 %	55 %
Jyväskylän seutukunta	23 %	35 %
Kuopion seutukunta	24 %	34 %
Turun seutukunta	23 %	32 %
Lahden seutukunta	13 %	14 %
Kouvolan seutukunta	4 %	3 %
14 suurta kaupunkiseutua	27 %	37 %

Asuntotuotanto ja sen vastaavuus kysyntään

Kuvio 3.10 on kuvattu koko maassa valmistuneiden asuntojen määrä eri vuosina sekä yllä käsitellyt VTT:n arviot tulevasta vuotuisesta asuntorakentamisen tarpeesta perusskenaariossa ja kaupungistumisskenaariossa. Asuntorakentamisen määrä on vaihdellut huomattavasti vuosittain, ja kuviosta voidaan selvästi nähdä finanssikriisin aiheuttama pudotus valmistuneiden asuntojen määrässä. Talouden suhdannetilanne vaikuttaa myös rakennuslupien ja aloitusten määrään, joten vaikutus valmistuvien asuntojen määrään voi ilmetä viiveellä.

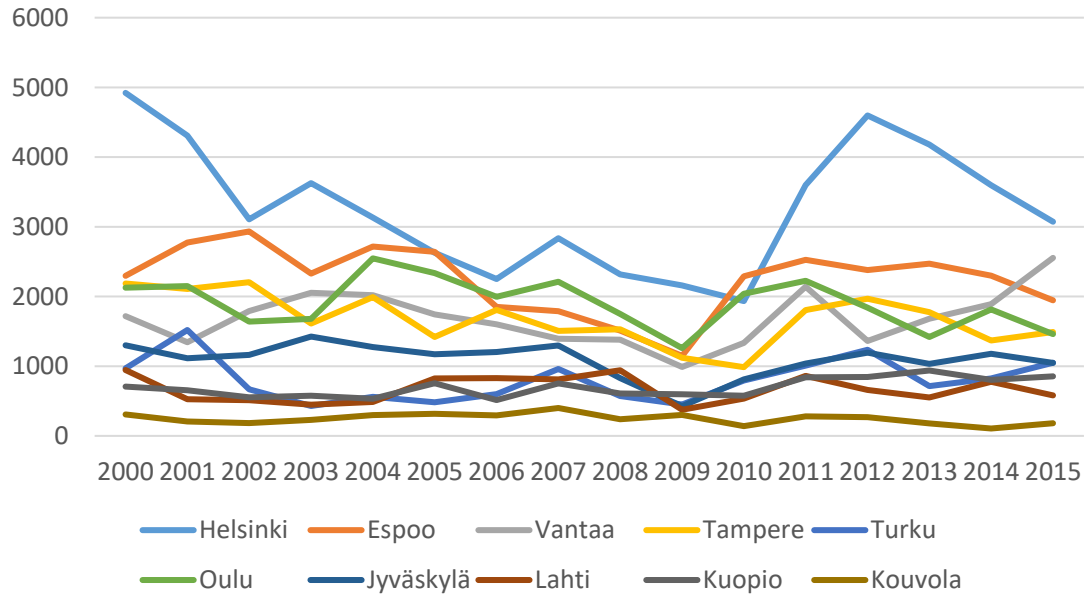


Kuvio 3.10 Vuosina 2000–2015 valmistuneet asunnot ja VTT:n arvio vuotuisesta asuntorakentamisen tarpeesta. Lähde: Tilastokeskus.

Väestön keskittyminen kaupunkeihin on siirtänyt myös uudistuotannon painopistettä suurimpiin kaupunkeihin. (Kuvio 3.11) Toisaalta kuviosta voidaan havaita, kuinka vähäistä rakentaminen on pääkaupunkiseudulla ollut suhteessa muihin kaupunkeihin – Helsingissä asuntotuotanto on useana vuonna ollut samalla tasolla kuin paljon pienemmässä Oulussa. VTT:n arvion mukaan asuntorakentaminen ei ole viime vuosina ollut riittävää varsinkaan suurimmissa kaupungeissa, joten rakentamisen tarve pysyy tulevina vuosina suurena.

Esimerkiksi Helsingissä on arvioitu olevan tällä hetkellä noin 20 000 asunnon vaje (Vainio 2016.) Helsingin asuntotuotanto oli matalalla tasolla etenkin vuosina 2005–2010 (Kuvio 3.11). Vuosina 2012–2014 Helsingin asuntotuotannon ja maankäytön ohjelman asuntotuotannon tavoite oli 5 000 asuntoa vuodessa, mihin Helsinki ei yltänyt yhtenäkään vuotena.[10] Vuosille 2016–2019 solmitun MAL-sopimuksen mukaan Helsingin vuotuinen asuntotuotannon tavoite on keskimäärin 6 000 asuntoa. Asuntotuotanto on siis ollut tavoitteisiin nähden melko vähäistä.

[10] Vuonna 2012 5000 asunnon tavoite toteutui, jos mukaan lasketaan käyttötarkoituksen muutokset.



Kuvio 3.11 Vuosina 2000–2015 valmistuneet asunnot kaupungeittain. Lähde: Tilastokeskus.

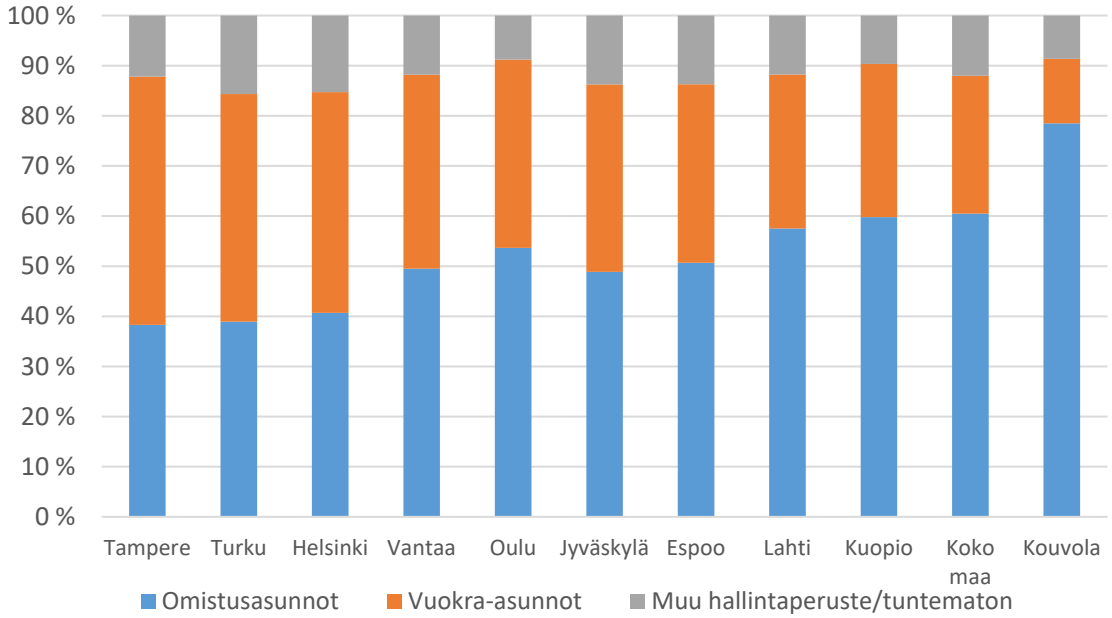
Vuosina 2012 ja 2013 tuotantoa nosti sääntelemättömään tuotantoon kuuluvien lyhyellä korkotuella rakennettujen asuntojen suhteellisen suuri määrä[11]. Helsingin asuntotuotannon tavoitteet ovat jääneet jälkeen erityisesti säännellyn vuokratuotannon ja välimuodon tuotannon osalta[12]. Myös nopeasti kasvavalla Tampereella asuntotuotanto on jäänyt tarpeesta jälkeen. Tampereen kaupunki (2016) arvioi, että vuosina 2008–2015 on muodostunut yhteensä noin 3 500 asunnon vaje. Syynä tavoitteista jäämiseen on pidetty talouden heikkoa suhdannetilannetta, joka on vaikuttanut asuntorakentamiseen koko maassa. Myös Tampereella erityisesti säännellyn asuntotuotannon määrä on jäänyt tavoitteista.

Varsinkin Helsingissä asuntotuotanto suhteessa asuntokuntien määrään on vaihdellut voimakkaasti. Tuotanto on ollut asuntokuntien määrän muutokseen nähden pienintä Tampereella. Toteutunut asuntokuntien määrän muutos ei kuitenkaan kerro koko kuvaa asuntotarpeesta. Kaupungin väestönkasvu vaikuttaa asuntotuotannon tarpeeseen ja määrään, mutta myös asuntotuotannon määrä vaikuttaa väestönkasvuun. Jos asuntoja on vähän tarjolla ja asuntomarkkina on kireä, potentiaalisia muuttajia jää saapumatta.

Vuosina 2000–2015 valmistuneista asunnoista keskimäärin 60 % on omistusasuntoja ja 27 % on vuokra-asuntoja (Kuvio 3.12). Hallintaperuste on pääosin määritelty vain vakituisesti asutuille asunnoille. Vuokra-asuntojen osuus valmistuneista asunnoista on ollut selvästi suurin Tampereella, Turussa ja Helsingissä. Kouvolassa asuntorakentaminen on taas painottunut vahvasti omistusasuntoihin.

[11] Lukeutuvat sääntelemättömään välivuodon tuotantoon Helsingin AM-ohjelmassa. Lisätietoa lyhyestä korkotuesta http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2016/20160574

[12] Välimuodon tuotantoon kuuluvat nuoriso- ja opiskelija-asunnot, Hitas- ja asumisoikeusasunnot.



Kuvio 3.12 Vuosina 2000-2015 valmistuneet asunnot hallintaperusteen mukaan. Lähde: Tilastokeskus.

Uudistuotanto ei kata kaikkea asuntokannan lisäystä. Esimerkiksi asuntokannasta poistuneiden asuntojen[13] kunnostus, kesämökkien muuttaminen pysyvään asumiskäyttöön tai toimistojen muuttaminen asunnoiksi eivät näy uudistuotannossa mutta kasvattavat asuntokantaa. Koko maan tasolla asuntokannan muutos on pienempi kuin uudistuotannon määrä, eli asuntojen poistuma on suurempi kuin uudistuotantoon kuulumaton asuntojen lisäys. Asuntokanta siis kasvaa keskimäärin uudistuotantoa hitaammin. Etenkin suurissa kaupungeissa muu asuntokannan lisäys voi kuitenkin olla merkittävää. Helsingissä asuntokannan kasvu on 2000-luvulla ollut vuosittain keskimäärin noin 250 asuntoa uudistuotantoa suurempaa.

Olemassa oleva asuntovarauma vaikuttaa siihen, miten kysynnän muutokset näkyvät asuntomarkkinoilla. Hyvin toimivilla asuntomarkkinoilla tulisi olla noin 5 % tyhjillään olevia asuntoja (Laakso ja Kostiainen 2013.) Vuosina 2000-2015 vakituisesti asuttujen asuntojen osuus koko asuntokannasta on ollut pääkaupunkiseudulla 91 ja 96 prosentin välillä ja muissa tarkastelukaupungeissa 89 ja 93 prosentin välillä (SVT, 2016). Osa asunnoista, jotka on tilastoitu tyhjillään oleviksi, ei kuitenkaan ole todellisuudessa vapaana, vaan ne ovat esimerkiksi erilaisia tilapäisasuntoja, isompiin asuntoihin yhdistettyjä asuntoja ja asuntoja, joiden asukas on kirjattu vailla vakituista asuntoa olevaksi. Helsingin tietokeskuksen mukaan vuoden 2015 lopussa Helsingissä asui noin 13 000 henkeä, joiden vakituinen asuinpaikka oli rekisteröity johonkin muuhun kuntaan. Tilastokeskuksen tietojen mukaan tilapäisessä käytössä olevia asuntoja on vain vajaa prosentti asuntokannasta. Eniten tilapäisiä asuntoja suhteessa asuntokantaan on Turussa.

3.4 Yhteenveto vuokramarkkinoiden kysynnästä ja tarjonnasta

Väestön muutokset, kaupungistuminen ja työmarkkinoiden muuttuminen ovat keskeisiä asuntojen kysyntää ohjaavia tekijöitä. Perhekoot ovat pienentyneet, väestö vanhenee ja muuttaa lähemmäs palveluja, ja samaan aikaan työpaikkojen perässä muuttoliike suuntautuu suurimpiin kaupunkeihin ja kasvukeskuksiin. Toisaalta talouden epävarmuus ja nuorten

[13] Poistumaan luetan purettujen asuntojen lisäksi pitkään asumattomina olleet sekä vanhat ja huonokuntoiset asunnot.

työmarkkinanäkymät vaikuttavat asumisvalintoihin ja siihen, miten käytettävissä olevat tulot ja vuokralaisten maksukyky kehittyvät. Asumismieltymykset muuttuvat muutenkin, ja vuokralla asumisen suosio on kasvanut ja sen odotetaan yhä kasvavan (RAKLI, 2017c).

Suuri hakijoiden määrä kasvukeskusten ARA-vuokra-asuntoihin kertoo siitä, että kohtuuhintaiselle asumiselle on kova kysyntä ja että niiden tuotanto ei ole pysynyt hakijoiden määrän perässä. Esimerkiksi Helsingissä asuntojonossa oli liki nelinkertainen määrä hakijoita siihen nähden, kuinka moni sai asunnon vuonna 2016. Jonotustilanteessa näkyvän kysynnän lisäksi osa kotitalouksista etsii vuokra-asuntoa suoraan vapailta markkinoilta. Osalla kotitalouksista työn vastaanottamiseen liittyy samanaikaisesti asumisvalinta.

Asuntojen hintojen ja vuokrien nousu tuloja nopeammin kertoo siitä, että asumiseen kuluu aiempaa suurempi osuus käytettävistä olevista tuloista. Asumistukien kustannusten voimakas kasvu ja se, että 15 % Suomen väestöstä on Kelan maksamien asumistukien piirissä (Kela, 2017) on myös osoittaa, ettei vuokra-asuntomarkkinoilla kysyntä ja tarjonta kohtaa kaikissa markkinasegmenteissä ja alueilla.

Asumismenojen nousu on osaltaan suunnannut kysyntää pienempiin asuntoihin. Kotitalouden kannalta ei ole ratkaisevaa, kuinka paljon asunnon neliövuokra on, vaan se, kuinka paljon kuukausituloista menee vuokraan. Kuten edellä huomattiin, ovat alueelliset erot vuokrissa suuria. Myös asumisväljyyden kasvu on pysähtynyt kasvukeskuksissa, vaikka muualla Suomessa se on kasvanut. (Kajosaari, 2016). Helsingissä asumisväljyys on selvästi muuta Suomea pienempi.

Yksiöiden muita asuntotyyppejä nopeampi hintojen ja vuokrien nousu kertoo siitä, että pienissä asunnoissa kysyntä ylittää tarjonnan. Yksiöiden hintojen nousu ei ole yllättävää, kun ottaa huomioon, että koko maassa asuntokunnista yli 40 % on yhden hengen asuntokuntia, mutta asuntokannasta yksiöitä on vain 15 %. (Taulukko 3.2) Suuri yksiöihin kohdistuva sijoittajakysyntä kilpailee samoista kohteista ensiasunnon ostajien kanssa. Kilpailun kiristyminen ja hintojen nousu tällä asuntomarkkinan segmentillä on kasvattanut osaltaan kysyntää vuokramarkkinoilla.

Taulukko 3.2 Pienet asunnot ja 1-2 henkilön asuntokunnat 2015, kaikki hallintamuodot yhteensä. Lähde: Tilastokeskus.

	Asuntokuntien määrä		Asuntojen määrä		Suhdeluvut	
	1 henkilö	2 henkilöä	Yksiö (1h)	Kaksio (2h)	1h / 1 hlö asuntokunnat	1-2h / 1-2 hlön asuntokunnat
Koko maa	1 112 342	874 880	430 241	878 639	39 %	66 %
Helsinki	154 915	99 264	80 348	127 182	52 %	82 %
Espoo	41 881	37 391	12 985	36 354	31 %	62 %
Vantaa	58 371	38 471	11 926	34 836	20 %	48 %
Tampere	38 290	32 166	27 450	48 309	72 %	108 %
Turku	40 543	29 964	24 280	40 711	60 %	92 %
Oulu	51 152	31 543	14 774	32 890	29 %	58 %
Jyväskylä	30 506	22 925	12 761	26 946	42 %	74 %
Lahti	29 671	19 818	11 075	24 009	37 %	71 %
Kuopio	24 963	19 052	9 918	22 486	40 %	74 %
Kouvola	19 732	14 718	5 810	14 179	29 %	58 %

Pienten asuntojen suuren kysynnän osalta on syytä huomioida eri toimijoiden tavoitteet asuntomarkkinoilla. Asuntosijoittaja ei itse asu omistamassaan asunnossa. Sijoittajakysyntä pienten asuntojen markkinoista ei kerro suoraan ihmisten asumispreferensseistä, vaan siitä, millaista vuokratuottoa sijoittajat odottavat. Koska vuokra-asuntojen tarve on kovaa ja vuokrat suhteessa tuloihin korkeita, vuokralaisten kysyntä kohdistuu pieniin asuntoihin. Vaikka Helsingissä on 75 neliön keskisäännön tuottaman väljän asuntokannan jäljiltä tarvetta tuottaa enemmän pieniä asuntoja, liiallisia pienten asuntojen tuotantopäätöksiä on edellä kuvatun perusteella syytä välttää. Lasten määrä Helsingissä on kasvanut ja keskittynyt erityisesti kantakaupunkiin. Toisaalta moni yksin asuva saattaisi suosia asumisväljyyttä, jos siihen olisi varaa.

Edellisessä vuokra-asuntosijoitusalan toimijoita käsitelleessä luvussa todettiin vapailla vuokra-asuntomarkkinoilla toimivien asuntosijoittajien pääasiassa keskittyvän muutamaan kasvukeskukseen. Sijoitusstrategiat peilaavat sekä nykyistä asuntotarvetta että odotettua pidemmän ajan asuntokysyntää. Samaan aikaan tuettujen asuntojen tarjonta ei ole pystynyt vastaamaan kysyntään, joten markkinaehtoinen vuokra-asuntojen tuotanto on parantanut tilannetta vuokra-asuntomarkkinoilla. Asunto- ja vuokra-asuntomarkkinat Suomessa ovat kuitenkin hyvin eriytyneet sekä alueellisesti että kokotyypeittäin. Sekä kysyntä että tarjonta vaihtelevat paljon osamarkkinoilla. Rakennusteollisuus RT (2017) on varoittanut, että joillakin keskisuurten kaupunkien seuduilla kerrostaloasuntojen aloitukset suhteessa asuntojen tarpeeseen saattaa olla liiallista.

Yhteenvetona voidaan arvioida, että vuokra-asuntojen tarjonta ei kaikilta osin vastaa kysyntään. Näin on erityisesti kasvukeskuksissa. Vaikka myös rakentaminen on ollut viime vuosina vilkasta muuttovoittoalueilla, pitkän aikavälin kysyntäennusteen mukaan koko maan tasolla on tarve kasvattaa asuntokantaa 27 %, ja joillakin alueilla vielä enemmän. Esimerkiksi

Helsingin seutukunnassa tarve on 36 % suhteessa vuoden 2015 asuntokantaan konservatiivisen kysyntäskenaarion mukaan. Tämä ennuste ei ota kantaa asuntojen tarpeen jakautumisesta eri hallintamuotojen asuntojen välillä.

Vuokra-asumisen suosion kasvu ja työmarkkinoiden muutokset ovat pitkän ajan kysyntää ohjaavia kehityskulkuja, jotka tukevat sitä oletusta, että vuokra-asuntojen osuus asuntokannasta on tulevaisuudessakin vähintään kolmasosa. Se, missä määrin sijoittajakysyntä asuntomarkkinoilla ja sitä myötä uusien vuokra-asuntojen vauhdittunut rakentaminen jää suhdanneluontoiseksi, on vaikea arvioida. Sekään, että koko maan tasolla on vuosittaisessa uudistuotannossa päästy asuntotuotantotarpeen määriin 2010-luvulla (edellä Kuvio 3.10), ei vielä takaa sitä, että kysynnän ja tarjonnan epätasapainot eri osamarkkinoilla poistuisivat. Toteutunut tuotanto ei välttämättä vastaa ominaisuuksiltaan kysyntään, esimerkiksi jos asuntotuotannon kokojakaumaa tai hallintamuotoja säännellään tiukasti. Toisaalta tonttimaan puute, kaavoituksen hitaus, kunnallistekniikan tai infrastruktuurin puute sekä raskas sääntely voivat hidastaa rakentamista. Näitä mahdollisia tarjontakapeikkoja käsitellään tarkemmin luvussa 8, jossa raportoidaan alan toimijoiden haastattelujen tulokset.

4 VUOKRA-ASUNTOSIJOITUSALALLA TOIMIVIEN YHTEISÖJEN KANNATTAVUUS

Tässä luvussa tarkastellaan vuokrasijoitusalan kannattavuutta tilinpäätösaineiston perusteella. Yritysotos kuvataan luvussa 4.1 ja kannattavuusanalyysin tunnusluvut kuvataan luvussa 4.2. Luvussa 4.3 tarkastellaan vuokra-asuntosijoitusalan yhteisöjen pääomantuotto-prosentteja sekä rahoitusrakennetta. Luvussa 4.4 tarkastellaan kannattavuutta voittoprosenttien valossa. Samoja tilinpäätöstunnuslukuja tarkastellaan vertailutoimialoilla luvussa 4.5 ja kansainvälisesti muutamassa vertailumaassa luvussa 4.6. Asuntosijoittamisen kannattavuuden arvioinnin vertailuna muiden sijoituskohteiden tuottoja käsitellään luvussa 4.7. Luvussa 4.8 analysoidaan yhteenvedonomaisesti koko luvun 4 kannattavuustarkastelun havainnot ja esitetään johtopäätökset.

4.1 Kannattavuustarkastelun yritysotos

Vuokra-asuntosijoitusalan kannattavuuden tarkastelussa keskitytään asuntosijoitusyhtiöihin. Asuntoihin sijoittavat rahastot ja rahoituslaitokset sekä kotitaloudet ovat tarkastelun ulkopuolella. Kannattavuutta tarkastellaan yhteisöjen tilinpäätöstunnuslukujen valossa.

Yritysotos on poimittu Amadeus-tietokannasta tietyillä hakukriteereillä. Yrityksiä on haettu toimialaluokituksen (TOL) 68201 perusteella.[14] TOL 2008 -luokituksissa toimialaluokkaan 68201 ”Asuntojen vuokraus” kuuluvaksi on määritelty asunnon, asuinrakennuksen, -kiinteistön omistajan tai haltijan esim. kiinteistöyhtiön tai yksityishenkilön harjoittama asunnon vuokraus, alivuokraus ja leasing. Tähän ei kuulu majoitustilojen pitäminen lyhytaikaiseen yöpymiseen eikä sosiaalitoimen majoituspalvelut (esim. palvelutalot ja -asunnot sekä hoito-, ensi- ja vanhainkodit, joiden yhteydessä annetaan hoitopalveluja).

Yritysotokseen sisältyy myös merkittäviä vuokra-asuntoja tarjoavia yrityksiä toimialalta 68202, joka on määritelmän mukaan ”Asuntojen ja asuinkiinteistöjen hallinta”. Otoksesta on poistettu sellaiset yritykset, jotka harjoittavat pääasiallisesti muuta liiketoimintaa kuin asuntojen vuokrausta, kuten tuotteiden valmistusta, rakennusalan konsultointia tai muita palveluita, sikäli kun niitä on toimialakoodipoiminnan perusteella virheellisesti päätynyt otokseen. Otos perustuu tytäryhtiötasolla raportoituihin tietoihin eli jokainen yhteisö, joka laatii itsenäisenä yksikkönä tilinpäätöksen, on aineistossa erillisenä havaintona. Konserniyhtiöön kuuluvilla eri yhtiöillä voi olla kullakin eri toimialakoodi, ja siten otokseen lukeutuu konsernista vain asuntojen vuokrauksen toimialalla pääasiallisesti toimivat tytäryhtiöt. Esimerkiksi Sato Oyj:n päätoimialakoodi on Amadeuksessa 64200 (holdingyhtiö), ja sen tytäryhtiöistä esimerkiksi Sato-Asunnot Oy lukeutuu toimialaan 68201, kun taas tytäryhtiö Sato-Rakennuttajat Oy toimialaan 41100 (rakennuttaminen).

Vuokra-asuntosijoitusalan yritysotos on jaettu neljään ryhmään: tuettuja asuntoja tarjoaviin (1) kuntaomisteisiin yhteisöihin ja (2) muihin yleishyödyllisiin yhteisöihin (pois lukien opiskelija-asuntoyhteisöt), sekä sääntelemättömillä vuokra-asuntomarkkinoilla toimiviin (3) asuntosijoitusyhtiöihin ja (4) pieniin asuntosijoitusyhtiöihin. Ryhmä 2 muut yleishyödylliset käsittää sekä vapaasti kaikkien haettavissa olevia yleishyödyllisten toimijoiden tarjoamia asuntoja sekä tiettyjen erityisryhmien vuokra-asuntoihin keskittyneet yhteisöt (esim. vanhusten tai vammaisten tukiasunnot). Opiskelija-asuntoja omistavat yhteisöt poimittiin erilleen aineistosta, mutta niiden tunnuslukuja ei ole mielekästä tarkastella, koska Amadeus-tietokannasta löytyvästä 35 opiskelija-asuntoyhteisöstä puolet on säätiöitä eikä niiden tilinpäätöstietoja

[14] http://www.stat.fi/meta/luokitukset/toimiala/001-2008/index.html

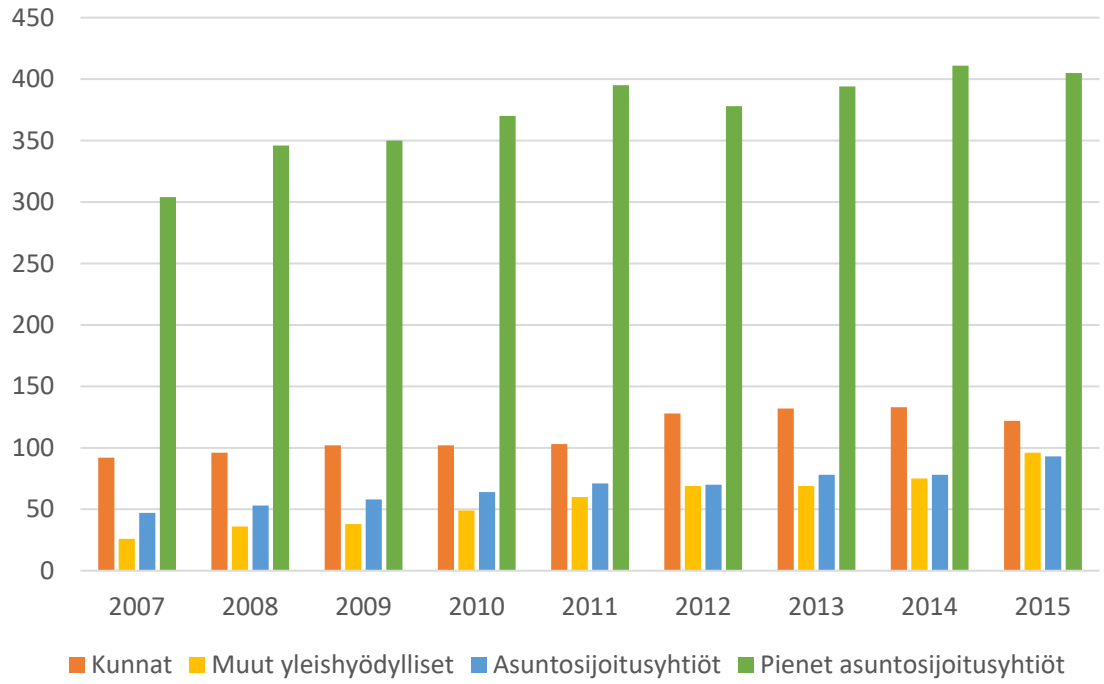
löydy tietokannasta. Vain osakeyhtiömuotoisten yhteisöjen tunnuslukujen perusteella tehty analyysi olisi harhainen. Yritysanalyysi tehdään siten neljälle ryhmälle.

Yritykset ja niiden tilinpäätöstunnusluvut on haettu Amadeuksesta ajanjaksolle 2006–2015. Otoksessa olevien yritysten ei ole tarvinnut olla toiminnassa koko tänä ajanjaksona, vaan yritysten määrä otoksessa vaihtelee vuosittain. Kuntien ARA-asuntoja omistavia yhteisöjä löytyi tietokannasta 143 yhteisöä. Jos kunta omistaa opiskelija-asuntoyhteisön, se ryhmitellään opiskelija-asuntoryhmään. Kuntien vuokra-asuntoyhteisöjen otokseen lukeutuvat siten sellaiset yhteisöt, joiden vuokra-asuntoja ei ole kohdennettu millekään erityisryhmälle.

Muita yleishyödyllisen statuksen omaavia vuokranantajia on otoksessa 211 yhteisöä. Paitsi erityisryhmille (pois lukien opiskelijoille) vuokra-asuntoja tarjoavia yleishyödyllisiä yhteisöjä, tähän ryhmään lukeutuu edellä kuvatun tytäryhtiötason poiminnan perusteella sellaiset yritykset, joilla on ARA:n nimeämä yleishyödyllisen yhteisön asema ja jotka täyttävät korkotukilaissa määritellyt edellytykset. Tähän ryhmään kuuluvissa yhteisöissä voi olla myös kunta omistajana. Yleishyödyllisten asuntoyhteisöjen taloudellista tulosta tarkastellessa on hyvä huomioida, että niiden toiminta on lähtökohtaisesti voittoa tavoittelematonta ja yleishyödyllisen statuksen saadakseen niiden on sitouduttava ARA:n määrittelemiin tuottorajoituksiin.

Vuokra-asuntosijoitusalalla markkinaehtoisesti toimivia eli sääntelemättömiä asuntoja vuokraavia yrityksiä löytyi kaiken kaikkiaan 685 kappaletta. Niiden joukosta erotettiin omaksi otoksekseen pienet asuntosijoitusyhtiöt, joita oli 585 kappaletta. Yritykset ryhmiteltiin Amadeus-tietokannan kokoluokituksen perusteella. Yritys lukeutuu ryhmään ”pienet asuntosijoitusyhtiöt”, jos sen liikevaihto on alle 1 milj. euroa, taseen loppusumma on alle 2 milj. euroa, henkilöstön lukumäärä on alle 15 tai yrityksen pääoma on alle 50 000 euroa. Riittää, että yksikin näistä kriteereistä täyttyy. Pienten yhtiöiden ryhmässä on paljon yhden henkilön yrityksiä, kun taas suurten ja keskisuurten asuntosijoitusyhtiöiden otoksessa on useita konserniyhtiöitä, joten niiden tarkastelu erillään on perusteltua. Ryhmään (3) asuntosijoitusyhtiöt lukeutuvat siten muut kuin pieniksi luokitellut sääntelemättömillä vuokra-asuntomarkkinoilla toimivat yhtiöt, joita oli otoksessa 100 yritystä.

Tarkastellun kymmenen vuoden ajanjakson aikana havaintojen määrä eli vuokra-asuntosijoitusalalla toimivien yritysten määrä on kasvanut. Osittain kuviossa 4.1 nähtävää asuntosijoitusyhtiöiden lukumäärän kasvua selittää se, että tilinpäätösaineisto on poimittu yritysrekisteriin pohjautuvasta tietokannasta tytäryhtiökohtaisesti eli asuntosijoitusten yhtiöittäminen konsernin sisällä useampiin erillisiin yhtiöihin selittää osan kasvusta, ja lisäksi kokonaan uusia toimijoita on tullut alalle.



Kuvio 4.1 Havaintojen lukumäärä tarkastelujaksolla. Lähde Amadeus.

4.2 Tilinpäätöstunnuslukujen kuvaus

Yrityksen tulos ja tilikauden voitto tai tappio ovat kannattavuuden absoluuttisia mittareita. Yritysten ja toimialojen välisten kannattavuuserojen tarkastelussa suhteelliset mittarit ovat käyttökelpoisempia. Kannattavuutta analysoidaan yleensä kahdella vaihtoehtoisella tavalla: joko suhteuttamalla yrityksen tulos sen liikevaihtoon (voittoprosenttitunnusluvut) tai suhteuttamalla tulos käytössä olleisiin resursseihin, kuten pääomaan (pääoman tuottoprosentti -tunnusluvut) (Leppiniemi ja Leppiniemi, 2000). Voittoprosentit soveltuvat parhaiten yrityksen sisäisen kehityksen seurantaan (Leppiniemi ja Leppiniemi, 2000). Niitä vertailtaessa eri yritysten välillä on hyvä tiedostaa, että erot voittoprosenteissa voivat johtua paitsi kannattavuuseroista myös yritysten rakenteiden eroista.

Voittoprosentti-tunnusluvuista tässä tutkimuksessa tarkastellaan käyttökateprosenttia ja liikevoittoprosenttia. Käyttökate kuvaa yrityksen liiketoiminnan tulosta ennen poistoja, rahoituseriä ja veroja. Käyttökate saadaan lisäämällä liikevoittoon (EBIT eli *earnings before interest, taxes*) poistot ja arvonalentumiset (EBITDA eli *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*). Käyttökateprosentti mittaa siis yrityksen varsinaisen operatiivisen liiketoiminnan kannattavuutta ennen yrityksen tase-rakenteeseen ja rahoitukseen liittyvien erien vähentämistä.

Liiketulosprosentin, joka huomioi liiketoiminnan käyttöomaisuusvaltaisuuden, voidaan yleensä sanoa soveltuvan käyttökateprosenttia paremmin yritysten väliseen vertailuun sekä saman toimialan sisällä että eri toimialan yritysten välillä. (Leppiniemi ja Leppiniemi, 2000). Liiketulosprosentilla voidaan vertailla yritysten operatiivista kannattavuutta ilman rahoitusrakenteen vaikutusta, sillä velkainen ja velaton yritys ovat vielä samalla viivalla ennen rahoituskulujen vähentämistä.

Yritystutkimusneuvottelukunta (YTN) on määritellyt toimialakohtaisia suositusarvoja käyttökateprosentin ja liikevoittoprosentin tasoille. Sen mukaan käyttökateprosentin vaihteluväli on teollisuustoimialan yrityksillä 10–25%, kaupan alalla 2–10 % ja palvelualan yrityksillä 5–15

%. (Leppiniemi ja Leppiniemi, 2000). YTN:n mukaan hyvä liikevoittoprosentti on yli 10 %, tyydyttävä 5–10 % ja heikko sen ollessa alle 5 %. Käyttökate ja liiketulos suhteutetaan liikevaihdon ja liiketoiminnan muiden tuottojen summaan. Tarkasteluun kuuluvilla vuokra-asuntosijoitusalan yrityksillä muut tuotot ovat marginaalisia ja liikevaihtoon kirjatut varsinaisen vuokrausliiketoiminnasta saadut tuotot kattavat pääosan yritysten tuotoista.

Koska eri toimialoilla toimivien yritysten liiketoiminnan logiikka ja sen vaatimat resurssit voivat poiketa hyvinkin paljon toisistaan, kannattavuuden vertailu pelkkien voittoprosenttien perusteella ei anna riittävää kuvaa kannattavuuseroista. Suhteuttamalla tulos sen aikaansaamiseksi käytettyyn pääomaan voidaan ottaa huomioon pääomarakenteen vaikutus kannattavuuteen. Pääoman tuottoasteet ovat käyttökelpoisia myös toimialojen välisessä vertailussa. Kiinteistösijoitusyhtiöiden liiketoiminnan sitoessa verrattain paljon pääomaa liikevoittomarginaalit ja käyttökatemarginaalit (EBIT-% ja EBITDA-%) ovat tyypillisesti korkeita mutta pääoman tuotot pieniä.

ROE (engl. *return on equity*) tarkoittaa oman pääoman tuottoastetta, ja se suhteuttaa yhtiön tuloksen oman pääoman määrään. ROCE (*return on capital employed*) tarkoittaa sijoitetun pääoman tuottoastetta, ja siinä on jakajana oman pääoman lisäksi korollinen vieras pääoma. ROA (*return on assets*) tarkoittaa kokonaispääoman tuottoastetta, ja se suhteuttaa yhtiön tuloksen taseen loppusummaan. Näistä ROCE ja ROA ovat mielekkäämpiä suhteellisen kannattavuuden mittareita kiinteistötoimialan yrityksillä kuin ROE. Koska velkavivun käyttö on kiinteistösijoituksissa keskeistä, erityisesti ROCE, joka huomioi oman pääoman tuottovaatimuksen lisäksi lainapääomalle vaaditun tuoton, soveltuu kannattavuuden tarkasteluun.

Oman pääoman tuottoprosentin tasoa ja sen riittävyyttä voi arvioida vertaamalla sitä vaihtoehtoisten sijoituskohteiden tuottoon. Omaan pääomaan liittyvän riskin vuoksi tuoton tulisi ylittää aina markkinoilta saatavan riskittömän sijoituksen tuotto. Tällaisena pidetään yleensä investointiluokituksen omaavia joukkovelkakirjalainoja eli kaikkein vakavaraisimpien ja vähäriskisimpinä pidettyjen yritysten ja yhteisöjen liikkeeseen laskemia joukkolainoja.

Sijoitetun pääoman tuoton (ROCE) vähimmäistuottona pidetään yleensä yrityksen vieraalle pääomalleen maksamaa korkoa. Oman pääoman sijoittajien vaatiessa korkeampaa tuottoa riskilliselle sijoitukselleen ROCE:n tulisi kuitenkin olla velan kustannusta korkeampi yltääkseen hyvänä pidettävälle kannattavuuden tasolle. Yli 15 prosentin sijoitetun pääoman tuottoa pidetään yleensä erinomaisena kannattavuutena. Hyvänä kokonaispääoman tuottoasteena pidetään yleensä yli 10 % tasoa, tyydyttävänä 5–10 % ja heikkona alle 5 % (Leppiniemi ja Leppiniemi, 2000). Raja-arvot ovat kuitenkin viitteellisiä ja toimialakohtaiset erot vaadittavalle tuottotasolle vaihtelevat.

Kokonaispääomantuotto ROA soveltuu näistä parhaiten eri toimialojen vertailuun. Tunnusluvussa jakaja eli taseen loppusumma kuvaa kaikkia toimintaan sitoutuneita resursseja. ROA:n viitearvona pidetään yleensä esimerkiksi valtion pitkien joukkovelkakirjalainojen korkotuottoa.

Rahoitusrakennetta kuvaava omavaraisuusaste on yhtiön vakavaraisuuden mittari. Se kertoo, kuinka yhtiön toiminta on rahoitettu eli mitkä ovat oman ja vieraan pääoman osuudet taseessa. Korkea omavaraisuusaste antaa suojaa tappioita vastaan, mutta vakaalla toimialalla kannattavasti toimiva yritys voi tulla toimeen matalalla omavaraisuusasteella. Sen tavoitearvo on siten riippuvainen toimialasta ja yrityksen elinkaaren vaiheesta.

Tässä tutkimuksessa tarkasteltavat tilinpäätöstunnusluvut on kerätty Amadeus-tietokannasta[15]. Tilinpäätöstiedot ja tunnusluvut on otettu tietokannasta tiedontarjoajan laatimassa

[15] Julkaisija Bureau van Dijk, https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/data/international/amadeus. Käyttö vaatii lisenssin ja salasanan.

standardimuodossa, jolloin kaikkien yritysten tiedot ovat suoraan vertailukelpoisia keskenään.

Seuraavassa on esitetty yhteenveto tarkasteltavien tunnuslukujen laskennasta Amadeuksessa:

Sijoitetun pääoman tuottoaste ROCE (%) = (Tulos ennen veroja + Maksetut korot) / (Oma pääoma yhteensä + Pitkäaikaiset korolliset velat) * 100

Kokonaispääoman tuottoaste ROA (%) = (Tulos ennen veroja / Taseen loppusumma) * 100

Käyttökate- eli EBITDA-% = (Käyttökate / Liiketoiminnan tuotot yhteensä) * 100

Liikevoitto- eli EBIT-% = (Liikevoitto / Liiketoiminnan tuotot yhteensä) * 100

Omavaraisuusaste (%) = (Oma pääoma yhteensä / Taseen loppusumma) * 100.

Kehikko 2. Tilinpäätöskäytäntöjen vaikutus tunnuslukuihin

Tämän selvityksen yritysaineisto kerätty standardoituna, jolloin yhtiöiden käyttämillä eri tilinpäätösstandardeilla ei ole vaikutusta analyysiin. Tässä kehikossa käsitellään kuitenkin tekijöitä, jotka lukijan on hyvä ottaa huomioon, jos haluaa tarkastella yksittäisten yhtiöiden kannattavuutta konsernitilinpäätösten perusteella.

Tilinpäätöksen laatimiskäytännöillä voi olla jonkin verran vaikutusta tunnuslukuihin. Keskeinen tekijä on kansainvälisen kirjanpitostandardin (*international financial reporting standards*, IFRS) mahdollistama sijoituskiinteistöjen arvostaminen käypään arvoon taseessa. Suomalaisen tilinpäätöskäytännön (*Finnish accounting standards*, FAS) mukaisesti laativilla yhtiöillä kiinteistöt eivät ole välttämättä kirjattu taseessa käypään arvoon, vaan hankintahintaan.

Sijoituskiinteistöjen ja rahoitusvälineiden arvostaminen käypään arvoon on vapaaehtoista, paitsi ns. mikroyrityksille, jotka eivät saa arvostaa sijoituskiinteistöjä käypään arvoon (Lindström, 2016). Tilastokeskus on määritellyt mikroyrityksen kriteereiksi alle 10 työntekijää, liikevaihto enintään 2 milj. euroa vuodessa tai taseen loppusumma enintään 2 milj. euroa.[16] Siten yllä kannattavuusanalyysissa käytetyssä yritysryhmittelyssä pienet asuntosijoitusyhtiöt ovat käytännössä mikroyrityksiä.

IFRS-tilinpäätöksen laativat suuret asuntosijoitusyhtiöt kirjaavat kiinteistöt taseessaan käypään arvoon. Esimerkiksi SATO raportoi vuoden 2016 konsernitilinpäätöksen liitetiedoissaan seuraavasti: ”Hankintahetkellä sijoitusasunnot kirjataan alkuperäiseen hankintamenoon, johon on sisällytetty transaktiomenot. Myöhemmin ne arvostetaan käypään arvoon, jolloin voitot ja tappiot, jotka syntyvät käyvän arvon muutoksista, kirjataan tulosvaikutteisesti kaudelle, jona ne syntyvät. Sijoituskiinteistön käypä arvo tarkoittaa hintaa, joka saataisiin kiinteistön myynnistä arvostuspäivänä paikallisella (ensisijaisella) markkinalla toteutuvassa tavanmukaisessa liiketoimessa ottaen huomioon kiinteistön kunto sekä sijainti.”

VVO-konserni siirtyi 1.1.2015 lähtien laatimaan konsernitilinpäätöksensä IFRS:n mukaisesti. Ennen IFRS-siirtymää VVO-konserni arvosti kiinteistö- ja huoneistokantansa poistoilla ja arvonalentumisilla vähennettyyn hankintamenoon. (VVO:n vuosikertomus 2015) Käyvän arvon malliin siirtyminen lisäsi VVO-konsernin kiinteistövarallisuuden tasearvoa 1 326,3 miljoonaa

[16] http://www.stat.fi/meta/kas/mikroyritys.html

euroa 1.1.2014. Käyvän arvon mallia sovellettaessa sijoituskiinteistöistä ei enää kirjata poistoja.

Mikäli yhtiö on kirjannut kiinteistöomistuksensa taseessa hankintahintaan käyvän arvon sijasta, pääoman tuottoasteet eivät ole täysin vertailukelpoisia kiinteistöt käypään arvoon kirjaavien yhtiöiden pääomantuottoasteiden kanssa. Hankintamenoon arvostavilla yrityksillä pääoman tuotot saattavat näyttää suuremmilta. Vaikutus on suurempi oman pääoman tuottoasteessa kuin kokonaispääoman tuottoasteessa, koska oma pääoma on tunnusluvun jakajassa pienempi. Omavaraisuuden laskentaan vaikuttaa myös se, että IFRS-tilinpäätös käsittelee pääomalainat velkana eikä omana pääomana kuten suomalaisessa käytännössä.

Käyttökate- ja liikevoittomarginaaleihin eivät vaikuta taseen arvostuskäytännöt, joten ne ovat pääoman tuottoasteita paremmin vertailukelpoisia eri kiinteistösijoitusyhtiöiden välillä. Käyttökatemarginaali, joka lasketaan ennen poistoja, rahoituseriä ja veroja, on näistä käyttökelpoisempi vertailussa, koska siihen ei vaikuta yhtiöiden poistokäytännöt. Osa yhtiöistä ei tee poistoja ollenkaan, osa tekee ja lisäksi eri kiinteistötyypeillä on käytössä eri poistoprosentteja Suomessa.

(Lähteenä on haastateltu Inderesin kiinteistösektoria seuraavan osakeanalyytikkoa)

4.3 Pääoman tuottoprosentit ja rahoitusrakenne

Tunnuslukujen suuruusluokkaa, eroja toimijaryhmien välillä sekä tunnuslukujen kehitystä vuosien 2006 ja 2015 välillä on kuvattu pylväskuvioilla. Kullekin yritysryhmälle on laskettu yritysten taseen loppusummalla painottaen keskiarvo tunnusluvuista. Pylväs esittää taseella painotetun keskiarvon suuruutta. Taseella painotetulla keskiarvolla pyritään ottamaan huomioon se, kuinka vuokra-asuntojen määrä vaikuttaa yrityksen kannattavuuteen. Tietokannasta ei ole saatavissa otokseen kuuluvien yritysten hallussa olevien vuokra-asuntojen lukumääriä, mutta tase on hyvä toiminnan laajuutta kuvaava mittari.

Painotettujen keskiarvojen lisäksi eri toimijaryhmien tunnuslukujen jakaumia on kuvattu laatikko-jana-kuvioilla. Laatikko-jana-kuvioissa kunkin ryhmän havaintojen keskiarvoa on merkitty vinoristillä. Kunkin ryhmän mediaani on merkitty vaakaviivalla väritetyn laatikon sisällä. Väritetty laatikko pitää sisällään 50 % ryhmän havaintoarvoista, yläneljänneksessä 25 % havainnoista mediaanin yläpuolella ja alaneljänneksessä 25 % havainnoista mediaanin alapuolella. Laatikoista lähtevien janojen päät merkitsevät havaintojen suurimpia ja pienimpiä arvoja. Kuvioiden selkeyttämiseksi kuvioista on jätetty pois tilastolliset ääriarvot, jotka sijoittuvat merkittyjen janojen päätepisteiden ulkopuolelle.

Laatikko-jana-kuviot on muodostettu sekä tarkastelujakson alun että lopun tilanteessa. Jakaumat esitetään vuosille 2007 ja 2015, jotta voidaan arvioida, onko vuokra-asuntosijoitusalan yritysten kannattavuuden hajonnassa tapahtunut merkittävää ajallista muutosta. Vuoden 2006 osalta monelta yritykseltä puuttui tietoja, joten tarkasteluun otettiin vuosi 2007.

Laatikko-jana-kuvion perusteella pystytään nopeasti näkemään ryhmien väliset erot tunnuslukujen jakaumissa. Mitä suurempi ryhmän laatikko on tai mitä kauempana janojen päät ovat toisistaan, sitä enemmän tunnusluvuissa on ryhmien sisäistä hajontaa.

Sijoitetun pääoman tuotto

Sijoitetun pääoman tuottoprosentit (ROCE) (Kuvio 4.2) ovat olleet yleishyödyllisillä toimijoilla lähes muuttumattomat tarkastelujakson ajan. Sekä kuntien vuokra-asuntoyhteisöjen että muiden yleishyödyllisten yhteisöjen ryhmissä ROCE on ollut noin 3,5–4 prosentin välillä. Kuviosta 4.3 nähdään, että yleishyödyllisten vuokra-asuntoyhteisöjen tunnusluvun jakauma on ollut verrattain kapea, mikä tarkoittaa, ettei joukossa ole suuria tuottoja tai suuria tappioita tuottaneita yrityksiä.

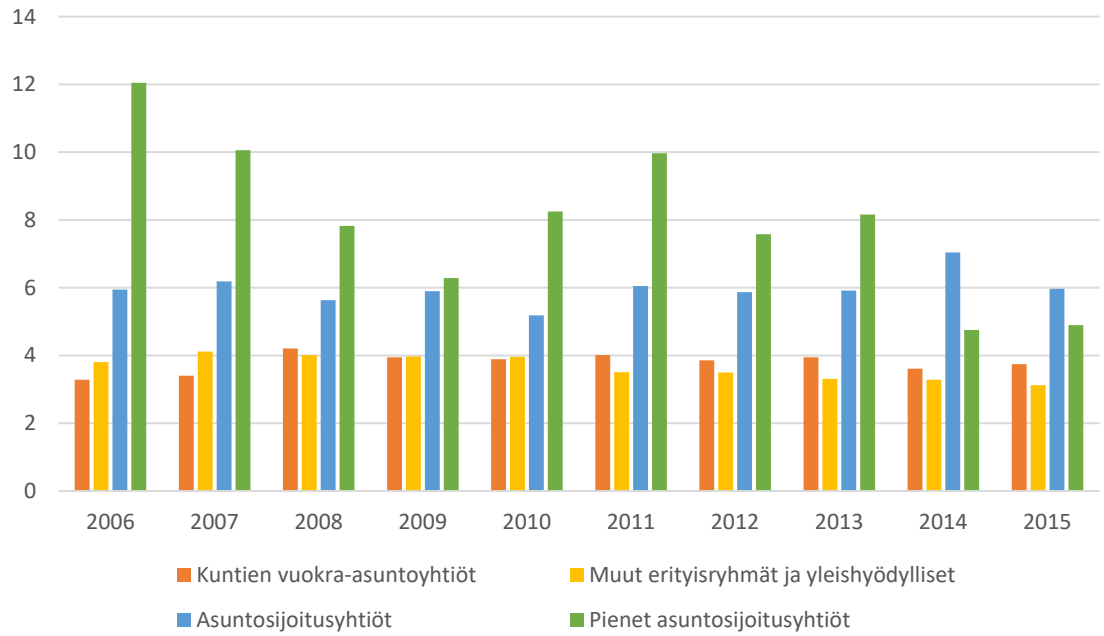
Sääntelemättömiä vuokra-asuntoja omistavat asuntosijoitusyhtiöt ovat saavuttaneet joka vuonna tarkastelujakson aikana korkeamman tuoton sijoitetulle pääomalle kuin yleishyödylliset toimijat. Tulos on johdonmukainen, koska vapaiden markkinoiden yrityksillä voi katsoa olevan suurempi liiketoiminnan riski kuin yleishyödyllisillä yhteisöillä. Toisaalta tunnusluku on samalla tulostasolla sitä pienempi, mitä suurempi on jakaja eli oman pääoman ja korollisten velkojen yhteismäärä. Yleishyödyllisten kuten kuntien vuokra-asuntoyhtiöiden asema markkinoilla on vakiintunut ja siten asuntojen kysyntä vakaata. Toisaalta korkotukimekanismi asettaa yleishyödyllisiksi nimettyjen toimijoiden rahoituskustannuksille katon, mikä periaatteessa toimii niiden riskiä vähentävänä tekijänä markkinakorkojen noustessa tai rahoituksen saannin muuten vaikeutuessa. Markkinaehtoisesti toimivilla asuntosijoitusyhtiöillä on lisäksi tuottotavoitteet omalle pääomalle ja omistajille saavutettavasta ylijäämästä.

Markkinaehtoisten toimijoiden ROCE-tunnusluku on vaihdellut hieman enemmän yli ajan kuin yleishyödyllisten sijoitetun pääoman tuotto. Suurien asuntosijoitusyhtiöiden osalta selvää trendiä sijoitetun pääoman tuottoprosentissa ei pysty havaitsemaan, kun taas pienillä asuntosijoittajilla trendi on ollut laskeva. Vuonna 2015 suurten asuntosijoitusyritysten ryhmässä painotettu keskiarvo oli 6 %. Ennen vuotta 2014 pienten asuntosijoitusyhtiöiden ROCE oli korkeammalla tasolla kuin suurilla, mutta kaksi viimeisintä tarkasteluvuotta pienten ryhmässä ROCE on jäänyt hieman alle viiteen prosenttiin.

ROCE-tunnusluvulle on yleisesti asetettu tavoitteeksi, että yritys tuottaa sijoitetulle pääomalle vieraan pääoman koron ylittävän tuoton. Tämä kriteeri näyttäisi toteutuneen, jos vertailukohtana katsotaan korkotasoa, jolle vuotuiset korot ovat asettuneet suurimpien asuntosijoitusyhtiöiden joukkovelkakirjojen liikkeeseen laskuissa viime vuosina, ja toisaalta yrityksille myönnettyjen pitkien pankkilainojen keskikorkoja (Suomen Pankin tilastot, Rahalaitosten tase, talletusten ja lainojen korot). YTN:n viitearvoihin verrattuna asuntosijoitusyhtiöiden sijoitetun pääoman tuoton voi sanoa olleen tyydyttävällä tasolla (ks. luku 4.2).

Taseen loppusummalla painotetun keskiarvon lisäksi tarkasteltiin tuottojen mediaania eri yritysryhmissä. Mediaani kuvaa keskimmäistä havaintoa yritysjoukossa. Mediaanituotot eivät näytä poikkeavan olennaisesti painotettuna keskiarvoina lasketuista tuotoista eivätkä eri vuosien mediaanit ole systemaattisesti korkeampia tai matalampia kuin painotetut keskiarvot. Tässä esitetään yksinkertaisuuden vuoksi vain painotetut keskiarvot. Niiden avulla voidaan mediaania paremmin ottamaan huomioon asunnonvuokraustoiminnan laajuus, kun oletetaan, että yrityksen taseen koolla on yhteys sen omistamien vuokra-asuntojen määrään. Vaikka mediaani kuvaa ns. tyypillistä tuottotasoa otoksessa, koolla painotetulla keskiarvolla voidaan paremmin kuvata vuokra-asuntomarkkinoilla vallitsevaa tuottotasoa.

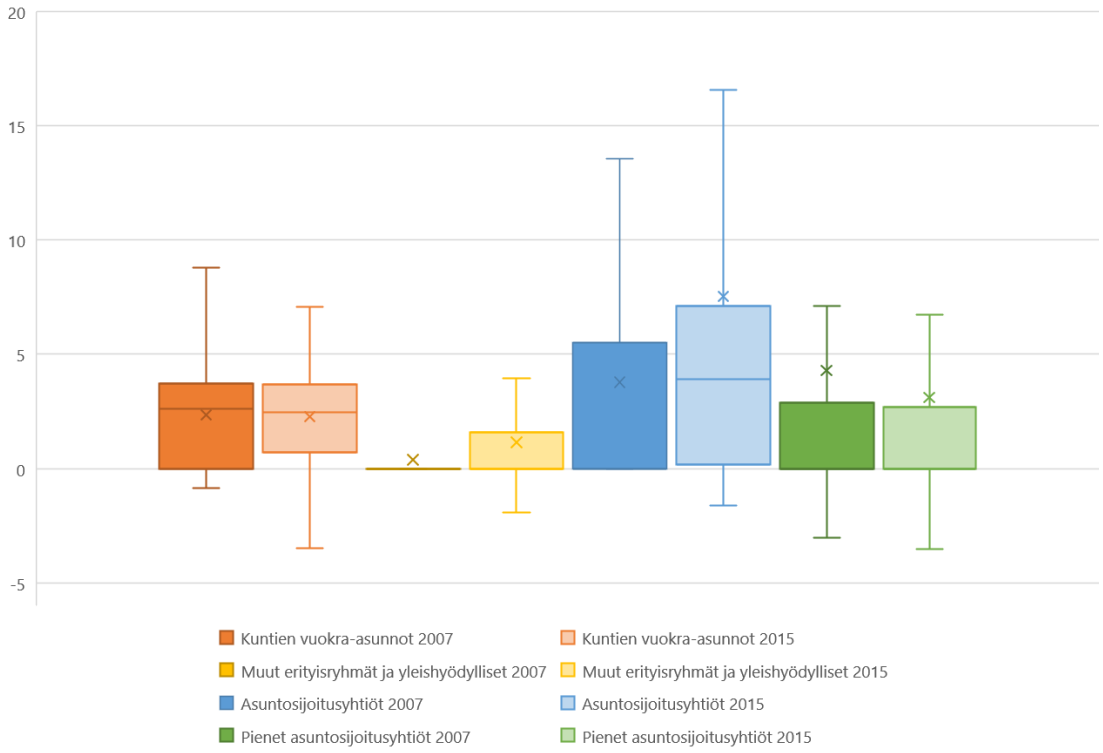
Tältä osin erot yleishyödyllisten toimijoiden ja yksityisten toimijoiden välillä ovat pylväskuvaajien suoria havaintoja tasaisemmat, koska useimmat ARA-toimijat pystyvät hyödyntämään korkotuettua vierasta pääomaa. Vapaarahoitteisia asuntoja vuokraavien toimijoiden rahoituskulut riippuvat markkinarahoituksen hinnasta.



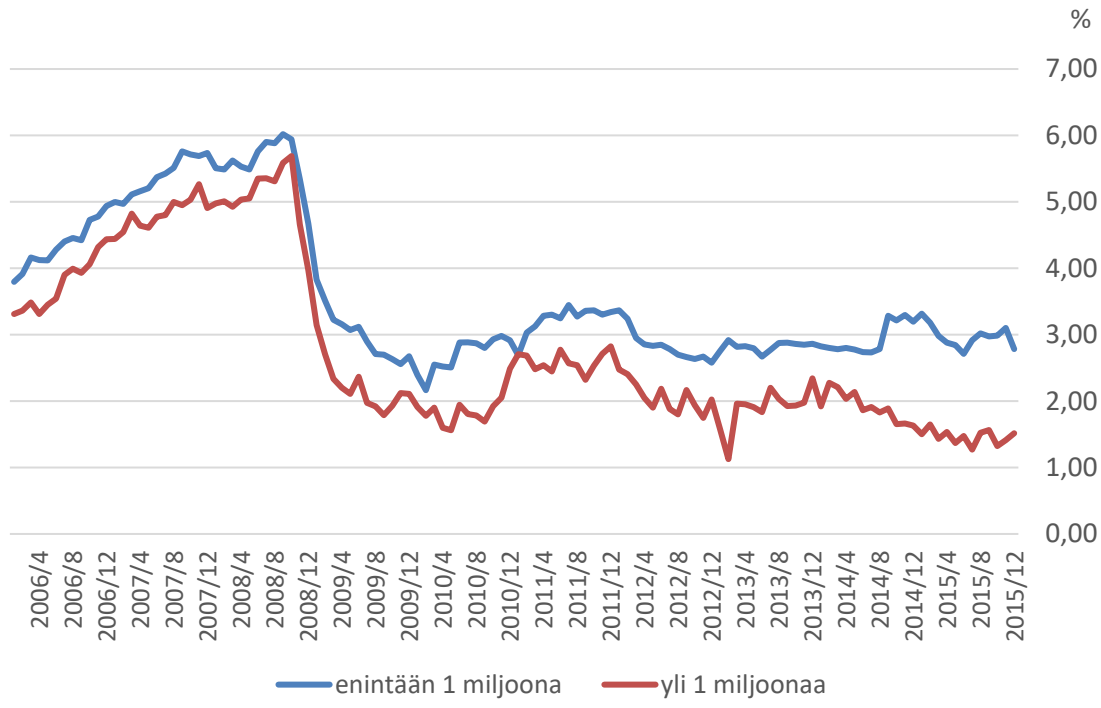
Kuvio 4.2 Sijoitetun pääoman tuotto ROCE-%, taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

Asuntosijoitusyhtiöiden sijoitetun pääoman tuoton painotettujen keskiarvojen jakaumat (Kuvio 4.3) havainnollistavat, että suurten ja keskisuurten yhtiöiden ryhmässä (siniset palkit) hajonta on hieman kasvanut, kun verrataan jakson lopun, vuoden 2015, tilannetta alkuvuoteen 2007. Sijoitetun pääoman tuoton keskiarvo, mediaani ja suurimmat havainnot ovat siirtyneet asteikolla ylöspäin. Toisaalta myös osa yrityksistä on tehnyt tappiota vuonna 2015, ja sijoitetun pääoman tuoton jakauma on venynyt asteikolla negatiiviselle puolelle.

Sijoitun pääoman tuoton jakaumat poikkeavat toisistaan selvästi pienten ja suurempien asuntosijoitusyhtiöiden ryhmissä. Edes parhaiten ROCE-mittarilla tuottoa tekevät pienet asuntosijoitusyhtiöt eivät ole saavuttaneet samaa tuottotasoa kuin niiden suuret ja keskisuuret kilpailijat. Vaikka myös tappiollisia toimijoita on pienten ryhmässä enemmän, tuottojen jakauma pienten asuntosijoitusyhtiöiden ryhmässä on melko kapea ja se on pysynyt hyvin samanlaisena yli ajan. Osa yrityksistä ei ole kyennyt kattamaan asuntosijoitustoiminnan tuotollaan maksamaansa vieraan pääoman korkoa, joka vaihtelee toimijasta riippuen, mutta on kuitenkin nollan yläpuolella. Aineistosta ei kuitenkaan nähdä yrityskohtaista vieraan pääoman kustannusta. (Kuvio 4.3).



Kuvio 4.3 Sijoitetun pääoman tuotto ROCE-%, jakauma. Amadeus (2017)

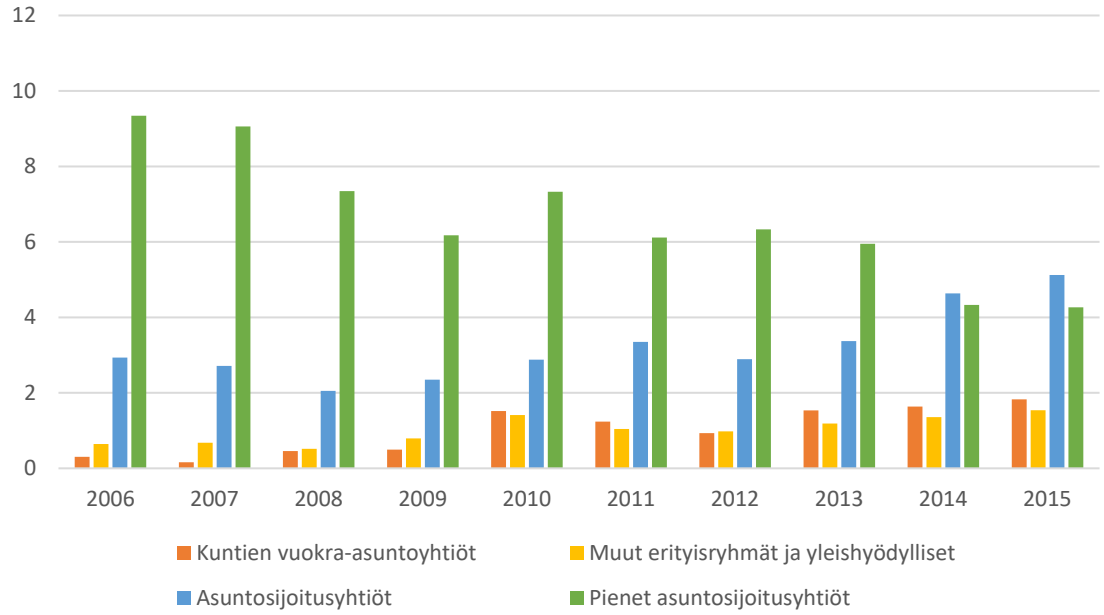


Kuvio 4.4 Yrityslainojen korot, uudet sopimukset, kaikki maturiteetit yhteensä, lainapääoma euroa. Suomen Pankki (2017)

Kokonaispääoman tuotto

Kokonaispääoman tuottoaste (ROA) mittaa yrityksen aikaansaamaa tuottoa koko käytössä olleelle pääomalleen eli yhtiön tuloksen jakajana on taseen loppusumma. (Kuvio 4.5) Kokonaispääoman tuottoasteet ovat ylipäätään matalampia kuin sijoitetun pääoman tuotot. Säänтelemättömillä vuokra-asuntomarkkinoilla toimivien pienten asuntosijoitusyhtiöiden kannattavuudessa on nähtävissä selvä laskeva trendi, kun taas suurilla ja keskisuurilla asuntosijoitusyhtiöillä kokonaispääoman tuottoaste on noussut vuosi vuodelta 2008 jälkeen. Vuonna 2014 näiden kahden ryhmän painotettuna keskiarvona laskettu ROA oli likimain tasoissa, mutta erisuuntaisen kehityksen jatkuttua pienten asuntosijoitusyhtiöiden ROA jäi noin prosenttiyksikön suurten ja keskisuurten asuntosijoitusyhtiöiden vuonna 2015 saavuttamasta noin 5,1 prosentin kokonaispääoman tuotosta. YTN:n yleisiä viitearvoja vasten arvioiden tämä on tyydyttävän tuottotason alarajoilla.

Tuettuja vuokra-asuntoja omistavien yleishyödyllisten yhteisöjen ja kuntien vuokra-asuntoyhteisöjen kokonaispääoman tuottoasteet ovat jääneet alle kahteen prosenttiin koko tarkastelujakson ajan.

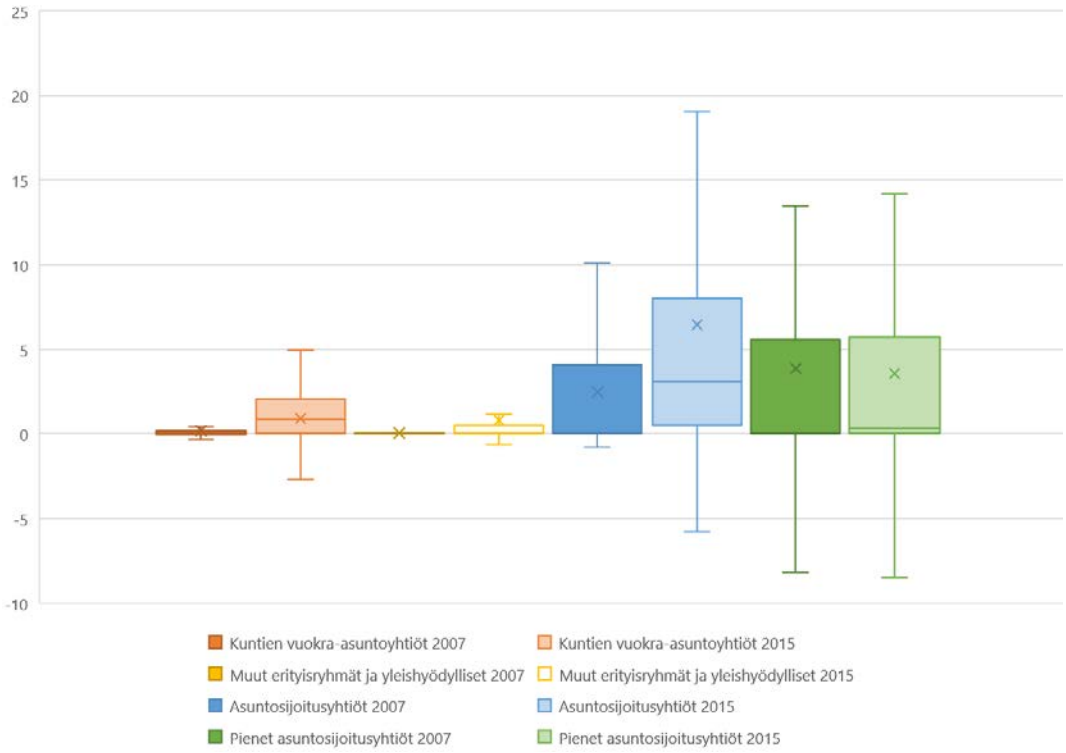


Kuvio 4.5 Kokonaispääoman tuotto ROA-%, taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

Kokonaispääoman tuottolukujen jakaumien perusteella (Kuvio 4.6) nähdään, että myös negatiiviset tuotot ovat keskimäärin harvinaisempia ja pienempiä yleishyödyllisillä toimijoilla. Suurimpien kaupunkien ja kasvukeskusten lähellä sijaitsevien kuntien asuntoyhteisöjen tuotot sijoittuvat jakauman yläpäähän, kun taas tappiota tuottaneet ovat pääasiassa syrjäisemmillä alueilla asuntoja omistavia kuntien vuokra-asuntoyhteisöjä.

Erot eri toimijaryhmien välillä käyvät jakaumakuviosta entistä selvemmiksi. Yksityisillä toimijoilla skaala on selvästi laajempi ryhmän sisällä. On hyvä huomioida, että kolme neljännestä kaikista yhtiöistä on tuottanut voitollisen tuloksen kokonaispääoman tuotolla mitattuna. Tuottojen jakaumassa on lisäksi huomionarvoista, että yksityisten asuntosijoitusyhtiöiden korkeiden ROA-lukujen määrä on kasvanut vuodesta 2007 vuoteen 2015 tultaessa. Samaan aikaan on tapahtunut merkittävä muutos sijoitusympäristössä, kun on siirrytty matalien korkojen aikaan ja korkosijoitusten tuotot ovat painuneet lähelle nollaa. Pienten asuntosijoitusyhtiöiden ryhmässä kokonaispääoman keskiarvoiset tuotot ovat selvästi korkeampia kuin mediaanituotot, mikä indikoi, että harvemmilla yrityksillä on korkeat tuotot ja suurella massalla ne

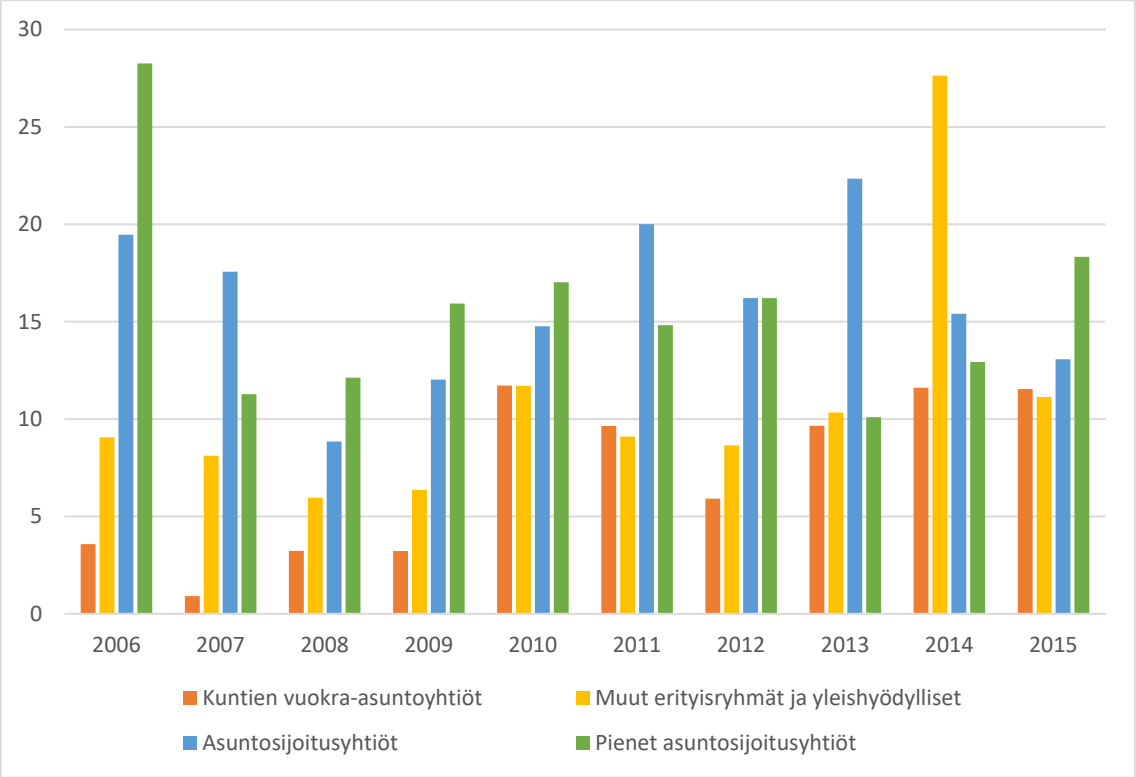
ovat nollan tuntumassa. Tässä ryhmässä myös tappiota tuottaneita yrityksiä on enemmän kuin suurempien yritysten ryhmässä.



Kuvio 4.6 Kokonaispääoman tuotto ROA-%, jakauma. Amadeus (2017)

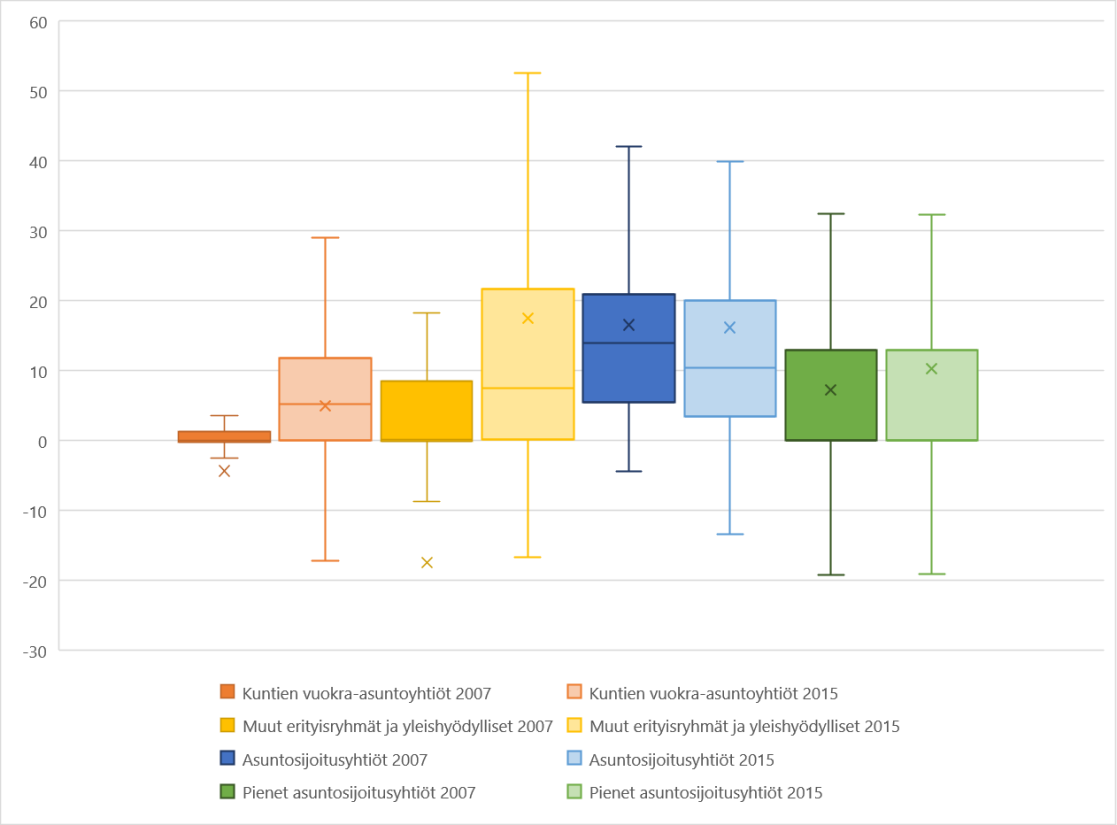
Oman pääoman tuotto

Tarkasteltavalla jaksolla eri vuokra-asuntosijoitusalan toimijaryhmien oman pääoman tuotto-prosentit ovat lähentyneet toisiaan (Kuvio 4.7). Yksityiset asuntosijoitusyritykset olivat keski-lukujen perusteella saavuttaneet huomattavasti suurempia oman pääoman tuottoja ROE:n mukaan jakson alkupuolella. Kuntien ARA-asuntojen, opiskelija-asuntojen ja muiden ARA-asuntojen tarjoajien oman pääoman tuotot olivat mediaanitasolla hyvin matalia samaan ai-kaan. Erot eri toimijaryhmien välillä ovat kuitenkin tasaantuneet huomattavasti vuoteen 2015 tultaessa. Yksityiset toimijat ovat edelleen oman pääoman tuottoluvuissa kärjessä, mutta vain hienoisesti. Yleisesti voidaan sanoa asuntosijoitusyhtiöiden oman pääoman tuoton ol-leen tarkastelujaksolla hyvällä tai tyydyttävällä tasolla.



Kuvio 4.7. Oman pääoman tuotto ROE-%, taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

Oman pääoman tuottoluvut ovat jakaantuneet eri tavoin eri toimijoita tarkasteltaessa (Kuvio 4.8). Kuntien ja muiden yleishyödyllisten toimijoiden ryhmien sisäinen ROE:n vaihtelu on yleensä ollut selvästi vähäisempää kuin yksityisillä toimijoilla. Näillä toimijoilla vaihtelu on kuitenkin kasvanut selvästi enemmän tarkastelujakson alku- ja loppuvuoden välillä. Yksityisillä toimijoilla vaihtelu on selvästi suurempaa, mutta ajallisesti tasaisempaa. Skaala on 55 %:n tuottoprosenteista -20 %:n tappioprosentteihin. Suurempi vaihtelu näkyy myös siinä, että nämä yritykset ovat pystyneet tuottamaan keskimäärin parempaa tuottoa pääomalleen.



Kuvio 4.8. Oman pääoman tuotto ROE-%, jakauma. Amadeus (2017)

Kaikkien toimijaryhmien osalta vähintään kolme neljännestä tarkastelluista yrityksistä on mediaanilukujen mukaan tuottanut omalle pääomalleen positiivisen tuloksen. Kuntien ja yleishyödyllisten toimijoiden osalta alimman neljänneksen tappiot rajautuvat selvästi pienemmiksi, kuin yksityisillä toimijoilla.[17]

Omavaraisuusaste

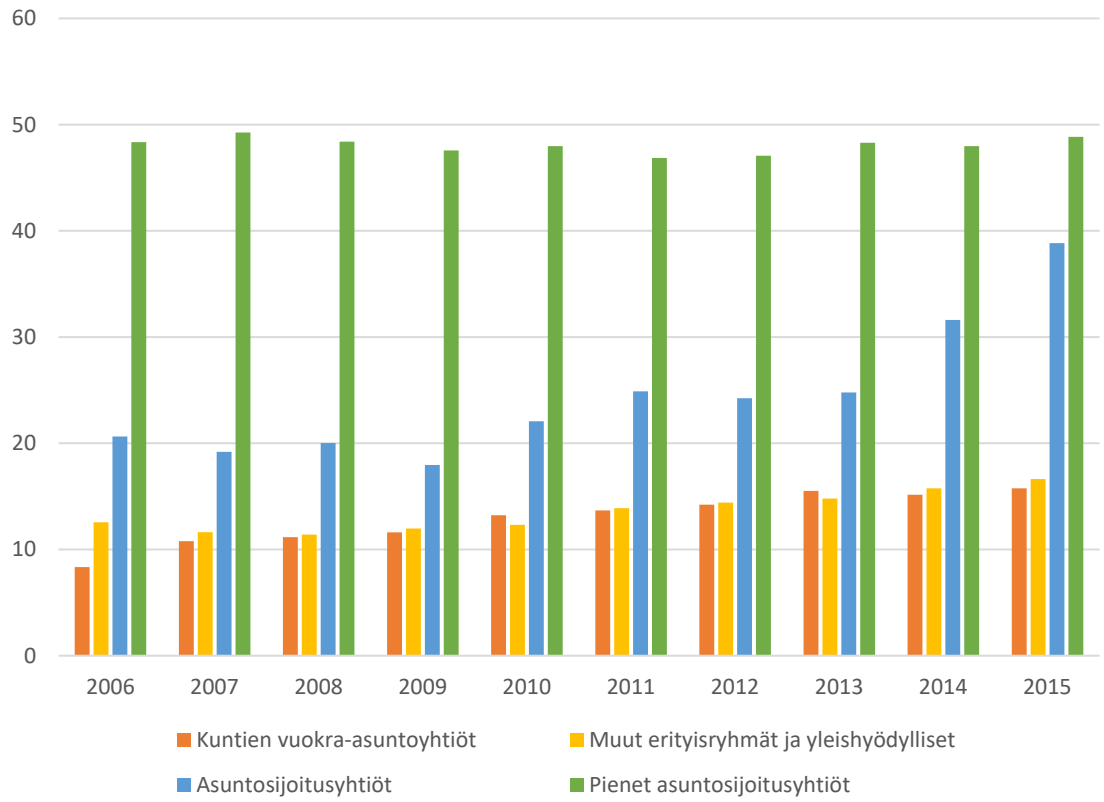
Omavaraisuusaste kertoo sen, kuinka suuri osuus yrityksen omaisuudesta on rahoitettu omalla pääomalla. Omavaraisuuden tavoitearvot ovat usein hyvin yrityskohtaisia. Vakaan kannattavuuden yritykset tulevat toimeen pienelläkin omalla pääomalla, kun tappioita ei synny. Jos toiminta on riskillisempää, voi pieni oman pääoman osuus kaataa yrityksen tappioiden syntyessä. Korkea oman pääoman osuus antaa enemmän puskuria toiminnalle, mutta tällöin suurempia tuottoja ei ole mahdollista saavuttaa velkavivun avulla. Kiinteistösijoitusalalla omavaraisuusasteet voivat vaihdella suuresti yrityksen iän ja elinkaaren vaiheen mukaan. Kiinteistöjen osto vaatii suuren alkuinvestoinnin, jonka rahoittaminen vaatii usein suuren velkamäärän nostamista.

Omavaraisuusasteiden tasossa on huomattavia eroja eri toimijaryhmien välillä. (Kuvio 4.9). Erot ovat myös pysyneet suhteellisen muuttumattomana tarkastelujakson aikana, mikä kuvastaa toimijoiden erilaista liiketoimintalogiikkaa vuokra-asuntosijoitusalalla. Kuntien vuokra-asuntoyhteisöt sekä yleishyödylliset yhteisöt toimivat periaatteessa vakaammassa toimintaympäristössä kuin yksityiset vuokra-sijoitusalan toimijat, koska ne voivat hyödyntää korkotuettuja lainoja. Korkotukilainat mahdollistavat velkavivun käyttöä suurella vieraan pääoman osuudella, ja toisaalta osin julkisomisteisina toimijoina niillä on vakaat toimintaedellytykset. Näiden säänneltyjä vuokra-asuntoja omistavien yhteisöjen omavaraisuusaste on ollut koko

[17] Yksittäiset negatiiviset äärihavainnot painavat kuviossa keskiarvon (rasti) vaihteluvälin ulkopuolelle kuntien ja muiden yleishyödyllisten ryhmissä vuoden 2007 kohdalla.

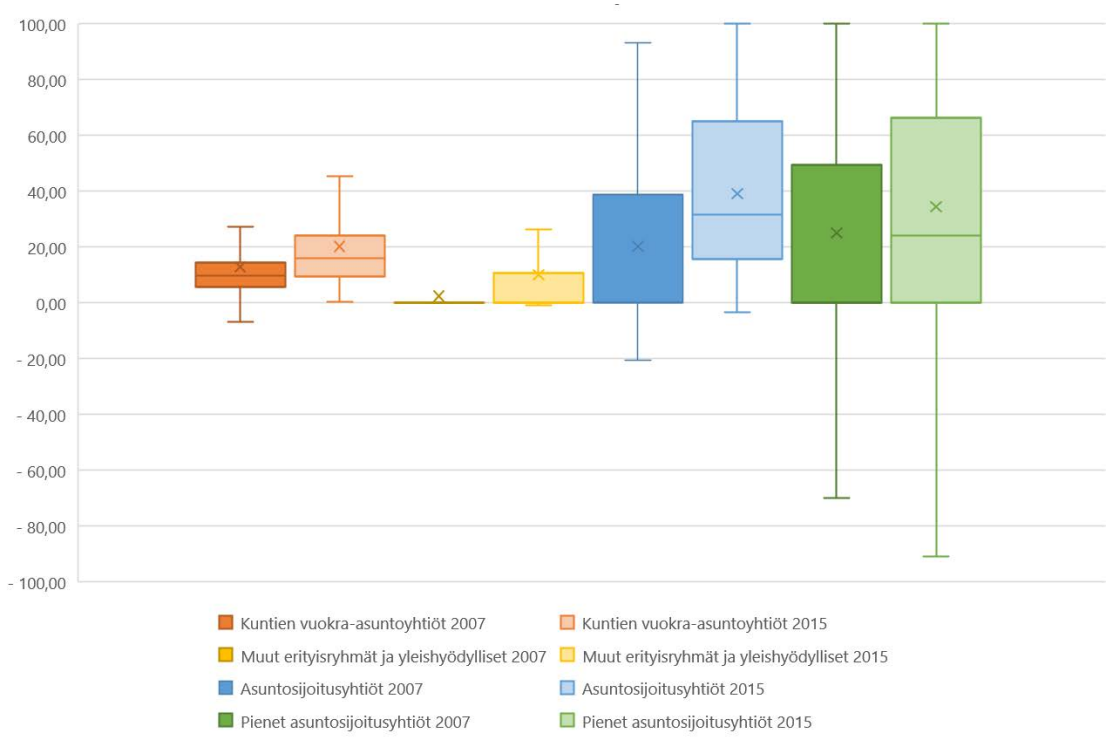
tarkastelujakson aikana alle 20 %, mikä on hyvin matala oman pääoman taso, joskin omavaraisuus on noussut koko ajan hitaasti.

Yrityksen koolla eli taseella painotettuina keskiarvoina kuvatut omavaraisuusasteet ovat kääntyneet kasvuun suurten ja keskisuurten asuntosijoitusyhtiöiden ryhmässä vuoden 2008 jälkeen. Tässä ryhmässä erityisesti suurten yritysten omavaraisuusasteet ovat nousseet tarkastelujakson aikana, koska sekä keskiarvo että painotettu keskiarvo ovat mediaania korkeampia. Vuonna 2015 asuntosijoitusyhtiöiden omavaraisuusaste oli keskimäärin noin 39 % taseella painotettuna keskiarvona laskettuna. Vuoden 2008 jälkeen alkanut yleinen korkotason lasku ei näytä muuttaneen merkittävästi vieraan pääoman käyttöä asuntosijoituksissa. Päinvastoin asuntosijoitusyhtiöiden oman pääoman osuus on kasvanut ja pienillä yhtiöillä pysynyt käytännössä muuttumattomana koko tarkastelujakson ajan. Asuntosijoitusyhtiöiden ryhmässä on kuitenkin syytä huomata, että parin suuren toimijan rakenne- ja liiketoimintajärjestelyt ovat kasvattaneet joidenkin sen otokseen lukeutuvien konserniyhtiöiden omavaraisuusasteita, mikä hieman nostaa koko ryhmän painotettua keskiarvoa. Yritystason tarkastelussa ei ole havaittavissa laajempana ilmiönä oman pääoman osuuden kasvattamista taseessa, vaan yritykset näyttävät toimivan kukin hyvin vakiintuneella omavaraisuusasteen tasollaan.



Kuvio 4.9 Omavaraisuusaste, taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

Omavaraisuusasteiden jakaumia tarkastellessa (Kuvio 4.10) nähdään jälleen suuria eroja yksityisten asuntosijoittajien ja yleishyödyllisten toimijoiden yritysryhmien välillä ja myös niiden sisällä. Yleishyödyllisten ryhmissä kolme neljästä toimijasta toimii terveesti omavaraisuuden ollessa positiivinen. Pienistä asuntosijoittajista löytyy joukko yrityksiä, joilla omavaraisuusaste on kestämättömällä pohjalla. Suurista asuntosijoitusyhtiöistä valtaosalla on käytössään oman pääoman puskureita tappioiden varalle.



Kuvio 4.10 Omavaraisuusaste, jakauma. Amadeus (2017)

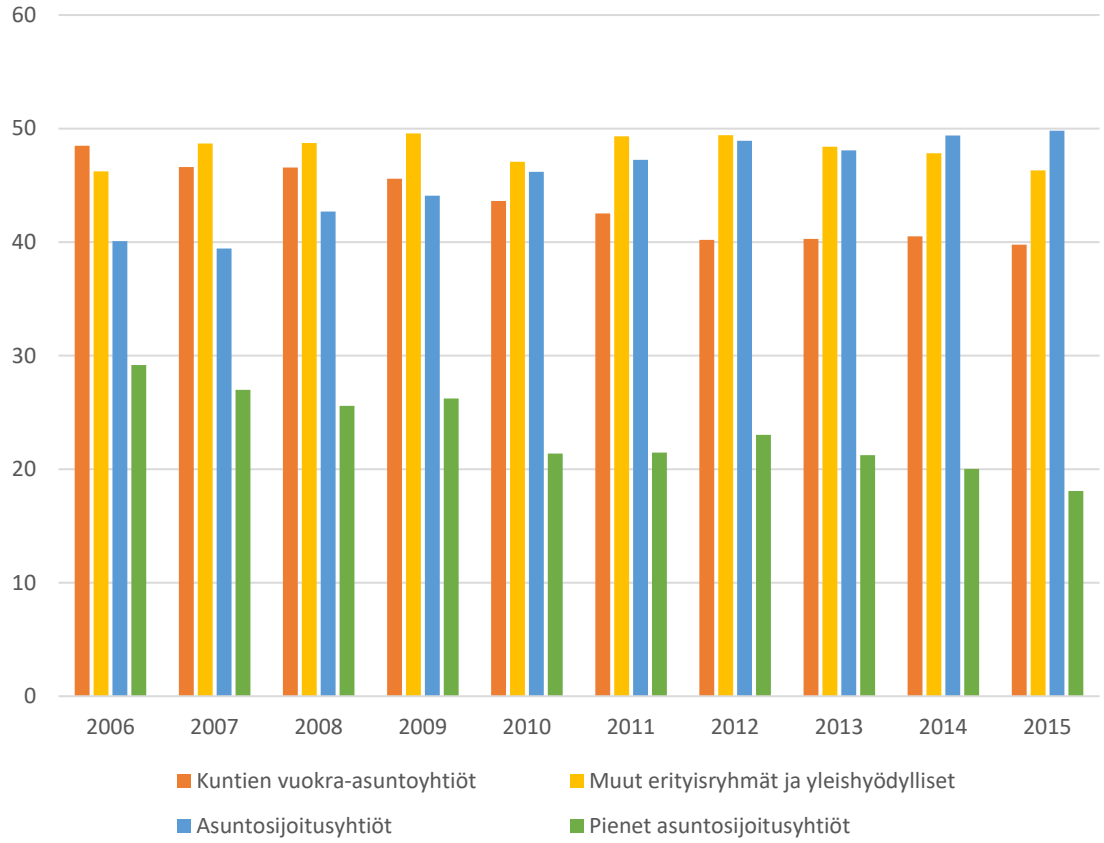
4.4 Voittoprosentit

Seuraavaksi tarkastellaan vuokra-asuntosijoitusalan yritysten kannattavuutta tuloslaskelmasta laskettavien voittoprosenttitunnuslukujen valossa. Käyttökateprosentti (EBITDA) lasketaan suhteuttamalla yrityksen käyttökate liikevaihtoon. Käyttökate on operatiivisen liiketoiminnan tulos ennen liiketuloksesta poistojen, arvonalentumisen ja rahoitus- ja korkokulujen vähentämistä. Tällöin yrityksen velalla tai velattomuudella ei ole merkitystä toiminnan kannattavuutta tarkasteltaessa. EBITDA-tunnusluvulla voidaan vertailla saman toimialan yritysten liiketoiminnan kannattavuutta. Käyttökateprosenttiin verrattuna liiketulosprosentista (EBIT) on vähennetty poistot sekä arvonalentumat mutta ei rahoitus- ja korkokuluja. Myös liiketulosprosentti soveltuu kannattavuuden vertailuun lähinnä saman toimialan yritysten välillä. Vertailu voi kuitenkin olla harhaista kiinteistötoimialan sisälläkin, jos yritysten kiinteistöomaisuuden kirjanpitoarvon kirjauskäytännöt tai poistokäytännöt eroavat merkittävästi toisistaan.

Käyttökateprosentti

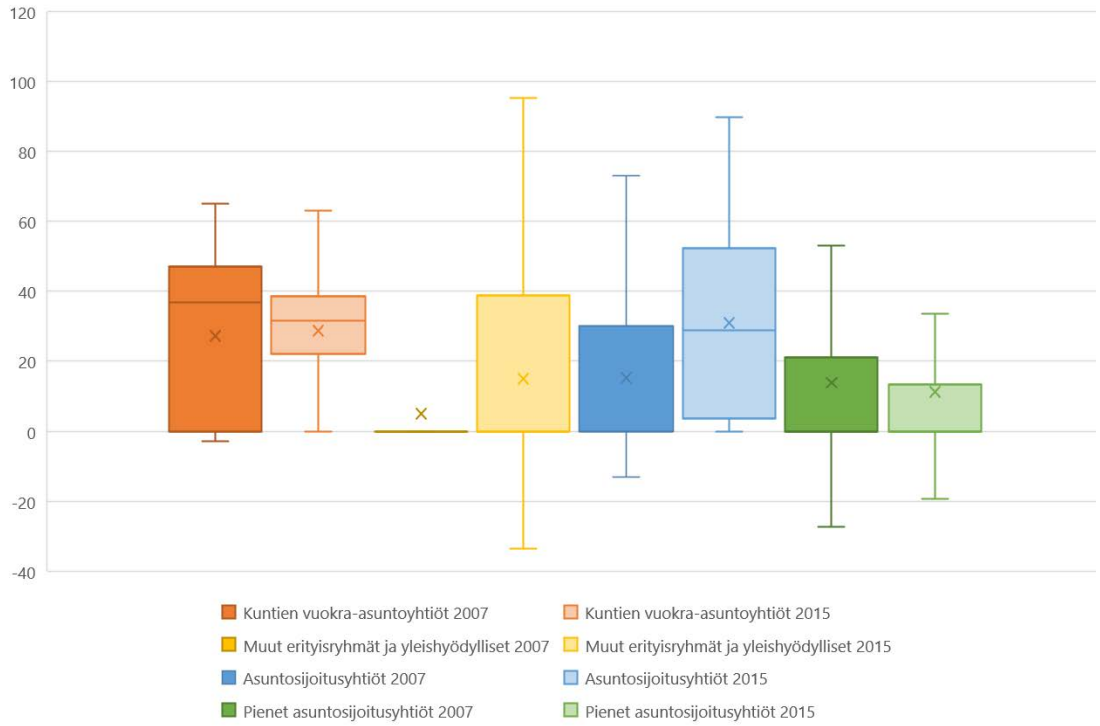
Käyttökateprosentin tasolle ei ole olemassa yksikäsitteisiä viitearvoja, vaan käyttökatteen riittävyyttä tulee arvioida suhteessa toimialan luonteeseen, pääomavaltaisuuteen ja rahoitusrakenteeseen. Vuokra-asuntosijoitusalalla toimivien yritysten tulisi tuottaa liiketoiminnallaan ainakin sen verran tulosta, että se kattaa asuntokannasta tehtävät tilinpäätöspoistot, mahdolliset arvonalentumiset ja rahoituskulut, jotka tyypillisesti ovat toimialalla korkeita. Tarkasteltavista yritysryhmistä kaikilla muilla paitsi pienillä asuntosijoitusyhtiöillä käyttökateprosentti on asettunut 40–50 prosentin välille (Kuvio 4.11). Se tarkoittaa, että kun liikevaihdosta, joka koostuu pääasiassa vuokratuloista, vähennetään suoraan siihen kohdistuvat toimintakulut, noin puolet tuotoista jää jäljelle käyttökatteeksi.

Kuntien vuokra-asuntoyhteisöjen EBITDA-tunnusluku on ollut laskussa tarkastelujakson aikana, kun taas suurten ja keskisuurten asuntosijoitusyhtiöiden kannattavuus näyttäisi käyttökateprosentilla mitattuna vahvistuneen.



Kuvio 4.11 Käyttökateprosentti (EBITDA-%), taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

Pienten asuntosijoitusyhtiöiden ryhmässä käyttökateprosentti on jäänyt selvästi muiden yhtiöiden kannattavuutta matalammaksi ja sen trendi on ollut laskeva. Käyttökateprosenttien jakaumaa tarkastellessa nähdään, että pienten asuntosijoitusyhtiöiden joukossa on suhteellisesti suurten ryhmää enemmän yrityksiä, joiden liiketoiminta on ollut kannattamatonta (Kuvio 4.12). EBITDA-tunnusluvun jakaumakuviosta nähdään toisaalta yleishyödyllisten ja suurten ja keskisuurten asuntosijoitusyhtiöiden ryhmissä tapahtunut kannattavuuden kasvu, kun verrataan vuoden 2015 tilannetta tarkastelujakson alkuun. Vuoden 2015 osalta negatiiviselle painunut jakauma yleishyödyllisten yhtiöiden ryhmässä selittyy suuren vuokra-asuntokonsernin muutamaan tytäryhtiöön kirjatuista tappiollisista tuloksista. Muutoin myös näiden konsernien muiden tytäryhtiöiden sekä muiden yleishyödyllisten ryhmään kuuluvien yhtiöiden käyttökateprosentit olivat positiivisia.

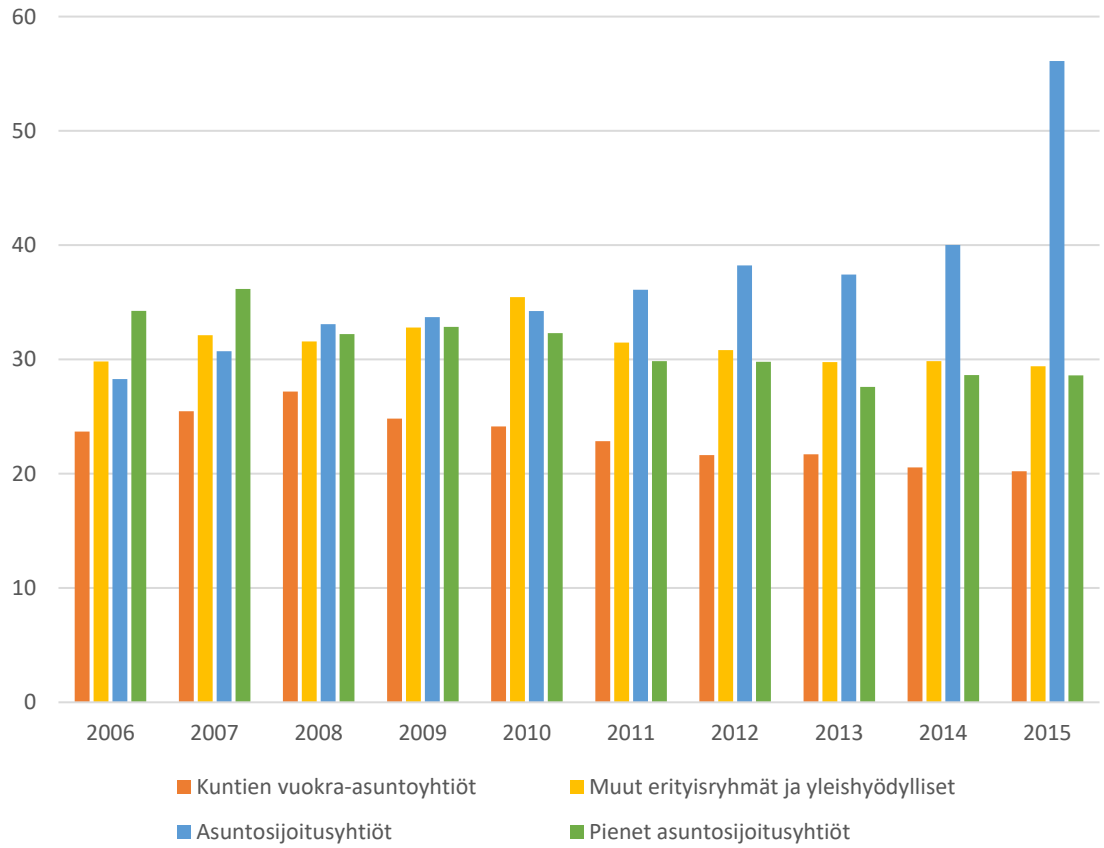


Kuvio 4.12 Käyttökateprosentti (EBITDA-%), jakauma. Amadeus (2017)

Liiketulosprosentti

Liiketulosprosenttien kehitystä eri toimijoiden välillä vertaillessa (Kuvio 4.13) nähdään, että pienten asuntosijoitusyhtiöiden kannattavuus on kulkenut liki tasoissa muiden yleishyödyllisten kuin kunnallisten vuokra-asuntoyhteisöjen kannattavuuden kanssa, kun taas suurten ja keskisuurten asuntosijoitusyhtiöiden ryhmässä taseella painotettuna keskiarvona laskettu liiketulosprosentti on kääntynyt tarkastelujakson loppupuolella kasvuun. Kuitenkin muiden yritysryhmien EBIT-tunnusluku on laskenut trendinomaisesti vuodesta 2009 lähtien. Tätä voi selittää yleinen talouden laskusuhdanne, korkotason ja sen myötä vaihtoehtoisten sijoituskohteiden tuottojen lasku, mikä on voinut lisätä kilpailua alalla.

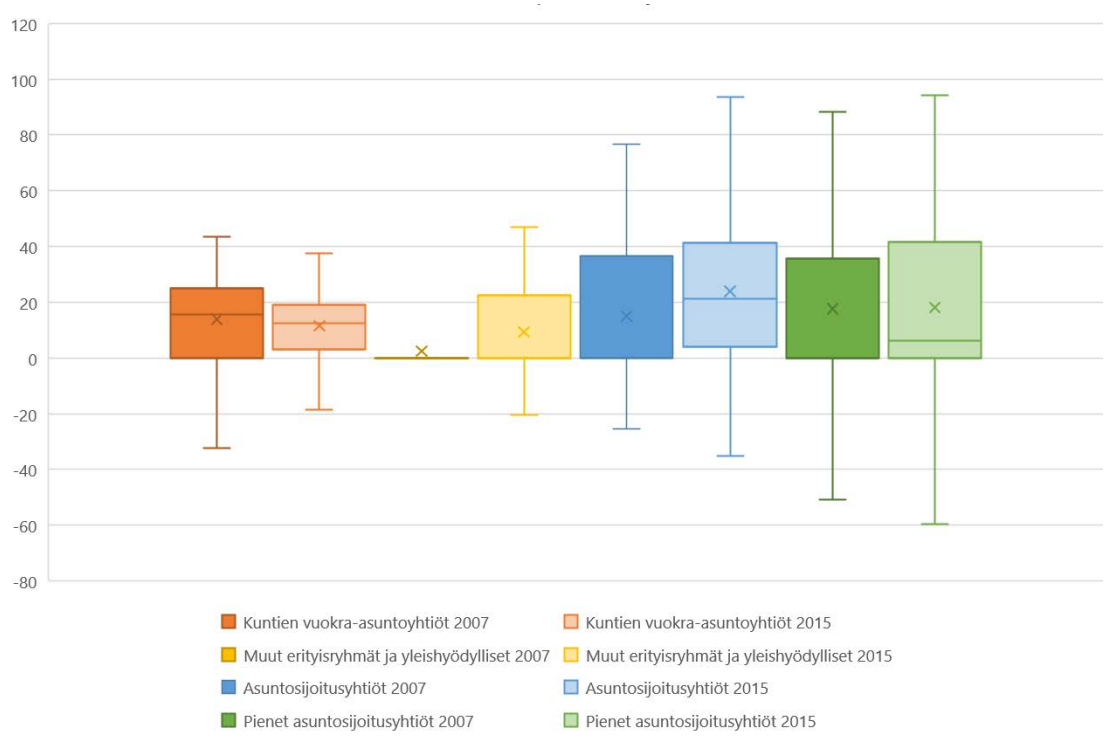
Vuoden 2015 kohdalla havaittava huomattava muutos asuntosijoitusyhtiöiden liiketulosprosentissa selittyy sillä, että ryhmään kuuluvien suurimpien yhtiöiden liiketulosten paranemisen lisäksi kahden suuren konsernin linjaus luopua yleishyödyllisestä asuntokannasta ja keskittyä vapaiden markkinoiden vuokra-asuntoihin näkyi niiden tulosten kasvuna. Koska aineisto on poimittu Amadeus-tietokannasta tytäryhtiötasolla (vrt. ei konsolidoituna koko konsernin yhteisenä tilinpäätöksenä), esimerkiksi Saton ja Kojamon emoyhtiöt lukeutuvat sääntelemättömien markkinoiden asuntosijoitusyhtiöiden ryhmään ja niiden yleishyödyllisiä asuntoja omistavat ja vuokraavat tytäryhtiöt muiden yleishyödyllisten ryhmään.



Kuvio 4.13 Liiketulosprosentti (EBIT-%), taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

Kun verrataan liiketulosprosenttien kehitystä käyttökateprosentteihin, huomataan, että pienillä asuntosijoitusyhtiöillä EBIT on korkeampi kuin EBITDA, mikä viittaa siihen, että yhtiöt ovat kirjanneet tulokseensa systemaattisesti enemmän kiinteistöomaisuuden arvonnousuja kuin arvonalennuksia ja poistoja. Suurten ja keskisuurten asuntosijoitusyhtiöiden ryhmässä tällaista ei ole havaittavissa, paitsi viimeisenä tarkasteluvuotena, jolloin liiketulosprosentti kohosi käyttökateprosenttia korkeammaksi edellä mainittujen tekijöiden vuoksi. Myös kunnallisilla ja muilla yleishyödyllisillä asuntosijoitusyhteisöillä tuloslaskelmassa alempana esiintyvä erä eli liiketulos on matalampi kuin käyttökate, mikä tarkoittaa niiden tehneen enemmän poistoja ja arvonalennuskirjauksia kuin mahdollisia arvonkorotuksia kiinteistöomaisuudestaan. Tulos viittaa siihen, että poisto- ja arvonalennusten kirjaustavoissa on eroja toimijaryhmittäin. Kuntien vuokra-asuntoyhteisöt ja yleishyödylliset yhteisöt tekisivät tämän havainnon perusteella suurempia poistoja ja arvonalentumisia kuin asuntosijoitusyhtiöt. ARA:n ohjeistuksen mukaan poistojen tulisi vastata ohjelman mukaisia lainanlyhennyksiä. (Kuntaliitto, 2008) Yksityisillä toimijoilla on harkinnanvaraa tilinpäätöksen laatimisessa.

Jakaumia tarkasteltaessa (Kuvio 4.14) nähdään aiemmin edellä esitettyjen tunnuslukujen kohdalla havaittu ilmiö, että kannattavuuden hajonta kasvaa kunnallisista ja yleishyödyllisistä toimijoista markkinaehtoisiin asuntosijoitusyhtiöihin. Kolme neljännestä kunkin ryhmän toimijoista on saavuttanut yli kymmenen prosentit liiketulosprosentin, joten vuokra-asuntosijoittaminen on useimmille toimijoille liiketulosprosentilla mitaten kannattavaa toimintaa.



Kuvio 4.14 Liiketulosprosentti, jakauma. Amadeus (2017)

4.5 Vertailu muihin toimialoihin

Vertailukohtana vuokra-asuntosijoitusalalla toimivien yritysten kannattavuudelle seuraavaksi tarkastellaan yritysten vastaavia tunnuslukuja viidellä muulla toimialalla. Vertailutoimialoiksi on valikoitu (1) muu kiinteistösijoittaminen, (2) rakennuttaminen, (3) rakentaminen, (4) koneleasing, (5) kodinerikoiskauppa. Nämä toimialat on valittu vertailukohdaksi, koska niillä kaikilla on jossakin suhteessa yhtymäkohtia asuntojen vuokrauksen liiketoimintaan.

Kiinteistösijoittaminen ja rakennuttaminen ovat luontevia ensisijaisia vertailutoimialoja vuokra-asuntosijoitusalalle, jotta voidaan arvioida, millainen kannattavuustaso on siihen läheisesti liittyvillä aloilla. Rakennustoimialan yritysten kannattavuuden tarkastelu on mielekästä, jotta saadaan kokonaiskäsitys tuottojen muodostuksesta asuntotuotantoketjussa ja mahdollisia vaikutuksia vuokratasoihin.

Koneleasing on valittu toisaalta sen pääomavaltaisuuden ja toisaalta vuokraustoiminnan vuoksi. Koneleasing valittiin vertailuun siksi, että se edustaa pääomavaltaista alaa, jossa liiketoiminnan tuottojen lähteenä on pääoman käyttöön perustuva kassavirta. Toisekseen siinä voi nähdä yhtymäkohtia asuntosijoitusalaan myös siinä, että toiminnan aloittaminen on kohtuullisen helppoa mutta sen laajentamisessa saattaa kohdata pääomaan ja markkinoille pääsyyn liittyviä rajoitteita. Tällaisia rajoitteita voisi olla esimerkiksi liiketilan tai varastotilan saaminen. Koneleasingiin ei kuitenkaan liity yhteiskunnan tukia kysyntä- tai tarjontapuolella kuten vuokra-asuntosijoitusalalla.

Erikoiskaupan ala edustaa näistä kaikkein erilaisinta liiketoimintaa, mutta siinä, kuten vuokra-asuntosijoitusalalla, loppuasiakkaita ovat tavalliset kuluttajat. Toisaalta kaupan alalla liiketilan saamiseen saattaa liittyä samankaltaisia markkinoille pääsyn esteitä kuin tontin saamiseen vuokra-asuntosijoitusalan toimijoilla.

Muihin kiinteistöihin kuin asuntoihin sijoittavien vertailuyritysten otos on haettu Amadeus-tietokannasta käyttäen hakukriteerinä toimialaluokitusta 68209 ”Muiden kiinteistöjen vuokraus ja hallinta”. Tähän kuuluu Tilastokeskuksen TOL 2008:n mukaan omien tai liisattujen kiinteistöjen vuokraus ja hallinta (muut kuin asuinrakennukset) mukaan lukien muun muassa kauppakeskukset. Toimialaan ei lukeudu kiinteistöjen rahoitusleasing kuten 'sale and lease back ' -tyyppinen kiinteistövuokraus. Myös tällä toimialalla voi olla samoja markkinoille tulon esteitä kuin asuntosijoittamisessa. Kumpikin vaatii kaavoitusta ja tontteja, joiden määrät ovat rajoitettuja. Hakukriteerinä on käytetty lisäksi Amadeuksen kokoluokitusta siten, että toimialan pienet yritykset on rajattu pois otoksesta.

Rakennuttamisen ja rakentamisen toimialojen tuottojen tarkastelulla pyritään saamaan käsitys siitä, millaiseksi yritysten kannattavuus muotoutuu asuntotuotannon arvoketjun eri kohdissa. Rakennushankkeiden kehittäminen on toimintaa, jonka tarkoituksena on lisätä yksittäisen kiinteistön tai tietyn alueen ja sen kiinteistöjen arvoa myöhempää myyntiä varten. Tämä käsittää yleensä maanhankinnan ja rakennuttamisen sekä hankkeen rahoituksen. Rakennuttamista harjoittavia yrityksiä tarkastellaan toimialaluokituksella 41100 ”Rakennuttaminen ja rakennushankkeiden kehittäminen”. Tähän kuuluu asuin- ja muiden rakennusten sekä kiinteistöjen rakennuttaminen ja rakennushankkeiden kehittäminen. Tämä käsittää yleensä maanhankinnan, rakennussuunnittelun, rahoituksen ja urakkakilpailun järjestämisen sekä rakennusaikaisen valvonnan. Tähän kuuluu myös valtion ja kuntien rakennuttajatoiminta.

Rakennusliikkeiden otos on poimittu toimialaluokituksella 4120 ”Asuin- ja muiden rakennusten rakentaminen”. Tähän kuuluu asuin- ja muiden rakennusten rakentaminen sekä perustajaurakointi eli ns. grynderitoiminta. Työt tehdään joko omaan lukuun myytäväksi tai teetätetään osittain tai kokonaan alihankkijoilla. Rakennusliikkeiden otos on jaettu Amadeuksen kokoluokituksen mukaan. Pieniin rakennusliikeisiin, joita toimialan yrityksistä on valtaosa sekä näitä suurempiin rakennusliikkeisiin.

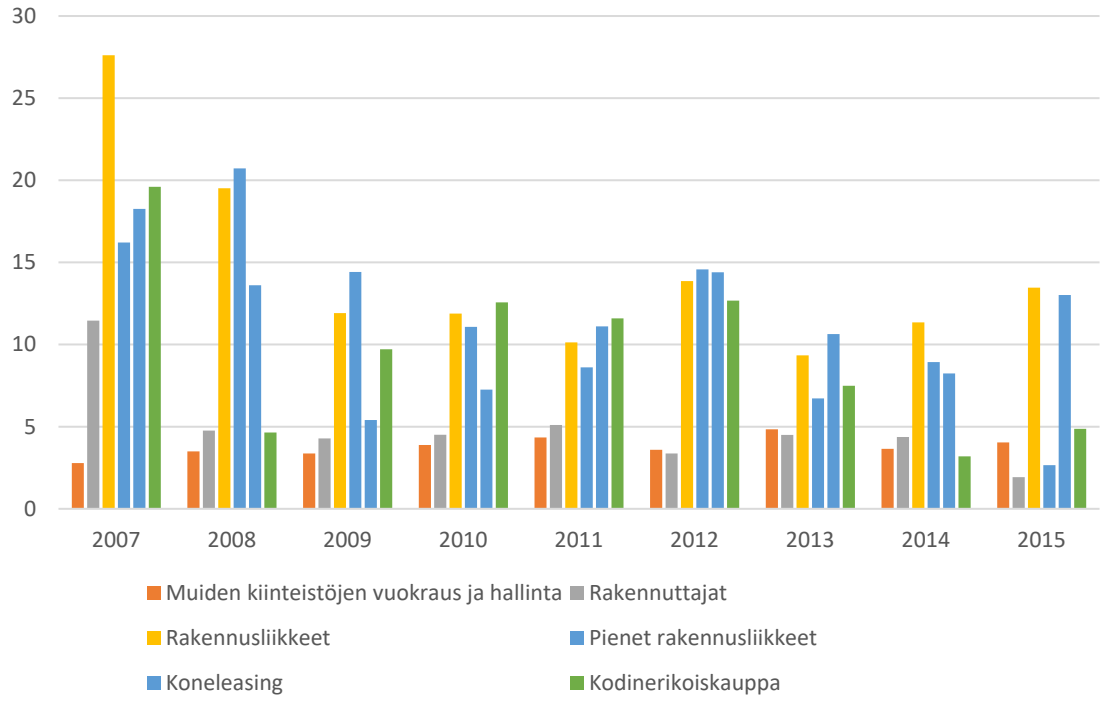
Koneleasing-otos on poimittu Amadeus-tietokannasta toimialaluokituksella 77320 ”Rakennuskoneiden ja -laitteiden vuokraus ja leasing”. Tähän kuuluu rakennuskoneiden ja -laitteiden vuokraus ilman käyttäjää ja käyttöleasing. Esimerkkejä vuokrauksen kohteena olevista koneista ja laitteista ovat nosto- ja siirtokalusto, poraus- ja piikkauskoneet, hiomakoneet, betonointikalusto, rakennustelineet. Tähän ei kuulu rakennuskoneiden ja -laitteiden vuokraus käyttäjineen.

Viimeinen vertailutoimiala on 475 ”Muiden kotitaloustavaroiden vähittäiskauppa erikoismyymälöissä”. Tähän luokkaan kuuluu kotitaloustavaroihin, kuten tekstiileihin, rautakauppatavaroihin, mattoihin, sähkölaitteisiin tai huonekaluihin erikoistunut vähittäiskauppa. Kaupan alalla asiakkaana on tavallinen kuluttaja, kuten asunnon vuokrauksessakin. Toisaalta kodinerikoiskaupan yritysten valinnalla vertailuun elintarvikkeiden ja erikoistumattoman vähittäiskaupan sijasta pyritään välttämään kauppaketjujen välisen kilpailun (hankinnassa ja liiketiloissa) vaikutus analyysiin.

Eri toimialoja vertailtaessa on muistettava, etteivät kaikki taloudelliset tunnusluvut ole täysin vertailukelpoisia toimialojen välillä. Toimialojen yritysten erilaiset rakenteet ja kirjanpitokäytännöt voivat aiheuttaa erilaisia tulkintoja yritysten taloudellisesta tilanteesta. Tuottoprosenttien ajallisessa kehityksessä kaikilla vertailutoimialoilla näkyy vahvasti yleisen talouden suhdannekehitys. (Kuvio 4.15) Aiemmin havaittiin, että vapailla markkinoilla toimivien vuokra-asuntosijoitusyhtiöiden ROCE on ollut keskimäärin noin 6 % ja pienillä yhtiöllä hieman sitä alempi. Vertailutoimialojen tuotot poikkeavat suuresti sekä asuntosijoitusyhtiöiden tuottotasosta että eri toimialojen välillä. Muihin kiinteistöihin kuin vuokra-asuntoihin sijoittavat yritykset ovat olleet ROCE-tunnusluvulla mitaten kaikkein heikoimmin kannattavia näistä vertailu-

toimialoista. Toimialan keskimääräinen tuottotaso on jäänyt myös vuokra-asuntosijoittamisen tuottoja matalammaksi. Painotettuna keskiarvona laskettu ROCE kiinteistösijoittamisen alalla oli 4,0 % vuonna 2015.

Rakennuttajien sijoitetun pääoman tuotot ovat olleet lähellä kiinteistösijoittamisen toimialan tasoa. Rakennusliikkeiden tunnusluvuista nähdään, että pienten rakennusliikkeiden ROCE on pääsääntöisesti jäänyt matalammaksi kuin tuottoprosentti koko rakennusliikkeiden otoksessa. Ryhmässä, jossa suuret ja keskisuuret rakennusliikkeet ovat mukana, ROCE on ollut vuoden 2008 jälkeen melko vakaa hieman yli kymmenessä prosentissa, kun taas pienten rakennusliikkeiden ROCE painunut sen alle ja se oli tarkastelujakson lopussa noin 3 %. Joukossa oli kuitenkin suuria negatiivisia havaintoja, jotka painoivat keskiarvoa alaspäin, ja mediaani ryhmässä oli 10 %. Rakentamisen toimialan riskiä voidaan pitää suurempana kuin vuokra-asuntosijoitusalan liiketoiminnan riskiä. Ensinnäkin vuokra-asuntojen kassavirta on näkyvämpää ja jossain määrin ennakoitavampaa kuin rakennusliikkeen liiketoiminnan tuotot. Toisaalta rakentaminen on työomavaltaisempaa ja suhdanneherkempää. Lisäksi rakentamiseen kohdistuva sääntely ja tonttien saamiseen liittyvät käytännöt voivat kasvattaa liiketoiminnan riskiä. Rakennusliikkeiden vuokra-asuntosijoittamista korkeampi sijoitetun pääoman tuotto voidaan siten nähdä kompensaationa alan korkeammasta riskisyydestä. Se voi myös kertoa tehottomuudesta ja kilpailun rajoitteista rakentamisen toimialalla, mitä tässä selvityksessä ei kuitenkaan voida syvällisemmin tutkia.



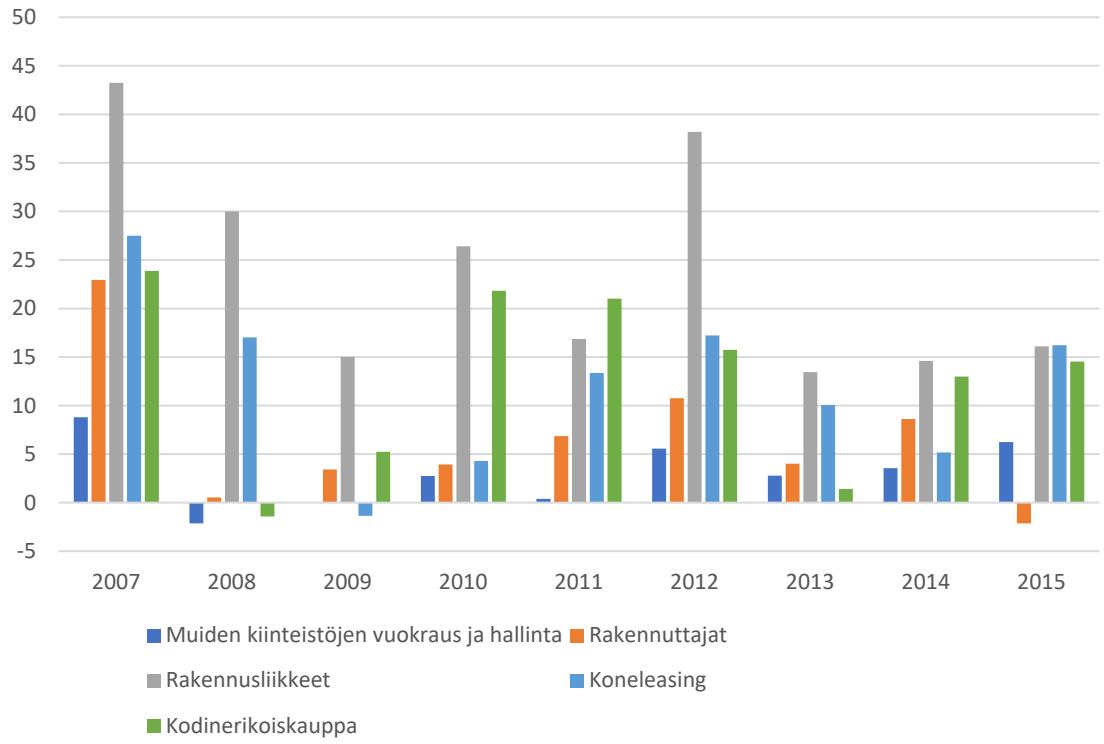
Kuvio 4.15 Toimialavertailu, sijoitetun pääoman tuotto ROCE-%, taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

Muista vertailutoimialoista koneleasingyhtiöt ovat tuottaneet varsin vakaata keskimäärin noin kymmenen prosentin tuottoa sijoitetulle pääomalle eli ne ovat kattaneet paitsi vieraan pääoman korkokustannuksen myös tuottaneet voittoa oman pääoman sijoittajille. Tämä tunnusluku ei kuitenkaan kerro sitä, kuinka paljon yhtiöt ovat jakaneet omistajilleen voittoja ulos yhtiöstä osinkoina. Koneleasingin alalla toimivien yhtiöiden tuottoprosentit ovat selvästi korkeampia kuin muiden kiinteistöjen vuokrauksen toimialan yhtiöillä.

Oman pääoman tuottoprosentit ovat olleet vahvimpia vertailuajanjaksolla rakennusliikkeillä sekä kodinerikoiskaupoilla. Rakennuttajien ja koneleasingin tuottoprosentit ovat jääneet mediaaniluvuilla tarkasteltuna hieman edellä mainituista. Tuottoprosentit ovat kuitenkin selvästi

korkeampia kuin muiden kiinteistöjen vuokrauksen mediaaniluvut. Tuottoprosenttien ajallisessa kehityksessä kaikilla vertailutoimialoilla näkyy vahvasti yleisen talouden suhdannekehitys.

Aiemmin tarkastellut vuokrasijoitusalan toimijat sijoittuisivat ROE:lla mitattuna asteikon keskivaiheille rakennuttajien, koneleasing-yritysten sekä kodinerikoiskaupan kanssa. Vuokrasijoitusalan toimijoilla yleinen vaihteluväli mediaanituottoluvuissa oli noin 10–15 %-yksikön välillä.



Kuvio 4.16. Toimialavertailu, oman pääoman tuotto ROE-%, taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

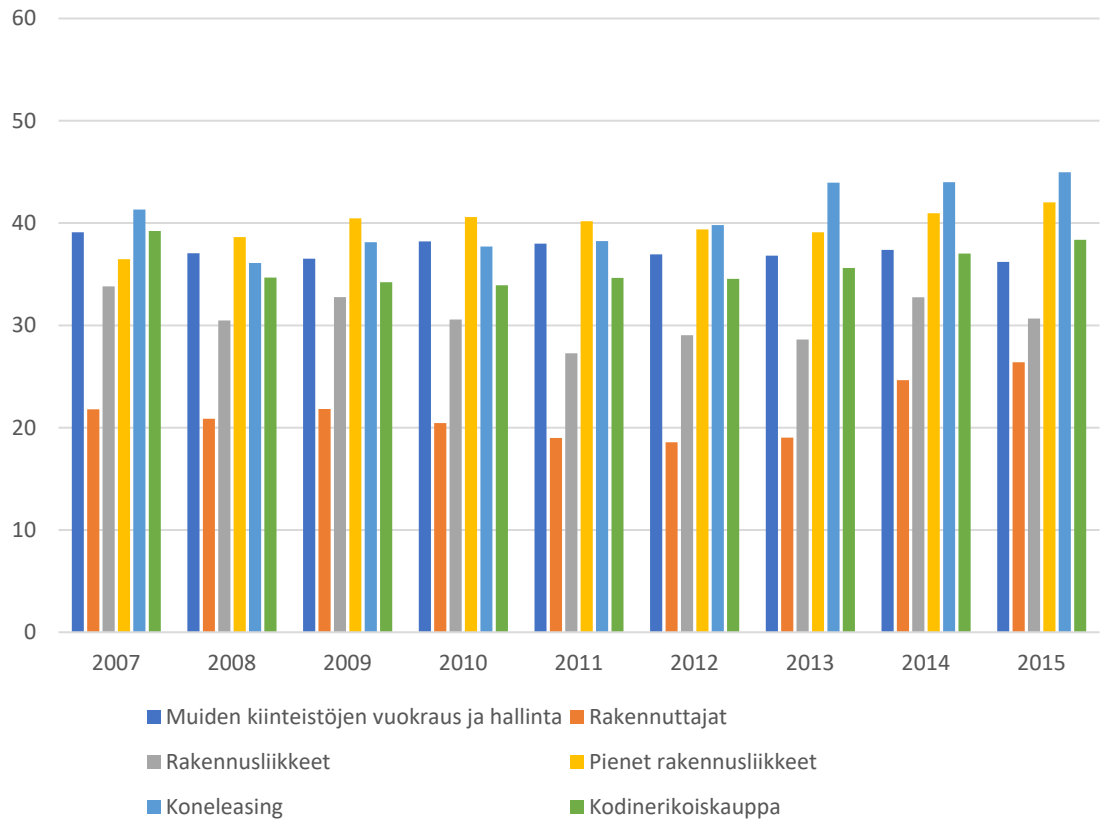
Vertailuun valituilla toimialoilla yhtiöiden pääomarakenteen erot heijastavat liiketoimintalogiikan sekä toimialojen välillä vallitsevia markkinatilanteiden eroja. Kunkin toimialan omavaraisuusaste näyttää kuvion perusteella pysyneen kuitenkin varsin muuttumattomana tarkastelujakson ajan, mikä kuvaa kunkin toimialan yritysten pääomarakenteen ominaista tasoa. (Kuvio 4.17).

Muiden kiinteistöjen vuokraus ja hallinta -yhtiöiden omavaraisuusaste on ollut noin 35 prosentin tasolla. Verrattuna vuokra-asuntosijoitusalan yritysten omavaraisuusasteeseen, muihin kiinteistöihin sijoittavilla yhtiöillä on ollut keskimäärin enemmän omaa pääomaa taseessaan kuin yksityisillä asuntosijoitusyhtiöillä mutta vähemmän kuin pienten asuntosijoitusyhtiöiden ryhmässä keskimäärin. Aineistosta havaittiin, että muihin kiinteistöihin kuin asuntoihin sijoittavilla yhtiöillä yrityskoon yhteys pääomarakenteeseen on päinvastainen kuin vuokra-asuntosijoitusalalla. Toimitilasijoittamisen tuotot ovat olleet pitkään vaimeita, kilpailu alalla kovaa ja toimisto- ja liiketiloista on ollut ylitarjontaa. Kiinteistösijoittajat ovat varautuneet riskeihin pitämällä oman pääoman puskureita ja välttämällä suuren velkavivun käyttöä.

Rakennuttajilla on toimialavertailun matalin omavaraisuusaste koko tarkastelujakson ajan. Taseella painotettuna keskiarvona laskettu omavaraisuusaste oli noin 25 % rakennuttajayritysten ryhmässä viime vuosina. Rakennuttaminen on luonteeltaan pääomavaltaista liiketoimintaa, joka vaatii rakennushankkeen alussa velkarahoitusta, mutta rakennushankkeiden

riskejä voidaan hallita ajoittamalla aloitukset niin, että kohteella on jo ostaja ja osa kauppahinnasta saatetaan maksaa hankkeen alussa, jolloin suurikin velkavipu on hallittavissa. Rakennusliikkeiden omavaraisuusaste on ollut hieman korkeammalla tasolla noin 30 prosentissa, ja pienillä rakennusliikkeillä se on ollut lähempänä 40 prosentin tasoa.

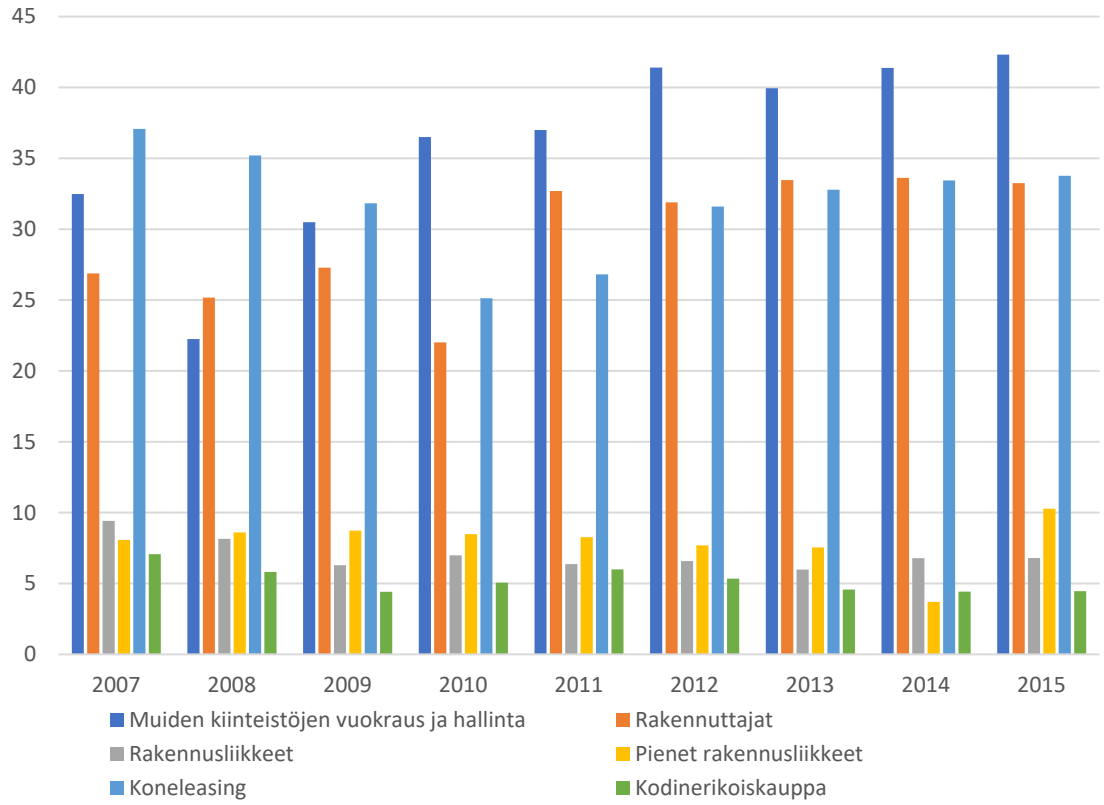
Kiinteistö- ja rakentamistoimialojen ulkopuolisilla yhtiöillä eli koneleasingin ja erikoiskaupanalan yritysten ryhmissä omavaraisuusaste on vaihdellut noin 35–45 prosentissa.



Kuvio 4.17 Toimialavertailu, omavaraisuusaste, taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

Käyttökateprosentteja (EBITDA) vertailtaessa (Kuvio 4.18) nähdään, miten erilaista tulonmuodostus on eri toimialoilla. Erot tunnusluvuissa selittyvät pitkälti jo pelkästään toimialoilla olevien yritysten rakenteiden perusteella. Koska käyttökate kuvaa tulosta ennen rahoituseriä ja poistoja, niillä yrityksillä, joiden liiketoimintaan liittyy paljon taseeseen kirjattua poistettavaa omaisuutta tai joiden toiminta on rahoitettu vieraalla pääomalla ja siten rahoituskustannukset ovat suuria, täytyy tuottaa riittävästi katetta ennen näiden erien vähentämistä. Suurten asuntosijoitusyhtiöiden osalta nähtiin aiemmin, että niiden käyttökate oli keskimäärin hieman alle 50 %. Kaikkien vertailutoimialojen yritysryhmissä käyttökateprosentti jää tätä tasoa matalammaksi. Muiden kiinteistöjen vuokrausta ja hallintaa harjoittavien yritysten käyttökateprosentti on vertailutoimialoista korkein ja lähimpänä vuokra-asuntosijoitusalan käyttökateprosentilla mitattua kannattavuutta. Kuitenkin edellä ROCE-tunnusluvun kohdalla nähtiin, että kiinteistösijoittamisen liiketoiminnalla saavutetut tuotot menevät pitkälti rahoituskuluihin ja kiinteistösijoitusyrityksillä jää vertailutoimialoista kaikkein vähiten tuottoa sijoitetulle pääomalle.

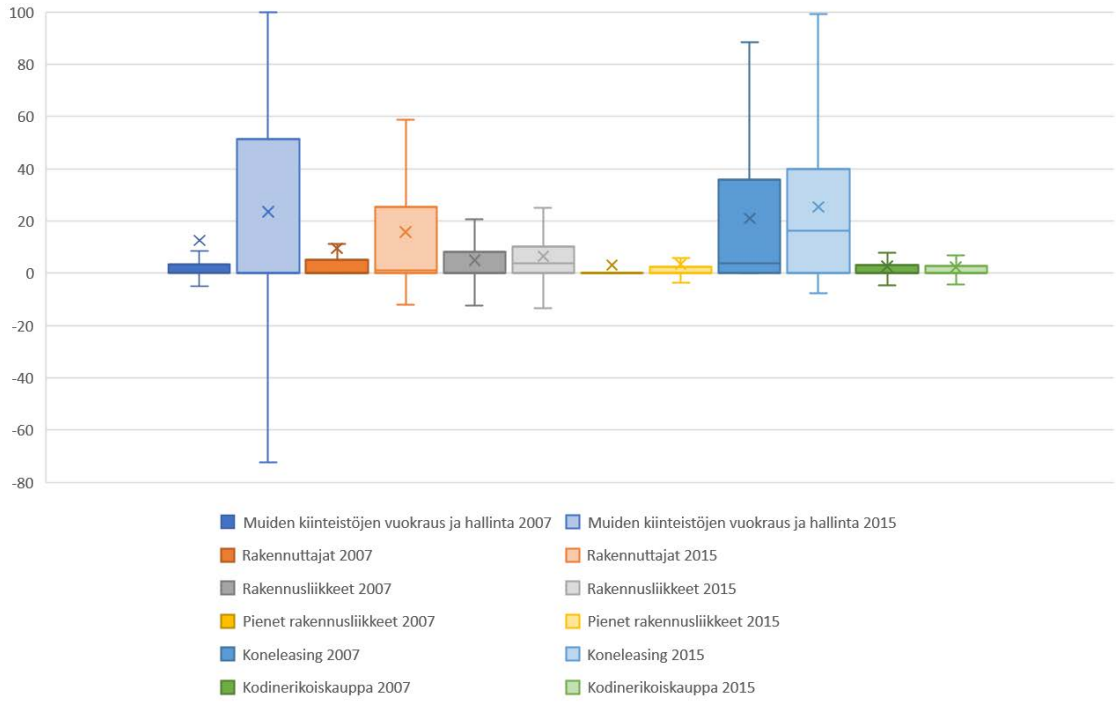
Seuraavaksi korkeimmat käyttökateprosentin tasot tarkastelujaksolla ovat olleet koneleasingin ja rakennuttamisen toimialoilla. Eri toimialoja vertailtaessa EBITDA-lukujen perusteella kannattavuuden suuruusluokkaa kiinnostavampi tarkastelun kohde onkin kannattavuuden ajallisen kehityksen suunta saman toimialan sisällä.



Kuvio 4.18 Toimialavertailu, käyttökateprosentti (EBITDA-%), taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

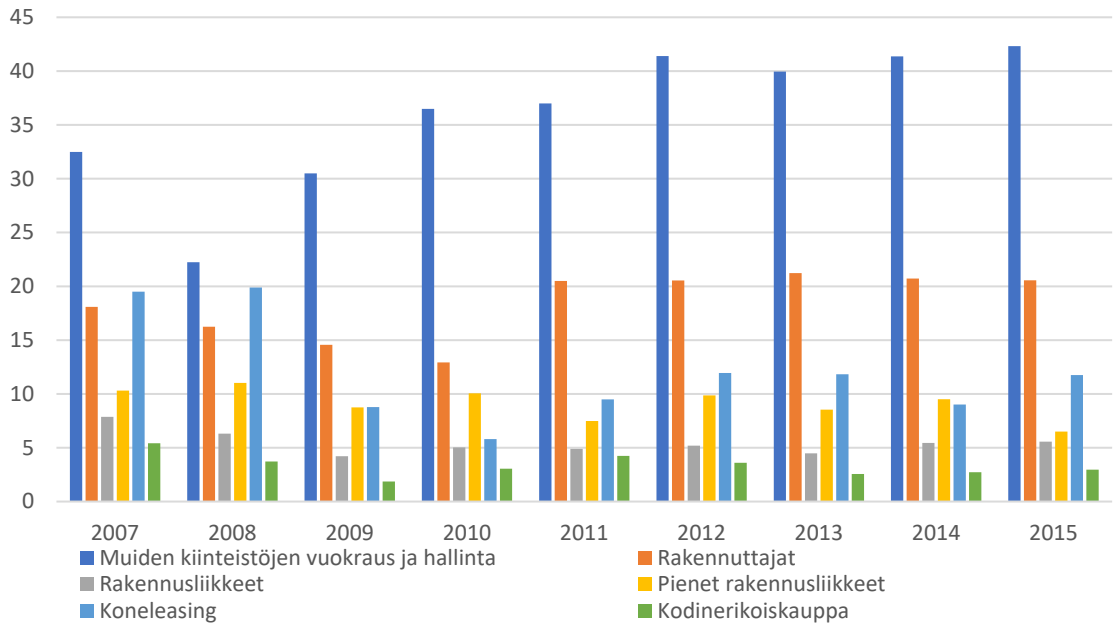
EBITDA-tunnusluvun jakaumia tarkasteltaessa (Kuvio 4.19) nähdään, että muiden kiinteistöjen vuokrauksessa ja hallinnassa kannattavuuden hajonta on suurta toimialan sisällä. Vaihtelu oli suurta myös yksityisten asuntosijoitusyhtiöiden otoksessa, joskin yhtä suuria tappioita ei ollut syntynyt niiden yritysten joukossa. Myös koneleasingia harjoittavien yritysten joukossa kannattavuuden vaihtelu on suurta, mutta vain asteikon yläpäähän päin eikä joukossa ole juuri tappiollisia yrityksiä. Koneleasingin ryhmässä on muutamia erittäin vakaata korkeaa käyttökatetta tuottavia keskisuuria yrityksiä, mikä näkyy jakaumakuviossa. Sekä pienten että suurten ja keskisuurten rakennusliikkeiden ja kodinerikoiskaupan yritysten kannattavuuden vaihtelu on selvästi vähäisempää. Ylipäätään näillä toimialoilla heti liikevaihtoon kohdistuvat kulut (esimerkiksi henkilöstökulut, käyttöomaisuuden vuokrakulut), ovat suhteellisesti suurempia kuin muilla vertailutoimialoilla, minkä vuoksi käyttökate jää ohuemmaksi. Yrityksellä, joka omistaa tuotantovälineensä voi olla korkeammat kateluvut kuin yrityksellä, jonka käyttöomaisuudesta maksamat korvaukset on jo vähennetty EBITDA:ssa.

Havainto hyvin kapeasta käyttökatteiden vaihteluvälistä kuvastaa sitä, että näiden toimialojen yritysten liiketoimintalogiikat kuluerien ja rahoitusrakenteen osalta ovat keskenään varsin samankaltaista. On myös mahdollista, että jos toimialalla yritysten välinen kilpailu on tiukkaa, katteet painuvat alas, ja havainto vertailutoimialojen pienemmistä käyttökatteista heijastelisi kilpailutilannetta. Yksittäisten tunnuslukujen perusteella ei voida tehdä johtopäätöksiä alan kilpailusta tai kilpailun rajoitteista, mutta luvussa 4.7 käsitellään kilpailukysymystä laajemmin.



Kuvio 4.19 Toimialavertailu, käyttökateprosentti (EBITDA-%), jakauma. Amadeus (2017)

Liiketulosprosentin kuvaaja noudattelee samanlaista kaavaa kuin edellä käyttökateprosenteissa havaitut erot toimialojen välillä. Jotta operatiivisen liiketoiminnan tulos riittää kattamaan rahoituskustannukset, on odotettu tulos, että pääomavaltaisella kiinteistösijoittamisen ja rakennuttamisen alalla yritysten liiketulosprosentit ovat korkeampia kuin muilla toimialoilla (Kuvio 4.20). Toimialojen väliset erot EBIT:n tasossa ovat suuria. Vuonna 2015 kodinerikoiskaupan yrityksillä taseella painotettuna keskiarvona laskettu liiketulosprosentti oli noin 3 %, koneleasingissa hieman alle 12 % ja rakennusliikkeillä 5,5–6,5 %. Taantumavuodet näkyvät kannattavuuden kehityksessä kaikilla vertailutoimialoilla, mutta muuten sen taso on säilynyt kaikilla aloilla vakiotasolla, paitsi kiinteistösijoitusalalla, jolla liiketulosprosentti on parantunut selvästi tarkastelujakson alkuun verrattuna.



Kuvio 4.20 Toimialavertailu, liiketulosprosentti (EBIT-%), taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

4.6 Vertailu kansainvälisesti

Seuraavassa tarkastellaan asuntosijoitusyhtiöiden kannattavuutta muissa maissa. Vertailuun on valittu Belgia ja Ruotsi. Näissä maissa yksityisen vuokrasektorin osuus koko asuntokannasta on lähellä Suomea, ja yksityisistä vuokranantajista on institutionaalisia sijoittajia tai yrityksiä yli 10 prosenttia. Maiden valintaan liittyviä tarkempia tietoja ja maiden vuokra-asuntomarkkinoiden pääpiirteitä on kuvattu tarkemmin lisäksi Liitteessä 2.

Ruotsissa on historiallisesti ollut suuri tuetun asumisen sektori, kuten Suomessa, mutta sen lisäksi yksityisellä sektorilla toimii yrityksiä ja institutionaalisia vuokranantajia. Belgia soveltuu maavertailuun siltä osin, että maassa on myös suurin piirtein yhtä suuri yksityinen vuokrasektori kuin Suomessa, ja institutionaalisia vuokranantajia on 14 prosenttia yksityisen vuokrasektorin vuokranantajista. On kuitenkin huomattavaa, että yksityisen vuokra-asuntosektorin kehitykseen eri maissa vaikuttavat monet eri tekijät, kuten lainsäädäntö ja hallinnolliset järjestelmät, demografiset rakenteet, tulonjako ja asuntopoliittiset ratkaisut sekä muut politiikkaratkaisut liittyen veroihin, tukiin ja sääntelyyn. Yksityinen vuokramarkkina voi käsitteenä tarkoittaa eri asioita maasta riippuen, mikä on syytä huomioida tunnuslukuja vertailtaessa maiden välillä.

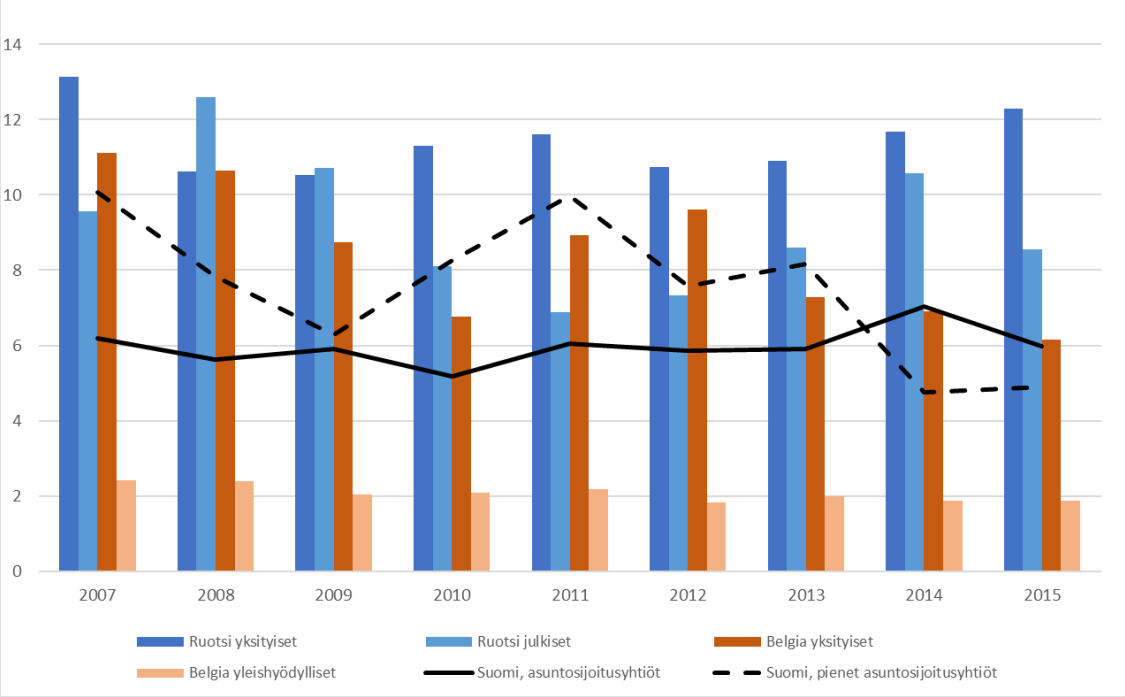
Kansainvälinen tilinpäätöstarkastelu on tehty poimien yhtiöt Amadeus-tietokannasta samalla kansainvälisellä toimialaluokituksella NACE-koodilla 6820, minkä lisäksi kunkin maan poimintaa on rajattu käyttäen tietokannasta saatavilla olevaa kansallista toimialakoodia, joka vastaa TOL 68201 -luokkaa eli asuinkiinteistöjen vuokraus. Otos on rajattu suurin ja keskisuuriin yhteisöihin. Ruotsista ja Belgiasta on saatavilla kattavat tilinpäätöstiedot ja samat tunnusluvut kuin Suomen yrityksistä. Vertailumaiden aineistossa asuntosijoitusyhtiöt ovat vielä jaoteltavissa yksityisiin sekä julkisiin tai yleishyödyllisiin toimijoihin. Kaikkien kansainvälisen vertailun mailta oli puutteita vuoden 2016 lukujen raportoinnin osalta, joten viimeisimmät vertailukelpoiset vuodet tarkastelussa ovat vuodelta 2015, kuten suomalaisten yritysten tarkastelussa.

Kansainvälisessä vertailussa on mukana kaiken kaikkiaan neljä yritysryhmää, joissa havaintojen lukumäärä muodostui seuraavasti: (1) Ruotsin yksityisiä asuntosijoitusyhtiöitä 690 yritystä, (2) Ruotsin julkisia vuokra-asuntosijoitusyhteisöjä 251 yhtiötä, (3) Belgian yksityisiä yhtiöitä 1247 kappaletta, ja (4) Belgian yleishyödyllisiä yhteisöjä 119. Yritysryhmän (3) suurta kokoa selittää se, että Belgiassa aineistoon sisältyy huomattava määrä keskisuuria eri alojen konsernien tytäryhtiöitä, joilla saattaa olla liiketoimintaa useilla toimialoilla. Belgian yksityisten asuntosijoitusyhteisöiden joukossa on 13 erittäin suureksi luokiteltavaa yhtiötä, mikä vastaa taustakirjallisuudessa tehtyä havainto siitä, että suuria institutionaalisia asuntosijoittajia on Belgiassa vain vähän (ks. Liite 2). Tässä tarkastelussa on kuitenkin pidetty mukana myös keskisuuret tietokannasta löytyvät alan yritykset.

Ruotsin ja Belgian vuokra-asuntosijoitusalalla toimivien yhteisöjen kannattavuutta tarkastellaan ensin sijoitetun pääoman tuottoprosentin (ROCE) avulla (Kuvio 4.21). Kuviossa on lisäksi vertailun vuoksi esitetty sama ROCE-tunnusluku suomalaisten markkinaehtoisten asuntosijoitusyhtiöiden ja pienten asuntosijoitusyhtiöiden ryhmissä. Kuviossa esitetty tunnusluku on tässäkin laskettu taseella painotettuna keskiarvona, jolloin yrityksen koko ja siten sen merkitys vuokra-asuntojen tarjoajana tulee huomioiduksi.

Tuotto on vertailumaista ja -ryhmistä korkeinta Ruotsin yksityisillä toimijoilla. Samaten Ruotsin julkisten vuokra-asuntosijoitusyhteisöjen kannattavuus on verrattain korkea sijoitetun pääoman tuotolla mitaten. Ruotsissa noin puolet vuokra-asuntokannasta on kunnallisten, yleishyödyllisten asuntoyhtiöiden omistamia, ja tätä kantaa kutsutaan joskus tuetuksi vuokra-asumiseksi tai sosiaalisesti tuetuksi vuokra-asumiseksi. Asumisen tarjontatuista on kuitenkin luovuttu, joten yleishyödylliset asuntoyhtiöt eivät saa valtiolta sen enempää tukia kuin yksityiset vuokranantajat vuonna 2011 voimaanastuneen lain mukaan.

Ruotsin järjestelmä on poikkeuksellinen siinä, että kunnalliselle, yleishyödylliselle puolelle ei ole asukasvalintaa, vaan kuka tahansa on oikeutettu asumiseen kunnallisella vuokra-asuntosektorilla. Vuokrataso määrittyy sekä kunnallisella että yksityisellä puolella neuvotteluissa käyttöarvoon, joten vuokratasossa ei välttämättä ole kovasti eroa kunnallisen ja yksityisen vuokra-asuntokannan välillä. Myös pitkät asuntojonot ja vuokra-asuntojen vaikea saatavuus on synnyttänyt mustan pörssin vuokrasopimuksille.



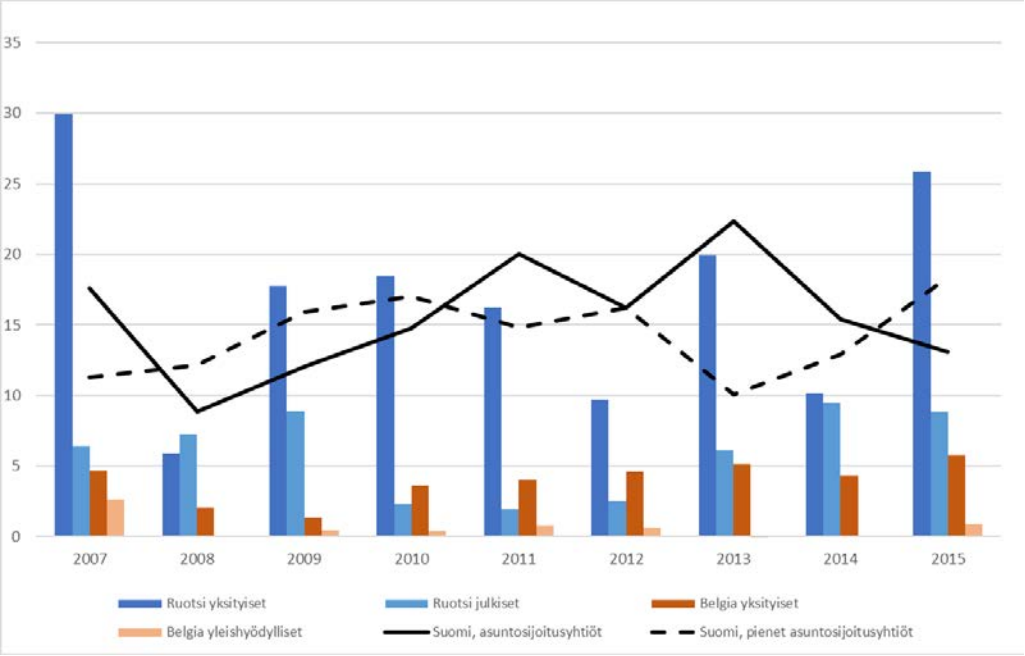
Kuvio 4.21 Kansainvälinen vertailu, sijoitetun pääoman tuotto, ROCE-%, taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

Nämä vuokra-asuntomarkkinan erityispiirteet selittävät osaltaan ensinnäkin Ruotsin suhteellisesti muita maita korkeampaa vuokra-asuntosijoitusalan kannattavuutta ja toisaalta sitä, että Ruotsissa yksityisten markkinoiden toimijoiden ja yleishyödyllisten vuokra-asuntoyhteisöjen tuotot ovat varsin lähellä toisiaan. Toisekseen maan vuokra-asuntomarkkinoilla vallitsevan epätasapainon takia voidaan ajatella vuokra-asuntosijoittajan riskin siinä mielessä vähäiseksi, että kysyntä on suurta ja vuokra-asunnot ovat keskittyneet kasvukeskuksiin.

Belgian yksityisten vuokra-asuntosijoitusalan yritysten sijoitetun pääoman tuoton taso ja sen kehitys tarkastelujakson aikana on noudatellut suomalaisten vuokra-asuntosijoitusyhtiöiden tuottojen kehitystä. Viimeisimpinä vuosina ROCE on ollut noin 6–7 prosentissa eli sen voi tulkita ylittäneen yritysten keskimääräisen vieraan pääoman kustannuksen. Belgian yritysotoksesta on kuitenkin huomioitava, että tietokantahaku toi otokseen mukaan erilaisten kiinteistö- ja sijoitusyhtiöiden tytäryhtiöitä, joissa asunnonvuokraus saattaa olla vain yksi toimialoista esimerkiksi suunnittelupalvelun rinnalla. Koska yrityksistä oli saatavissa hyvin vähän tietoja hakuselainten ja yritysten internetsivujen kautta, yhtä yksityiskohtaista toimialapoiminnan oikeellisuuden tarkistusta kuin Suomen vuokra-asuntosijoitusalan yritysotokselle ei ollut mahdollista tehdä.

Belgian yleishyödyllisten vuokra-asuntoyhteisöjen ryhmässä sijoitetun pääoman tuottoaste on ollut koko tarkastelujakson ajan keskimäärin 2 %, mikä jää hieman alle Suomen kunnallisten ja yleishyödyllisten vuokra-asuntoyhteisöjen ROCE-tason. Belgiassa sosiaalisesti tuetun vuokra-asuntokannan osuus on noin 7 % ja se on luonteeltaan kohdennettu.

Oman pääoman tuotto on vertailumaista selvästi korkeinta Ruotsin yksityisillä toimijoilla (Kuvio 4.22). Tuottoprosentin suuruusluokka on kuitenkin samaa suuruusluokkaa suomalaisten yksityisten toimijoiden kanssa. Belgiassa pääoman tuottoprosentit ovat jääneet hyvin vaatimattomiksi. Tuoton taso on alle Ruotsin julkisten toimijoiden ja vaatimatonta verrattuna myös suomalaisiin toimijoihin.

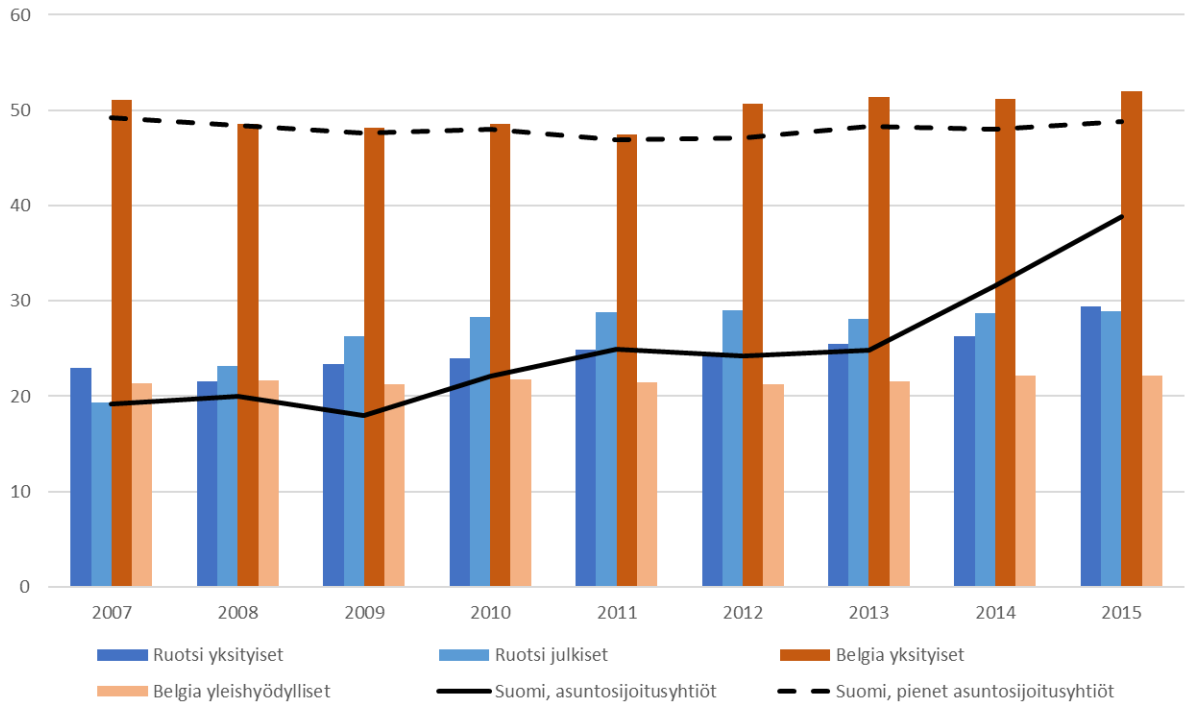


Kuvio 4.22. Kansainvälinen vertailu, oman pääoman tuotto, ROE-%, taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

Omavaraisuusasteen vertailussa tarkasteltavat yritysryhmät jakautuvat selvästi kahteen erilaisella pääomarakenteella toimivaan joukkoon (Kuvio 4.23). Sekä Ruotsin yksityisten että julkisten toimijoiden ja myös Belgian yleishyödyllisten vuokra-asuntoyhteisöjen omavaraisuusaste on liikkunut noin 20–30 % välillä, mikä vastaa Suomen asuntosijoitusyhtiöiden

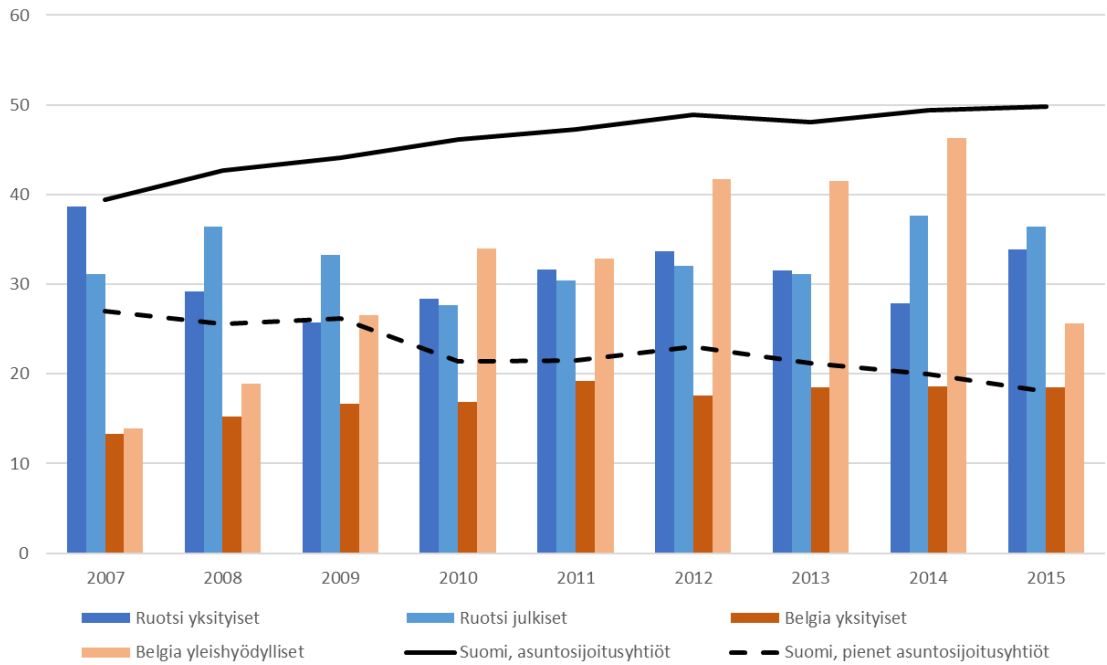
omavaraisuusastetta. Sen sijaan Belgian yksityisten asuntosijoittajien ryhmässä rahoitusrakenne on ollut hyvin samankaltainen Suomen pienten asuntosijoitusyhtiöiden rahoitusrakenteen kanssa.

Ruotsissa on erikoinen tilanne, että yksityisten asuntosijoitusyhtiöiden omavaraisuusaste näyttää aineiston perusteella olleen jopa matalampi kuin maan kunnallisilla vuokra-asuntoyhteisöillä. Ruotsin asuntopolitiikan painottuminen kysyntätukiin tarkoittaa, ettei julkisilla toimijoilla ole vastaavaa tarjontatukea käytettävissään kuin Suomen kunnallisilla vuokra-asuntoyhteisöillä.



Kuvio 4.23 Kansainvälinen vertailu, omavaraisuusaste, taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

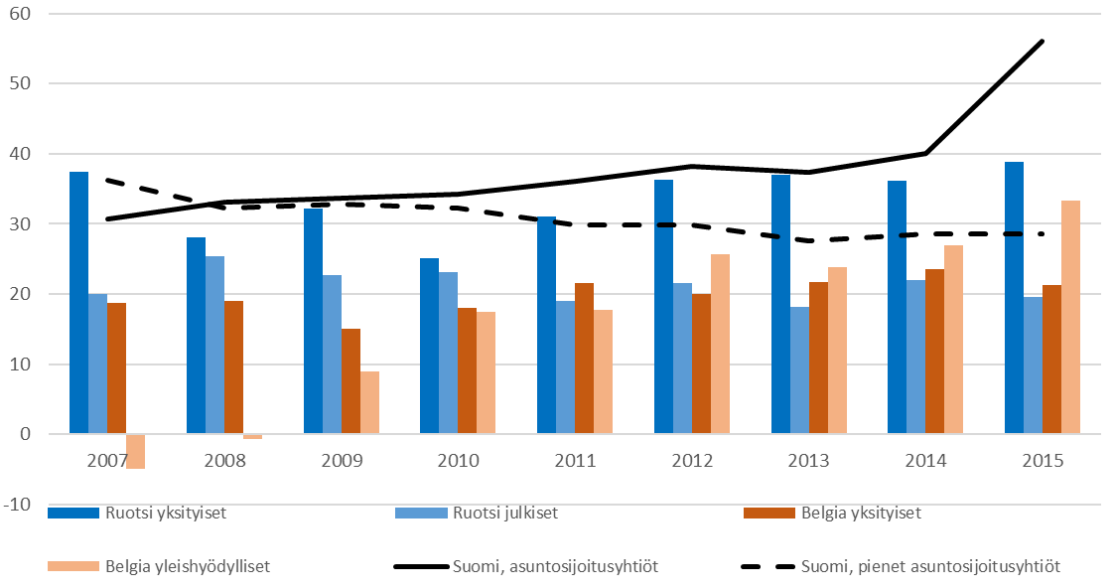
Käyttökateprosentteja tarkastellessa (Kuvio 4.24) nähdään, että ruotsalaiset julkisen ja yksityisen sektorin toimijat eivät juuri poikkea toisistaan. Toisaalta nähdään, että käyttökateprosentilla mitaten suomalaiset asuntosijoitusyhtiöt ovat kannattavampia kuin vertailumaiden asuntosijoittajat. Belgian yritysten kannattavuudessa käyttökate on erityisen ongelmallinen tunnusluku, koska sen valossa Belgian yleishyödyllisten toimijoiden ryhmään kuuluvat yritykset olisivat huomattavasti kannattavampia kuin maan yksityiset sektorin vuokra-asuntosijoittajat, mutta edellä esitetyssä sijoitetun pääoman tuoton kuviossa nähtiin, että tulkinta on päinvastainen. Rahoituskulujen ollessa merkittäviä käyttökatteen tulkinnassa tulee ottaa huomioon niiden jälkeen tuloksesta vähennettävät erät.



Kuvio 4.24 Kansainvälinen vertailu, käyttökateprosentti (EBITDA-%), taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

Poistojen ja arvonalentumisten vähentämisen jälkeen saatavalla liiketulosprosentilla tarkasteltuna maiden väliset erot ovat pienemmät (Kuvio 4.25). Kuviosta nähdään, että Ruotsin kunnallisten ja yleishyödyllisten vuokra-asuntoyhteisöjen EBIT-% on noin 20 prosentin tasollaan lähempänä Suomen kunnallisten vuokra-asuntoyhteisöjen kannattavuustasoa, joskin hieman matalampi, ja Ruotsin yksityisten asuntosijoitusyhtiöiden kannattavuus on likimain samaa luokkaa suomalaisten asuntosijoittajien kanssa vaihdellen noin 35 prosentin molemmin puolin.

Vaikka alan suurimmat yritykset laatisivat tuloslaskeman noudattaen kansainvälistä kirjanpitostandardia, on hyvä huomata, että erot yritysten hallitsemassa vuokra-asuntokannassa, ja sen myötä poistot kiinteistöomaisuudesta, ja kiinteistöjen hintojen kehityksessä eri maissa voivat aiheuttaa hyvinkin suurta vaihtelua näihin eriin eri maiden välillä. Toisaalta, pienempien yhtiöiden osalta tilinpäätöksen laadinnassa ja poistojen ja arvonalentumisten tulosvaikutteisessa kirjaamisessa voi olla enemmän vaihtelua. Tässä tutkimuksessa ei ole mahdollista analysoida kirjauskäytäntöjen maakohtaisia eroja ja niiden vaikutuksia tunnuslukuihin. Tilinpäätösaineistosta ei myöskään saa eriteltyä sitä, missä määrin asuntosijoitusyhtiöt ovat kirjanneet tulosvaikutteisesti arvonkorotuksia kiinteistöomaisuudestaan.

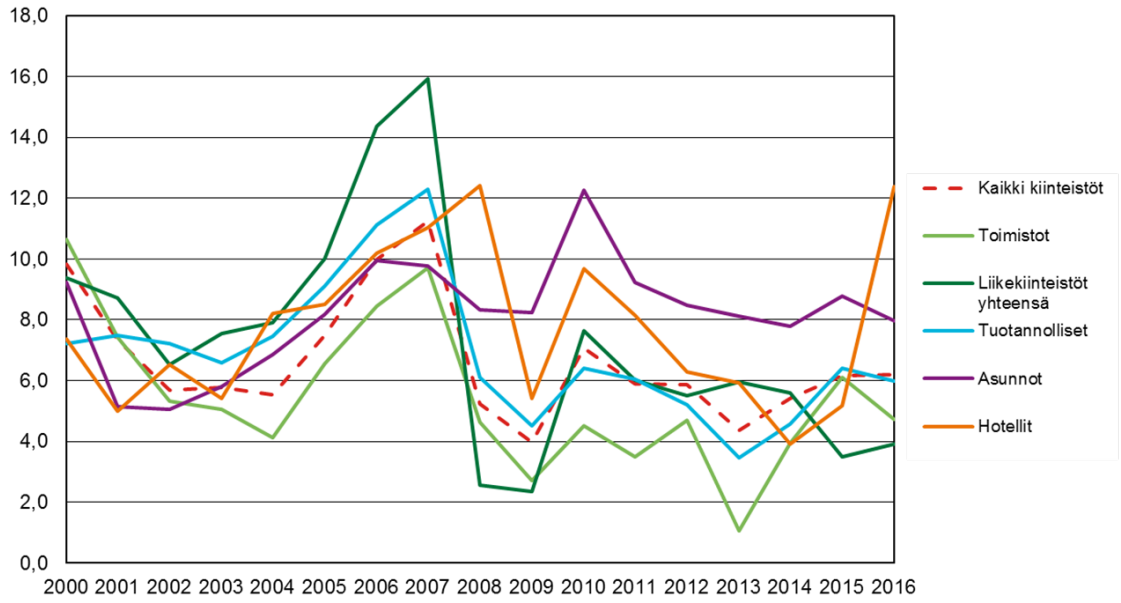


Kuvio 4.25 Kansainvälinen vertailu, liiketulosprosentti (EBIT-%), taseella painotettu keskiarvo. Amadeus (2017)

Kansainvälisestä vertailusta voi tehdä kaksi johtopäätöstä. Vuokrasääntely on johtanut Ruotsissa tilanteeseen, jossa asuntotarjontaa ei ole riittävästi, asuntojen hinnat ja vuokrat ovat korkeita ja vuokra-asuntosijoitusalalla toimivien yritysten tuotot ovat korkeita. Toisaalta Belgiassa, missä sosiaalisesti tuetun sektorin koko on pieni ja yksityisen vuokramarkkinan osuus on suuri ja yksityisiä toimijoita on paljon, kannattavuus on ollut matalampaa ja se on tasoittunut tarkastelujakson aikana. Asuntotuotanto, mukaan lukien tuettu asuminen, on kasvanut tasaisesti Belgiassa (Pittini ym., 2017). Päätelmissä on kuitenkin noudatettava varovaisuutta, koska tarkastelu perustui kahden maan yritysotoksen tunnuslukuanalyysiin pureutumatta syvällisemmin maiden vuokra-asuntomarkkinoiden kysyntä- ja tarjontatilanteeseen sekä alueellisiin eroihin. Tämän hankkeen puitteissa ei ollut mahdollista analysoida syvällisemmin maiden välisiä institutionaalisia eroja.

4.7 Vertailu muihin sijoituskohteisiin

Asuntosijoittamisen 2010-luvulla kasvanut suosio on seurausta yleisestä taloustilanteesta ja sijoitusympäristöstä. Sijoittajien allokaatiopäätöksiä ohjaa vaihtoehtoisten sijoituskohteiden odotettu tuotto ja koettu riskitaso. Pitkään jatkuneen poikkeuksellisen matalan korkotason oloissa sijoittajat ovat etsineet uusia turvasatamakohteita joukkovelkakirjalainamarkkinoiden tilalle ja suunnanneet sijoituksia erityisesti reaaliomaisuuteen, jota pidetään toisaalta vakaana, arvonsa säilyttävänä varallisuuseränä, mutta joka on toisaalta myös tarjonnut parempaa tuottoa kuin korkomarkkinat. Suurilla institutionaalisilla sijoittajilla on rajalliset mahdollisuudet kasvattaa osakemarkkinasijoitusten painoa salkussaan. Kuviosta 4.26 nähdään, että asuntosijoitukset ovat tuottaneet muita kiinteistöjä paremmin finanssikriisin ja taloustaantuman jälkeen, mikä selittää asuntomarkkinoille suuntautunutta pääomavirtaa, uusien toimijoiden tuloa markkinoille ja uusien vuokra-asuntojen tarjonnan kasvua.



Kuvio 4.26 Kokonaistuotto kiinteistötyypeittäin, %. Lähde: KTI Kiinteistöindeksi 2016, KTI Kiinteistötieto Oy.

Asuntojen vuokraus ja kiinteistösijoittaminen ylipäätään asettuu omaisuusluokkana riski-tuottosuhteelta osake- ja korkosijoitusten väliin. Vieraan pääoman ehtoisten korkosijoitusten matalampi riskitaso johtuu velkojan turvatusta asemasta ja siitä, että korkomarkkinasijoituksille kuten joukkovelkakirjalainoille liikkeeseenlaskija sitoutuu maksamaan ennalta sovitun suuruista korkoa. Osakesijoituksen kassavirta eli osingot ovat epävarmoja, ja osakkeen arvonkehitys perustuu odotukseen yrityksen tulevista kassavirroista, jotka ovat epävarmoja.

Kiinteistö- ja asuntosijoitusten tuoton vuokratulokomponentti perustuu sopimukseen. Epävarmuus kiinteistösijoituksissa liittyy enemmän arvonnousukomponenttiin. Vuokra-asuntosijoitusalan yritysten tulojen voi arvioida olevan vähempiriskisiä kuin muiden toimialojen yritysten keskimäärin, koska nimenomaan vuokratulojen kassavirta on vakaata tuloa eikä lähtökohtaisesti vaihtele toisiin kuin esimerkiksi kaupan alalla kuukausimyynti. Asunnon omistavalla vuokranantajalla on mahdollisuus luopua hyödykkeestä myymällä se eteenpäin joko toiselle sijoittajalle tai omistusasunnoksi. Myyntihinnan voi myös ajatella vähempiriskiseksi kuin esimerkiksi muun kiinteän pääoman kuten tuotantolaitoksen, koska kiinteistöt säilyttävät hyvin arvonsa erityisesti kasvukeskuksissa ja asunnoille on jatkuva kysyntä.

Kiinteistöillä on paikkansa osana hajautettua sijoitussalkkua. Kuten työeläkeyhtiöiden sijoitusten jakaumien tarkastelussa havaittiin luvussa 2, suorat kiinteistösijoitukset ovat olleet kaikkein vakaimmin tuottava omaisuuslaji, vaikka pitkän aikavälin tuotot ovat jääneet riskillisempiä osakesijoituksia matalammiksi. Työeläkeyhtiöt edustavat tämän selvityksen tarkastelussa kohtuullisen homogeenista toimijatahoa, ammattimaisia sijoittajia, sillä niiden sijoitusstrategioita ohjaa työeläkeyhtiöiden sijoituksia koskevat lait ja vakavaraisuussäännöt. Työeläkeyhtiöiden asema suursijoittajina ja niiden sijoitusten kehityksestä saatavilla olevat tiedot tarjoavatkin kiinnostavan vertailukohdan sille, millaista tuottoa kiinteistösijoittaminen on edustanut suhteessa muihin sijoituskohteisiin. Keskimäärin työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoitukset ovat tuottaneet viimeisen kymmenen vuoden ajanjaksolla 5,3 % ja suorat kiinteistösijoitukset 5,7 %. Kiinteistösijoitusrahastojen ja yhteissijoitusten tuotot ovat olleet riskillisempiä eli vaihdelleet enemmän (TELA, 2017). Asuntosijoitusten tuottoja ei ole erikseen saatavissa Telan tilastoista.

Suorien kiinteistösijoitusten pitkän aikavälin tuotot ylittivät työeläkeyhtiöiden koko sijoitusten keskimääräisen vuosituoton, joka oli 4,2 % viimeisten kymmenen vuoden aikana. (TELA,

2017) Korkosijoitukset tuottivat tasaisesti vuosien 2007–2016 välillä (keskimääräinen vuosituotto 3,4 %). Ajanjaksolle osuu osakemarkkinoiden viime vuosien nousun ohella jyrkkiä laskuvuosia, minkä vuoksi osakesijoitusten keskimääräinen vuosituotto jäi 4,7 prosenttiin.

Vielä pidemmällä aikavälillä osakemarkkinat ovat historiallisesti tuottaneet muita omaisuuslajeja paremmin niin Suomessa kuin muilla markkina-alueilla (Dimson, Marsh ja Staunton, 2017). Dimson ym. (2017) tarkastelevat Yhdysvalloissa vuosien 1900–2016 ajanjaksoa, jolloin osakemarkkinoiden kumulatiivinen nimellistuotto oli 9,5 % vuodessa. Pitkän aikavälin nimellistuotto joukkolainamarkkinoilla oli 4,9 % ja lyhyissä korkopapereissa 3,7 %. Vuotuinen inflaatio oli 2,9 %. Osakemarkkinoiden vuotuinen reaalituotto oli Dimsonin ym. (2017) mukaan 6,4 % kyseisellä ajanjaksolla. Globaalisti osakkeiden reaalituotto oli 5,1 % ja Suomessa 5,4 %. (Dimson ym., 2017)

4.8 Analyysi vuokra-asuntosijoitusalan kannattavuudesta ja johtopäätökset

Sekä asuntorakennuttaminen että vuokra-asuntojen hallinnoiminen ovat sijoitustoimintaa, josta yhtiöt ja niiden omistajatahot odottavat tuottoa sijoittamalleen pääomalle. Asetettujen tuottotavoitteiden lisäksi muiden sijoituskohteiden tuotot vaikuttavat sijoittajan halukkuuteen rakennuttaa uusia asuntoja. Tässä luvussa tarkasteltiin vuokra-asuntosijoittamisen kannattavuutta tilinpäätöstunnuslukujen valossa. Alalla toimivien yritysten kannattavuutta mitattiin kolmen pääoman tuottoasteen tunnusluvun ja kahden tuloslaskelmaperusteisen tunnusluvun avulla. Riskin huomioimiseksi tarkasteltiin omavaraisuusasteen avulla sitä, missä määrin sijoitustoiminta on rahoitettu velalla ja missä määrin omalla pääomalla.

Tunnuslukujen perusteella vuokra-asuntosijoitusalalla toimivien yritysten toiminnan tuottoja arvioitaessa on huomattava, että kannattavuusanalyysi on kokonaisuus, ja on vältettävä tekemästä pitkälle meneviä johtopäätöksiä yksittäisten tunnuslukujen perusteella. Yritysten velkaantuneisuuden osalta on tärkeää ymmärtää, että omavaraisuusasteen tulkinnassa huomioidaan yleensä tilinpäätösanalyysissa yrityksen elinkaaren vaihe ja toimialan vakaus tai riskisyys. Vakaammassa ympäristössä ja kypsemmässä elinkaaren vaiheessa yritysten on mahdollista rahoittaa toimintaansa enemmän velalla ja pitää pienempiä oman pääoman puskureita taseessaan. Omavaraisuusastetta ei siten voi suoraan tulkita yrityksen ottaman riskin mittarina.

Tarkastellun kymmenen vuoden ajanjakson aikana havaintojen määrä eli vuokra-asuntosijoitusalalla toimivien yritysten määrä on kasvanut. Kokonaan uusia toimijoita on tullut alalle. Tilinpäätöstarkastelun otokseen sisältyneiden asuntosijoitusyhtiöiden lisäksi tänä aikana alalle on tullut uusia asuntoihin sijoittavia rahastoja ja myös yhä useampien yksityishenkilöiden tulo asuntosijoitusmarkkinoille on lisännyt kilpailua.

Tässä tarkastelussa suuriksi luokiteltujen asuntosijoitusyhtiöiden ryhmässä muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta yritysten toimipaikka on pääkaupunkiseudulla tai suuressa kasvukeskuksessa. Pienten asuntosijoitusyhtiöiden ryhmässä on edustettuna hyvin pieniäkin paikkakuntia eri puolilta Suomea. Yhtiöiden hallinnassa olevien vuokra-asuntojen sijaintia aineistosta ei ole mahdollista nähdä, mutta aiemmin tässä raportissa toimijoiden analyysin yhteydessä kuvattiin, että suurten yhtiöiden asuntosijoitusstrategiat painottuvat muutamaan Suomen suurimpaan kaupunkiin. Niiden keskittyminen antaa jalansijaa pienten yhtiöiden kasvulle alueellisesti. Pienet asuntosijoitusyhtiöt saattavat hyödyntää paikallistuntemustaan. Tässä yritysryhmässä on lukuisia yhden tai kahden työntekijän yhtiöitä, jotka edustavat asuntosijoitusta harjoittavia yksityishenkilöitä, jotka ovat päättäneet yhtiöittää toimintansa asuntosijoitustensa laajennuttua tai muista syistä.

Pääoman tuottoasteiden havaittiin laskeneen pienillä asuntosijoitusyhtiöillä tarkastelujakson aikana ja toimijamäärän kasvaessa samaan aikaan. Suurten ja keskisuurten asuntosijoitusyhtiöiden kannattavuus on näyttäytynyt varsin vakaana sekä sijoitetun pääoman tuoton että kokonaispääoman tuoton tunnuslukujen perusteella. Poikkeuksellisen korkeista tuotoista ei kuitenkaan voida puhua.

Vuokra-asuntosijoitusalan yritysten saavuttamaa sijoitetun pääoman tuottoa voi verrata vieraan pääomaan kustannukseen, yleishyödyllisten asuntoyhteisöjen kannattavuuteen, muiden kiinteistösijoitusten tuottoihin, muiden sijoituskohteiden tuottoihin, muilla toimialalla toimivien yritysten vastaavaan tunnuslukuun sekä varauksin myös kahdessa vertailumaassa toimivien vuokra-asuntoyhtiöiden pääoman tuottoasteisiin. Kaikkia näitä vertailukohteita vasten Suomessa toimivat asuntosijoitusyhtiöt ovat tehneet varsin vakaata mutteivät mitenkään poikkeuksellisen korkeaa tuottoa. Tässä analyysissa käytetyt tilinpäätöstunnusluvut eivät kerro yhtiöiden omistajien saamasta voittojen palautuksesta ja osinkotuotosta, vaan siitä, onko asuntosijoitustoiminta ollut taloudellisesta kestävää ja miten asuntoinvestoinnit ovat tuottaneet.

Rahoitusrakenteen osalta havaittiin, että säännellyssä vuokra-asuntotuotannosta ja -hallinnoinnista vastaavat ARA-vuokra-asuntoyhteisöt toimivat hyvin matalalla omavaraisuuden tasolla, kun taas periaatteessa riskillisemmässä toimintaympäristössä yksityisillä asuntosijoitusyhtiöillä velkavipu on pienempi ja muihin toimialoihin nähden vastaavalla tasolla. Suurten ja keskisuurten asuntosijoitusyhtiöiden velkavivun käyttö on ollut aiempina vuosina suurempaa, ja omavaraisuusaste on noussut vasta vuosina 2014–2015 yli 30 prosenttiin. Työeläkeyhtiöiden asuntosijoituksia, ns. vivutusmallia, koskeva laki sallii työeläkeyhtiöille velanoton korkeintaan 50 prosenttiin asuntosijoituksen arvosta. Tämä luototusaste ei vastaa suoraan omavaraisuusastetta, mutta vastaavuus on sitä parempi, mitä suurempi osa asuntosijoitusyhtiön taseessa on asunto-omaisuutta.

Kansainvälisessä vertailussa havaittiin, että Ruotsissa vuokra-asuntosijoitusalan yhtiöillä omavaraisuusaste on ollut koko tarkastelujakson ajan alle 30 %. Tarkastelujakson kahta viimeistä vuotta lukuun ottamatta se oli korkeampi kuin Suomen suurilla ja keskisuurilla asuntosijoitusyhtiöillä. Toisessa vertailumaassa Belgiassa yksityisten asuntosijoitusalalla toimivien yritysten taseesta noin puolet on rahoitettu vieraalla pääomalla, mikä on samalla tasolla kuin suomalaisten pienten asuntosijoitusyhtiöiden omavaraisuusaste keskimäärin. Belgiassa myös kannattavuus on ollut vastaavalla tasolla suomalaisten pienten asuntosijoitusyhtiöiden kanssa sijoitetun pääoman tuottoasteella mitattuna. Havaintoa selittää todennäköisesti se, että sekä Suomessa pienet asuntosijoitusyhtiöt että Belgian kiinteistösijoittajat kohtaavat kovaa kilpailua, joten tuotot ovat tasoittuneet ja kilpailun kovuuden vuoksi niiden on pidettävä suurempaa oman pääoman puskuria liiketoiminnan riskejä vastaan. Sen sijaan Ruotsin vuokra-asuntomarkkinoilla sekä yksityiset että julkiset tuettuja asuntoja tarjoavat yhteisöt ovat olleet selvästi kannattavampia.

Tarkasteluun otettiin mukaan myös liikevaihtoperusteisia voittoprosenttitunnuslukuja, vaikka niiden vertailtavuus eri toimialojen välillä on heikkoa. Niiden avulla voidaan havainnollistaa sitä, missä kohdassa tuloslaskelmaa voitto muodostuu eri alojen yrityksillä. Vuokra-asuntosijoittamisen pääomavaltaisuuden vuoksi kannattavuus ennen rahoituskulujen vähentämistä näyttäytyy korkeana verrattuna muihin toimialoihin. Kuitenkin sijoitetun pääoman tuottoasteella, jossa voitto lasketaan rahoituskulujen jälkeen (tulos ennen veroja), asunto- ja kiinteistösijoittamisen toimialan tuotot jäävät selvästi alle rakennusliikkeiden ja koneleasingyritysten kannattavuuden tason koko tarkastelujaksolla.

Vuokra-asuntosijoittamisen kasvanutta suosiota ja sille sektorille suuntautunutta pääomavirtaa selittää osaltaan se, että muihin kiinteistöihin, kuten toimitila- ja liikehuoneistoihin sijoittamisen tuotot ovat olleet matalia. Sijoitetun pääoman tuottoasteet olivat koko tarkastelujak-

son ajan alle viidessä prosentissa. Toimitiloista on ylitarjontaa, kilpailu hyväkuntoisista ja vakaasti tuottavista kiinteistöistä on kovaa ja institutionaalisten sijoittajien pääoma hakeutuu asuntoihin. Toisaalta jos vuokra-asuntomarkkinoilla odotettu tuotto painuu alle sijoittajien tuottotavoitteiden, uusinvestoinnit eivät enää houkuttele rakennuttamaan ja lisäämään asuntotarjontaa. Rakennusbuumi ja vuokra-asuntojen tarjonnan viimevuosien kasvu on ollut sijoittajavetoista. Aiemmin luvussa 3 havaittiin pitkän aikavälin asuntotuotantotarpeiden ylittävän tarjonnan. Jotta yksityistä pääomaa kanavoituu jatkossakin vauhdittamaan vuokra-asuntotuotantoa, investointien on oltava taloudellisesti kestäviä. Siihen vaikuttaa paitsi odotettu vuokrien kehitys myös rahoituskustannukset.

Pienten asuntosijoitusyhtiöiden kannattavuuden lasku tarkastelujakson aikana saattaa selittyä paitsi kilpailun kiristymisellä myös niiden rahoituksen vaikeutumisesta. Vaikka markkinakorot ovat laskeneet liki nollaan finanssikriisin jälkeen ja yritysluottojen keskikorot ovat madaltuneet, pankkien vakuusvaatimukset ja marginaalit varsinkin pienten riskilliseksi koettujen yritysten osalta ovat tiukentuneet. Suuret yritykset ovat voineet paremmin hyötyä matalien rahoituskustannusten ajanjaksosta. Lisäksi suurten yhtiöiden rahoitusrakenne on tyypillisesti hajautetumpi kuin pienillä, mikä alentaa rahoituskustannuksia ja antaa kilpailuetua. Asuntomarkkinoiden alueellisen eriytymisen vuoksi eri alueilla toimivien asuntosijoittajien kohtaamissa riskien hinnoittelussa ja rahoitusehdoissa on vaihtelua.

Kannattavuustarkastelun johtopäätökset tiivistettynä:

- Pääoman tuottoasteet soveltuvat parhaiten kiinteistösijoitusalan yhtiöiden kannattavuuden tarkasteluun sekä toimialojen väliseen vertailuun. Rahoituksen ollessa keskeinen tekijä sijoitetun pääoman tuottoaste on oman pääoman tuottoastetta parempi tunnusluku vuokra-asuntosijoitusalan yhtiöiden kannattavuuden arviontiin.

- ARA-asuntoja omistavien yleishyödyllisten yhteisöjen sijoitetun pääoman tuottoaste on ollut viime vuosina 3–4 % ja yksityisten asuntosijoitusyhtiöiden 5–7 %. Vapailla markkinoilla toimivien vuokra-asuntosijoitusyhtiöiden kannattavuus ei näyttäydy analyysin valossa poikkeuksellisen korkealta.

- Asuntojen vuokrauksen toimialan yritysten kannattavuus on ollut tarkastelujakson ajan vakaata, keskimäärin tulos on kattanut sijoitetun pääoman kustannuksen ja ylittänyt sen keskimäärin parilla prosenttiyksiköllä.

- Pääoman tuottoasteet ovat laskeneet pienillä asuntosijoitusyhtiöillä.

- Suurten ja keskisuurten asuntosijoitusyhtiöiden kannattavuus on hieman parantunut finanssikriisin jälkeen.

- Muihin toimialoihin verrattuna vuokra-asuntoihin sijoitettu pääoma on tuottanut paremmin kuin muiden kiinteistöjen vuokraus ja hallinta ja rakennuttaminen, mutta tuottoasteet ovat jääneet selvästi matalammiksi kuin rakennusliikkeiden tuotot.

- Kannattavuuden kansainvälisessä vertailussa havaittiin, että asuntosijoittamisen kannattavuus oli Suomea matalampaa maassa, jossa yksityisen vuokra-asuntomarkkinan osuus on suuri, ja kannattavuus oli poikkeuksellisen korkeaa maassa, jossa vuokria on säännelty ja asuntotarjonta on ollut riittämätöntä.

5 ASUMISEN TUKIJÄRJESTELMIEN VAIKUTUS VUOKRIIN

Tutkimushankkeen yhtenä tavoitteena on arvioida asuntopolitiikan ja asumisen tukijärjestelmän merkitystä vuokra-asuntosijoitusalalla. Asuntopolitiikka ja asumiseen kohdistuva merkittävä julkinen tuki vaikuttaa vuokra-asuntosijoitusalan yksityisiin toimijoihin epäsuorasti toimintaympäristön kautta. Tässä osiossa keskitytään tarkastelemaan aiempaa kirjallisuutta asumisen kysyntä- ja tarjontatukien vaikutuksista (luku 5.1) ja verotuksen suorista ja epäsuorista tukivaikutuksista (luku 5.2). Asuntosijoittamiseen kohdistuvaa verotusta käsitellään luvussa 5.3.

5.1 Kysyntä- ja tarjontatuet

Valtio ja kunnat tukevat asumista sekä kysyntä- että tarjontatukien kautta. Tarjontatuilla pyritään vaikuttamaan asuntojen hintoihin. Sekä asumisen kysyntä- että tarjontatuet kasvattavat asukkaan budjettirajoitetta, mikä lisää kysyntää ja voi siten nostaa hintoja tarjonnan ollessa vähäistä tai joustamatonta. Eri tukimuodot voivat myös ohjata kysyntää muilla tavoin, esimerkiksi kanavoimalla kysyntää tietynlaisiin asuntoihin tai lukkiuttamalla asuntomarkkinoita. Suomessa noin 90 prosenttia rahamääräisistä asumisen tuista on muodostunut kysyntätuista (asumistuki ja korkojen verovähennysoikeus) viime vuosina – kysyntätuet ovat myös muualla Euroopassa kasvattaneet suosiotaan (Ympäristöministeriö 2015). Luvussa ei ole otettu huomioon tukivaikutusta, joka voi muodostua tonttien luovutuksesta rakennuttajalle alle markkinahinnan.

Merkittävimpiä tarjonnan tuotantotukia ovat asuntojen uudistuotantoon myönnettävä valtion korkotuki ja erilaiset avustukset. Myös valtion takaukset ovat merkittävä osa tukia. Tuotantotuet kohdistuvat vuokra- ja asumisoikeusasuntoihin sekä erilaisiin palveluasuntoihin erityisryhmille. Tuettuihin asuntoihin liittyy erilaisia rajoituksia esimerkiksi asukasvalintojen ja asuntojen luovutuksen suhteen.

Yksi merkittävä tuen muoto on tonttien vuokraaminen ja myyminen markkinahintaa edullisemmin. Esimerkiksi ARA- ja Hitas-kohteet rakennetaan kaupungilta edullisesti vuokratuille tonteille. Tavoitteena on tukea niin sanottua kohtuuhintaista asumista, mutta tuetulla asuntotuotannolla voi myös olla muuta rakentamista syrjäyttävä vaikutus. Jos alueella on riittävästi kysyntää, tontin varaaminen ARA-tuotantoon vaikuttaa vain siihen, kuka asunnot rakentaa. Syrjäyttämisvaikutuksen vuoksi sosiaalinen asuntotuotanto ei siis välttämättä lisää asuntojen tarjontaa. Pitkällä aikavälillä vain riittävän suuri kokonaistarjonta voi hillitä asuntojen hintojen nousua.

Tarjontatukiin lukeutuvat lisäksi muun muassa käynnistysavustukset, asumisoikeusasunnot ja erityisryhmien asumisen investointiavustukset. Viimeisimpänä mainittujen osalta erityisesti vaikuttavuus ja kohdistuminen oikeille ryhmille sekä esimerkiksi asuntojen tilaratkaisuvaatimukset ovat tärkeitä kysymyksiä (Ympäristöministeriö 2015). Erityisryhmien asuminen saattaa olla markkinaehtoisten toimijoiden kiinnostuksen ulkopuolella näistä syistä. Niiden osalta tuetun tuotannon syrjäyttämisvaikutusta tulisi myös arvioida erikseen.

Asuntokuntien koon pienentyessä ja yhden hengen asuntokuntien yleistyessä ARA-tuotanto on vastannut kysyntään aiempaa heikommin. Kysyntä kohdistuu yhä enenevissä määrin yksiöihin sekä suurissa kaupungeissa että väestöltään vähenevillä alueilla (ARA 2014.) Taantuvilla alueilla kysyntää vastaamattomia ARA-asuntoja on jäänyt yhä enemmän tyhjilleen. (ARA 2016c). Tarjonnan liiallinen painottuminen perheasuntojen tuotantoon voi osaltaan ohjata kysyntää pieniin vapaarahoitteisiin asuntoihin (Laakso ja Kostiainen 2013).

Asumisen tärkein kysyntätuki on yleinen asumistuki. Tämän lisäksi asumistuki on muodostunut opiskelijoiden ja eläkkeensaajien erillisistä asumistuista. Suurin osa opiskelijoista siirtyi kuitenkin yleisen asumistuen piiriin elokuussa 2017. Opiskelijoita koskevan uudistuksen vaikutusta vuokriin, tai esimerkiksi opiskelija-asuntojen, kysyntään olisi arvioitava.

Yleistä asumistukea uudistettiin vuonna 2015 siten, että hyväksyttävien asumismenojen enimmäismäärään vaikuttavat vain sijaintikunta sekä ruokakunnan koko. Asumistukeen ei vaikuta enää asunnon valmistumis- tai perusparannusvuosi, pinta-ala, neliövuokra tai lämmitysjärjestelmä. Muutoksella on saattanut olla pienien asuntojen kysyntää kasvattava vaikutus, sillä vaikka niiden neliövuokrat ovat korkeammat, tuki voi riittää kattamaan suuremman osan vuokrasta.

Suomessa asumistuen on osaltaan arvioitu nostavan yksityisten vuokra-asuntojen vuokratasoa (Hiekka ja Virén 2008; Kangasharju 2003; Virén 2013). Asumistuen siirtyminen vuokriin syntyy joustamattoman asuntotarjonnan kautta. Kasvavat tulot lisäävät asuntojen kysyntää, mutta tarjonta reagoi kasvaneeseen kysyntään hitaasti tai ei määrällisesti pysty vastaamaan kysyntään, minkä vuoksi asumisen hinta nousee.

On arvioitu, että Suomessa asumistuesta vähintään noin kolmasosa siirtyy vuokriin (Virén 2013). Aiemmissa tutkimuksissa arviot ovat vaihdelleet 15 ja 60–70 prosentin välillä (Kangasharju 2003, 2010). Lisäksi Suomessa asumistuen indeksointi tarkoittaa, että asumistuella voi mahdollisesti olla kerroinvaikutus vuokriin, minkä mallintaminen olisi pidemmän aikavälin vaikutusten arvioinnissa tärkeää – yleisesti ottaen, suurin saatava asumistuen määrä nousee samaa tahtia asumistuen saajien vuokrien kanssa (Virén 2013). Asumistuen vaikutus vuokriin voi siis olla huomattavasti arvioitua suurempi. Toisaalta Eerola ja Lyytikäinen (2017) toteavat, että asumistuen vaikutus vuokriin onkin luultua pienempi. Heidän tutkimuksessaan saadaan näyttöä, jonka mukaan asumistuen neliövuokranormista johtuvat erot eivät vaikuta suhteellisiin vuokriin, eli asumistuen vaikutukset vuokratasoon ovat pienempiä kuin aiemmissa tutkimuksissa on arvioitu ja asumistuen leikkaaminen ei alentaisi vuokria vaan heikentäisi tuensaajien asemaa (Eerola ja Lyytikäinen 2017).

Lisäksi tuettujen asuntojen vuokrat määräytyvät omakustanneperiaatteella, joten niiden tasoon asumistuella ei välttämättä ole samanlaista vaikutusta kuin vapaiden markkinoiden vuokriin.

Asumistuen lisäksi asumista tuetaan asumistukijärjestelmän ulkopuolella. Myös toimeentulotuki on asumiseen vaikuttava kysyntätuki. Toimeentulotuen vaikutusta vuokriin olisi syytä tarkastella samassa yhteydessä kuin asumistukea tukijärjestelmän vuokriin aiheuttaman kokonaisvaikutuksen ymmärtämiseksi. Viimesijaista toimeentulotukea ei ole samalla tavalla rajoitettu kuin asumistukea, joten sen vaikutukset vuokriin voivat olla merkittäviä. Tosin toimeentulotuen saajia on huomattavasti vähemmän. Kuitenkin Kelan tietojen mukaan syyskuussa 2017 noin 15 prosentille yleisen asumistuen saajista vuokra maksettiin ainoastaan asumistuella ja toimeentulotuella (Huhtala ym. 2017).

Kansainväliset arviot asumisen kysyntätukien vaikutuksista vuokriin vaihtelevat. Esimerkiksi Ranskassa lyhyellä aikavälillä tukea saavien kotitalouksien vuokrat nousivat verrattuna niihin kotitalouksiin, jotka tukea eivät saaneet (Laferrère ja Leblanc 2004). Yhdysvaltalaiseen kokeiluun perustuvaa aineistoa käyttämällä on toisaalta esimerkiksi havaittu, että tarjonnan kasvu vastaa asumistuen aiheuttamaan kasvaneeseen kysyntään, ja hintoihin ei välttämättä synny kasvupaineita (kts. esim. Rydell (1980)). Kansainvälinen vertailu kysyntätukien vaikutuksesta ei kuitenkaan ole mielekästä erilaisten tukijärjestelmien ja asuntomarkkinoiden rakenteen takia. Esimerkiksi maankäyttöpolitiikkaan liittyvät erot ovat maiden välillä kuitenkin suuria, joten yhdessä maassa saatuja tuloksia ei voi helposti yleistää toisenlaista järjestelmää koskeviksi.

5.2 Suorien ja epäsuorien verotukien vaikutuksista

Asumisen tukiin liittyvät olennaisesti myös erilaiset verotuet. Yhtäältä verotuet voivat kohdistua suoraan vuokra-asuntosijoittamiseen, toisaalta omistusasumiseen liittyvät verotuet voivat ohjata vuokra-asumisen kysyntää ja sitä kautta myös vuokra-asuntosijoittamista. Vuokra-asumisen verokohtelun muutoksilla voi olla esimerkiksi vaikutusta pidemmän aikavälin asuntovarantoon sekä siihen väestöosuuteen, joka omistaa asunnon. Verokohtelun lisäksi muu vuokra- ja omistusasumiseen välillisesti liittyvä sääntely voi toimia tukena tai kannusteena asumisvalinnoille ja vuokra-asuntosijoittamiselle.

Vuokra-asuntosijoittamiseen tulokseen ja sen kannustimiin voi vaikuttaa suoraan esimerkiksi sijoitusasuntojen poistojen verokohtelun ja myyntivoittoverojen muutoksilla sekä sijoittajien mahdollisuudella vähentää vaikkapa tappiollisia rakennusprojekteja muista tuloista (Poterba 1992). Esimerkiksi poistoihin liittyvä veromuutos poistoaikaa pidentämällä voi vähentää suoraan kannustimia asuntosijoittamiseen ja nostaa vuokria pidemmällä aikavälillä (Poterba 1992).

Suomen verolainsäädäntö mahdollistaa sen, että perusparannusmenot voidaan vähentää poistoina vuokratuotoista kymmenen vuoden aikana tai vasta asunnon myynnin yhteydessä, ja vuokratun rakennuksen hankintamenon voi myös vähentää poistoina[18] (Verohallinto 2017). Poistojen vähennyskelpoisuuden puutetta on pidetty eräänä yksityistä vuokra-asuntosijoittamista haittaavana tekijänä esimerkiksi Britanniassa, jossa poistojen vähentämisen mahdollisuutta ei ole eikä vuokratuoton tappioita ole myöskään voinut vähentää muun liiketoiminnan voitoista (Kath Scanlon ja Kochan 2011). Erityisesti institutionaalisia sijoittajia voidaan houkutella vuokra-asuntosijoittamiseen suotuisalla verokohtelulla.

Toisaalta vuokra-asuntosijoittamiseen voidaan vaikuttaa epäsuorasti myös omistusasumiseen liittyvillä verotuspäätöksillä. Usein omistusasumisen erilaisilla verohelpotuksilla on lisäksi erilaisia vaikutuksia erityyppisille kotitalouksille – myös tulonjakoon liittyvät kysymykset nousevat niiden yhteydessä esille.

Tutkimuskirjallisuudessa on laskettu esimerkiksi yhdysvaltalaisella aineistolla eri tukien vaikutuksia. Omistusasumisen tuista asuntolainan korkojen verovähennyskelpoisuus hyödyttää erityisesti suurituloisia ja suurivelkaisia kotitalouksia kun taas kiinteistöveron vähennysmahdollisuus tasaisemmin kaikkia; laskennallisen asuntotulon verottaminen sen sijaan koskisi kaikenlaisia omistusasunnoissa asuvia kotitalouksia (Poterba ja Sinai 2008). Omistusasumiseen liittyvillä verotusratkaisuilla voidaankin vaikuttaa muun muassa siihen, määräytyykö vuokra-asumisesta automaattisesti pienituloisten kotitalouksien valinta. Vaikutukset voivat näkyä myös asuntosijoittajien tuotoissa ja asumistukijärjestelmässä. Luonnollisesti useat muutkin tekijät vaikuttavat asumisvalintoihin.

Hilber ja Turner (2014) tuovat lisäksi esille, että paikallisten asuntomarkkinoiden rakenteella on vaikutusta siihen, miten korkojen verovähennysoikeus vaikuttaa omistusasumiseen. Tuloksena on se, että korkeasti säännellyillä ja joustamattomilla markkinoilla suurin osa tuesta siirtyy hintoihin eikä edes edistä omistusasumista, mikä on tuen tavoite. Joustavan maan alueilla tuki edistää omistusasumisen saavutettavuutta, mutta vain ylemmän tulotason ryhmissä; joustamattoman maan tilanteessa samalle ylemmälle tulotasolle tuesta koituu haittaa. Alemmille tulotasoille tuella ei ole vaikutusta omistamiseen. Omistusasumisen verotukien kohdentuminen näyttää kohdentuvan ylemmille tuloluokille, joiden valinta ei välttämättä muutoinkaan kohdistuisi vuokra-asumiseen. Näin ollen omistusasumisen tuilla saattaa olla luultua pienempi vaikutus vuokra-asumisen kysyntään. (Hilber ja Turner 2014.)

[18] Kiinteistön maapohjan hankintamenoa ei kuitenkaan voi vähentää poistoina. Asunto-osakkeiden ja kiinteistöosakeyhtiön osakkeiden hankintamenon perusteella ei voi myöskään tehdä poistoja. (Verohallinto 2017.)

Suomessa asuntolainan korkojen verovähennysoikeutta on rajattu, ja vuonna 2017 asuntolainen koroista 45 prosenttia on vähennyskelpoisia. Vähennyskelpoiset korot voidaan vähentää pääomatuloverotuksessa tai 30 prosenttia niistä voidaan vähentää alijäämähyvityksenä ansiotulojen verotuksessa. Myöhemmin on mahdollista tarkastella, muuttaako reformi kysyntää vuokra-asumismarkkinoilla.

Yhtä lailla vuokranantajan on kuitenkin mahdollista vähentää korot verotuksessa, ja sijoitusasuntolainojen korkojen verovähennyskelpoisuuteen ei ole tiedossa muutoksia. Tulonhankkimisvelan korkojen verovähennyskelpoisuus täysimääräisesti samalla, kun asuntolainan korkojen verovähennysoikeutta rajataan, voi mahdollisesti tehdä vuokra-asumisesta tulevaisuudessa houkuttelevampaa. Toisaalta omistusasumisen asuntotulon verottomuus on edelleen suuri etu. Omistusasumiseen Suomessakin olennaisesti liittyvä varainsiirtovero vähentää muuttamista ja lukkiuttaa työmarkkinoita (Hilber ja Lyytikäinen 2013). Alle 40-vuotiaat ensiasunnon ostajat on vapautettu varainsiirtoverosta. Toisaalta oman asunnon myyntivoitto on verotonta tietyin edellytyksin. Sijoitusasunnon myyntivoitto taas on veronalaista tuloa.

Verotukien lisäksi muu sääntely voi vaikuttaa siihen, millaisia ratkaisuja kotitaloudet tekevät asumisen suhteen. Esimerkiksi jos vaatimukset asuntolainan omarahoitusosuuden suhteen kiristyvät, se voi lisätä vuokra-asumisen suosiota, vaikka verokohtelu omistusasumiselle olisikin suosiollista – osa kotitalouksista asuu vuokralla kerryttämässä omarahoitusosuutta (Poterba 1992). Tämä voi aiheuttaa suurempaa kysyntää vuokramarkkinoille ja heijastua mahdollisten politiikkamuutosten tilanteessa lyhyellä aikavälillä sekä hintoihin että vuokriin.

Myös verotukien taloudellista kokonaiskuvaa ja vaikutuksia julkiseen talouteen olisi syytä tarkastella. Tätä on mahdollista tehdä esimerkiksi makromalleilla, joissa testataan erilaisia oletuksia tukien suhteen. Kanadassa on testattu muun muassa omistusasumisen korkojen verovähennysoikeuden poistamisen ja vuokratulojen poistojen vähennyskelpoisuuden poistamisen vaikutuksia talouteen (Alpanda ja Zubairy 2013). Korkojen verovähennysoikeuden poistaminen havaittiin tehokkaimmaksi keinoksi lisätä verotuloja, ja toisaalta vuokratulojen poistojen verovähennyskelpoisuuden poistaminen aiheuttaisi kokonaistuotoksen ja asumisen tarjonnan vähenemistä (Alpanda ja Zubairy 2013). Samalla tavalla voi tarkastella myös kiinteistöveron poistoa ja asuntotulon veroa (Alpanda ja Zubairy 2013).

5.3 Asuntosijoittamisen verotus Suomessa

Kiinteistösijoittamisessa käytännön verokohtelu poikkeaa sen mukaan Suomessa, onko kiinteistösijoittaminen elinkeinoverolain vai tuloverolain mukaista toimintaa. Verohallinnon mukaan ”kiinteistösijoitustoimintaa harjoittavien yhtiöiden osalta ratkaistaan aina tapauskohtaisesti, kuuluuko niiden harjoittama toiminta elinkeinotoiminnan tulolähteeseen vai muun toiminnan tulolähteeseen” (Verohallinto, 2017).

Suomessa tuloverolain mukainen verottaminen tarkoittaa korkojen täysimääräistä verovähennyskelpoisuutta. Elinkeinotoiminnassa korkojen verovähennyskelpoisuutta on sen sijaan rajattu vuoden 2014 alusta sovellettujen lakimuutosten myötä. Kiinteistösijoitustoimintaa harjoittavien yhtiöiden osalta päätetään tapauskohtaisesti, koskeeko elinkeinoverolaki ja siinä määritelty korkojen verovähennysoikeuden rajoittaminen kiinteistösijoitusyhtiöitä. (Verohallinto, 2017).

Asuntosijoittaja pystyy vähentämään verotuksessa yleensä siis korot täysmääräisesti, mutta lisäksi rahoitusvastikkeen voi vähentää kokonaan pääomatulojen verotuksessa. Taloyhtiöiden lainaosuuden suurenemisen yleistyminen suhteessa velattomaan hintaan tarkoittaa, että sijoittajat pystyvät maksamaan saadusta vuokratuotosta hyvin vähän veroa. Tämä koskee erityisesti uudiskohteita.

Yksityishenkilöiden saamaa vuokratuloa verotetaan 30–34 prosentin pääomatuloveron mukaan. Suomen Vuokranantajat ry on selvittänyt jäsenkyselyissään, että vuokratuloihin kohdistuva korkea veroprosentti on osaltaan esteenä vuokraustoiminnan kasvattamiselle. (Suomen Vuokranantajat, 2017b) Vuokratuottojen verotuksen kannalta asuntosijoitusyhtiöt hyötyvät matalammasta yhteisöveroprosentista.

Ulkomaisilla kiinteistösijoittajilla on mahdollisuus perustaa Suomeen hallintayhtiö, joka voi täysimääräisesti vähentää konsernilta ottamansa lainan korot (tuloverolain mukaan) tuotoistaan. Raskaasti lainoitetun yhtiön tapauksessa korot voivat olla vuokratuottojen suuruisia, joten hallintayhtiön tulos on nolla. Lisäksi ulkomaalainen kiinteistösijoitusyhtiö voi sijaita maassa, jossa korkotuloista ei makseta veroa. Toisin sanoen, ulkomaalaiset kiinteistösijoittajat pystyvät kotiuttamaan voittojaan verottomasti. Kotimaiset kiinteistösijoittajat voivat toimia samalla tavalla, mutta niiden osalta korkotuottoa verotetaan.

Eri lainsäädäntö koskee REIT-muotoisia asuntorahastoja, joita Suomessa on tällä hetkellä yksi, Orava Asuntorahasto. Tällaiset osakeyhtiöt ovat vapautettuja suorittamasta tuloveroa, kun ne noudattavat tiettyjä niille asetettuja ehtoja – esimerkiksi osinkoja on tilikauden voitosta, johon ei lueta realisoitumattomia arvonmuutoksia, jaettava vähintään 90 prosenttia (Laki eräiden asuntojen vuokraustoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden veronhuojennuksesta 299/2009). REIT-yhtiön maksamia osinkoja taas verotetaan normaalisti tuloverolain tai elinkeinoverolain puitteissa sen mukaan, kuuluvatko ne henkilökohtaisen tulolähteen vai elinkeinotoiminnan varoihin (Verohallinto 2017).

6 TUETUN ASUNTOTUOTANNON SYRJÄYTTÄMISVAIKUTUS SUOMALAISISSA KAUPUNGEISSA

Tämän luvun tarkoituksena on analysoida tuetun asuntotuotannon niin kutsuttua syrjäyttämisvaikutusta vapaarahoitteiseen[19] asuntokantaan sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Syrjäyttämisvaikutuksella tarkoitetaan tässä sitä, että tuetun tuotannon seurauksena vapaarahoitteinen asuntotarjonta on pienempi kuin se olisi ilman tuettua asuntokantaa. Luetettava informaatio syrjäyttämisvaikutusten suuruusluokasta on tärkeää, koska sillä on merkittäviä implikaatioita tuetun asuntotuotannon kustannus-hyötysuhteen (vaikuttavuuden) kannalta. Uutta tutkimustietoa voidaan hyödyntää, kun pyritään tekemään valistuneita päätöksiä tuetun asuntotuotannon tehokkuuden, tarpeen ja kohdistamisen osalta – eli kun pyritään parantamaan asumisen tukijärjestelmän vaikuttavuutta. Tavoitteena tässä tutkimuksessa ei ole kuitenkaan arvioida tuetun asuntorakentamisen kokonaiskannattavuutta yhteiskunnan näkökulmasta, vaan tuottaa tietoa nimenomaan ja ainoastaan syrjäyttämisvaikutusta koskien.

Tutkimustietoa aiheesta tarvitaan lisää, sillä aihepiirin empiirinen ja teoreettinen analyysi on toistaiseksi ollut vähäistä ja olemassa olevat empiiriset tutkimustulokset koskevat pääasiassa Yhdysvaltain markkinoita. On perusteltua olettaa, että syrjäyttämisvaikutusten suuruus riippuu merkittävästi alueellisista instituutioista ja asuntomarkkinatilanteesta. Näin ollen muista maista saadut tulokset eivät ole suoraan yleistettävissä Suomea koskeviksi. Joka tapauksessa aiemmat tutkimustulokset tukevat selvästi sitä oletusta, että tuettu asuntokanta syrjäyttää ainakin jonkin verran vapaarahoitteista kantaa. Nordvik (2006) raportoi syrjäyttämisvaikutuksen suuruudeksi Norjassa 40 % ja Sinai ja Waldfogel (2005) kaupunkialuetasolla Yhdysvalloissa 48 % - 65 % riippuen markkinoiden rakenteellisista tekijöistä. Eriksenin ja Rosenthalin (2010) analyysin perusteella syrjäyttämisvaikutus on Yhdysvalloissa lähes täydellinen (nk. LIHTC-ohjelmaa koskien), kun taas Murrayn (1999) Yhdysvaltoja koskevat tulokset tukevat hypoteesia, jonka mukaan matalatuloisille kohdistettu tuettu kanta ei aiheuta lainkaan syrjäytysvaikutuksia, mutta syrjäyttämisvaikutus on erittäin suuri parempituloisille kohdistetun tuetun kannan osalta (”moderate income subsidized housing”).

Tässä luvussa pohditaan aluksi syrjäyttämisvaikutuksen toimintamekanismia teoreettisesti. Tämän jälkeen esitellään empiirisessä analyysissä estimoitavat yhtälöt ja estimointimenetelmät, minkä jälkeen raportoidaan estimointitulokset. Lopuksi tehdään yhteenveto luvun keskeisestä sanomasta.

6.1 Teoreettinen analyysi syrjäyttämisvaikutuksesta

Tiivistämme aluksi talousteorian keskeiset johtopäätökset tuetun asuntotuotannon aiheuttamasta syrjäyttämisvaikutuksesta vapaarahoitteiseen asuntotarjontaan. Tämän jälkeen perustelemme asuntomarkkinoiden kysyntä-tarjontakehikon pohjalta nämä johtopäätökset.

Tuetulla asuntokannalla on useampi vaikutuskanava vapaarahoitteisen asuntotarjonnan määrään:

Tuettuun kantaan kohdistuvan kysynnän seurauksena vapaarahoitteiseen asuntokannan kysyntä on pienempi.

[19] Vapaarahoitteista asuntokantaa käytetään tässä luvussa synonyyminä ei-tuetulle asuntokannalle.

Tuettu asuntorakentaminen ja -kanta lisää asuntorakentamisen keskeisten panosten, erityisesti asuntorakentamiseen (sijainniltaan ja maaperältään) soveltuvan tonttimaan, niukkuutta ja siten nostaa näiden panosten hintaa.

Ääritapauksessa vapaa tonttimaa asettaa sitovan rajoitteen siten, että tuettu rakentaminen on suoraan pois vapaarahoitteisesta kannasta. Näin voi tapahtua silloin, kun rakennuskelpoisten tonttien puutteen ja kaavoitusmääräysten (esimerkiksi kerroslukurajoitteiden) takia vapaarahoitteinen tuotanto ei kykene sopeutumaan (tuetun kannan vaikutukset huomioivaan) tasapainotasoonsa.

Kysyntävaikutuksen suuruus riippuu siitä, kuinka tuettu kanta on allokoitunut kotitalouksille (Murray, 1999; Sinai and Waldfogel, 2005). Ääritapauksessa tuetussa asunnossa asuu kotitalous A, joka ilman pääsyä tuettuun asuntoon ei ostaisi asumispalvelua lainkaan, vaan olisi asunnoton (asuisi esimerkiksi ilmaiseksi jonkun toisen perheen asunnossa). Tällöin kyseinen tuettu asunto ei syrjäytä lainkaan kysyntää vapaarahoitteisilla asuntomarkkinoilla. Vastakkaisessa ääritapauksessa tuettu asunto on vuokrattu kotitaloudelle B, joka muutoin kuluttaisi vastaavan määrän asumispalveluita vapaarahoitteisilla markkinoilla – tällöin tuettu asunto syrjäyttää täysimääräisesti kysyntää vapaarahoitteisilla markkinoilla.

Koko markkinoita ajatellen ääripäitä ovat tapaukset, joissa koko tuettu asuntokanta on allokoitunut joko tyypin A kotitalouksille, jolloin syrjäyttämisvaikutusta kysyntään ei ole, tai tyypin B kotitalouksille, jolloin kysyntää syrjäytyy täysimääräisesti vapaarahoitteisilla markkinoilla. Todellisuudessa suuri osa tuetusta kannasta allokoituu tyypillisesti kotitalouksille, jotka eivät edusta kumpaakaan ääripäätä, vaan joitain niiden väliltä. Tällöin tuettu kanta syrjäyttää vapaarahoitteisten markkinoiden kysyntää, mutta ei täysimääräisesti.

Huomioiden myös tonttien niukkuuden kautta kanavoituvat syrjäyttämisvaikutukset, teorian pohjalta voidaan tehdä tiivistettynä seuraavat johtopäätökset:

Tuettu asuntokanta syrjäyttää vapaarahoitteista asuntotarjontaa, mutta syrjäyttämisvaikutus ei ole yleensä täydellinen: vapaarahoitteisen tarjonnan vähennys on tyypillisesti pienempi kuin tuettu kanta, jolloin tuettu asuntotarjonta aikaansaa jonkin verran suuremman kokonaisasuntotarjonnan ja siten myös hieman suuremman asumisväljyyden.

Tuetun kannan kohdistaminen sellaisille erikoisryhmille, joiden olisi vaikea vuokrata vapaarahoitteisilta markkinoilta, synnyttää vähäisemmät syrjäyttämisvaikutukset kuin erikoisryhmille kohdistamaton tuettu kanta. Tämä koskee myös pienituloisille kohdistettua tuettua asuntokantaa.

Syrjäyttämisvaikutus on pienempi, jos tuettu kanta sijaitsee tonteilla, joihin vapaarahoitteista kantaa ei olisi kannattavaa rakentaa (ainakaan yhtä paljon kuin tuettua kantaa on rakennettu).

Tuetun kannan vaikutus vapaarahoitteisiin vuokriin ja hintoihin riippuu tuettujen asuntojen allokoitumisesta kotitalouksille ja eri sijainneille (vrt. kohdat b ja c). Vaikutus voi olla teoriassa joko vuokria ja hintoja kohottava tai madaltava. Syrjäyttämisvaikutus ja siten hintoja nostava vaikutus on sitä suurempi, mitä voimakkaammin tuettu tuotanto kilpailee samoista tonteista vapaarahoitteisen tuotannon kanssa.

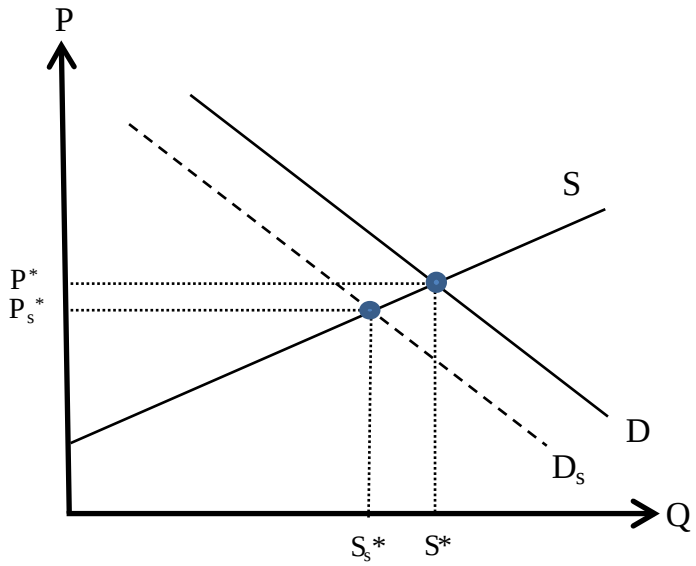
Tuetun asuntotarjonnan vaikutusta vapaarahoitteisten asuntojen tasapainotarjontaan voidaan tarkastella teoreettisesti tyypillisen kysyntä-tarjontakehikon avulla.[20] Tarkastellaan aluksi kaupunkia, jonka asuntomarkkinat muodostuvat ainoastaan vapaarahoitteisesta

[20] Samat johtopäätökset, kuin yksinkertaisessa kysyntä-tarjontakehikossa, saadaan myös kiinteistömarkkinoiden pitkän aikavälin kokonaistasapainoa tarkastelevan DiPasqualen ja Wheatonin (1992, 1996) nelikenttämallin kautta.

asuntokannasta. Kuviossa 6.1, jossa pystyakseli kuvastaa asuntokannan hinta- tai vuokrataso[21] ja vaaka-akselilla on asuntokannan määrä, ylöspäin suuntautuva tarjontakäyrä (S) osoittaa vapaarahoitteisen asuntotarjonnan riippuvuuden hintatasosta pitkällä aikavälillä ja yhtenäinen alaspäin suuntautuva käyrä (D) kertoo hintatason vaikutuksen vapaarahoitteisten asuntojen kysyntään, kun tuettua asuntotarjontaa ei ole.

Pitkällä aikavälillä tarkoitetaan tässä yhteydessä niin pitkää ajanjaksoa, että tarjonta ehtii sopeutua täysimääräisesti kysynnässä tapahtuviin muutoksiin. Tarjonnan sopeutuminen on tyypillisesti hyvin hidasta, eli lyhyellä aikavälillä tarjonta on jäykempää kuin pitkällä aikavälillä: Lyhemmän aikavälin tarjontakäyrä olisi jyrkemmin ylöspäin nouseva kuin pitkän aikavälin tarjontakäyrä. Rakentamisessa tarvittavien panosten – erityisesti houkuttelevalla sijainnilla olevan rakentamiskelpoisen tonttimaan – niukkuuden takia tarjontakäyrä on nouseva myös pitkällä aikavälillä.[22] Tarjontakäyrän lähtöpiste on hintatasolla, jolla rakentamista ylipäätään kannattaa käynnistää.

Tasapainossa hintataso muodostuu sellaiseksi, että kysyntää ja tarjontaa on yhtä paljon, eli D = S. Kuviossa tasapainopiste on tällöin kysyntä- ja tarjontakäyrien leikkauspisteessä, jolloin pitkän aikavälin tasapainohinta on tasolla P^* ja vapaarahoitteinen tasapainotarjonta tasolla S^*, kun kaupungissa ei ole tuettua kantaa.



Kuvio 6.1. Asuntomarkkinoiden tasapaino ja tuetun kannan kysyntävaikutus.

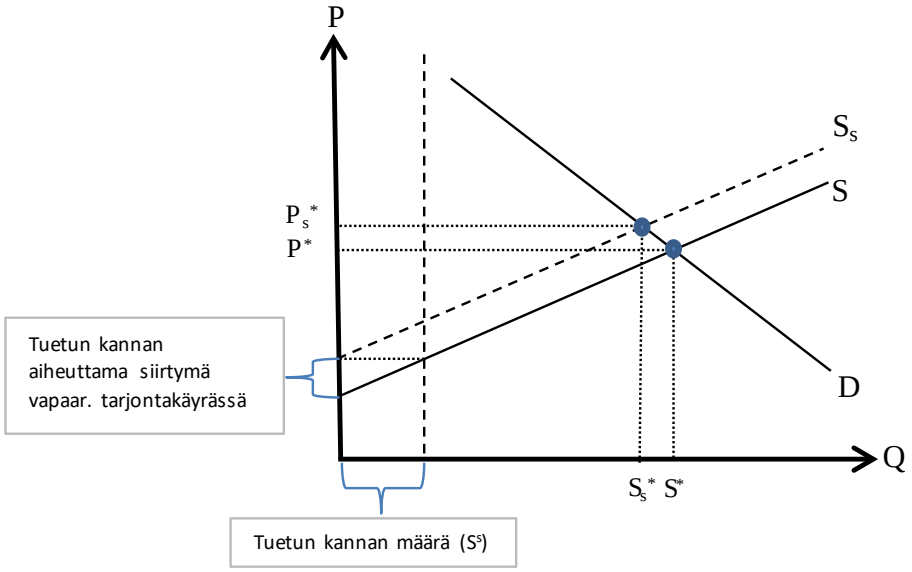
Tarkastellaan seuraavaksi tilannetta, jossa kaupungissa onkin tuettua asuntokantaa, joka syrjäyttää kysyntää vapaarahoitteisilla markkinoilla. Kuviossa 1 alaspäin suuntautuva katkoviivainen kysyntäkäyrä (D_s) havainnollistaa tätä tilannetta: Kun markkinoilla on tuettua kantaa kilpailemassa vapaarahoitteisen tarjonnan kanssa, vapaarahoitteisten asuntojen kysyntä on vähäisempää. Vapaarahoitteisten markkinoiden tasapaino on tällöin tarjontakäyrän ja katkoviivaisen kysyntäkäyrän leikkauspisteessä, jolloin tasapainohinta (P_s^*) ja -tarjonta (S_s^*) ovat pienemmät kuin ilman tuettua kantaa. Kysyntäkäyrän siirtymän aiheuttama syrjäyttämisvaikutus vapaarahoitteiseen asuntokantaan ei ole kuitenkaan täydellinen, vaikka oletettaisiin ”täysi kysyntävaikutus”, eli tuetun kannan allokoituminen täysmääräisesti kotitalouksille, jotka toimisivat muutoin vapaarahoitteisilla markkinoilla (ks. myös Eriksen ja Rosenthal, 2010). Tämä johtuu siitä, että tarjontakäyrä ei ole vaakasuora.

[21] Pitkällä aikavälillä hinta- ja vuokrataso kulkevat käsi kädessä.

[22] Sekä teoreettisen mallit (esim. Green ym., 2005; Saiz, 2010) että empiiriset analyysit (esim. Saiz, 2010; Paciorek, 2013; Oikarinen, 2015; Oikarinen ym., 2015) osoittavat tarjontakäyrän olevan nouseva. Tarjontakäyrä sisältää kaikki tuotantopanokset, mutta pitkällä aikavälillä erityisesti sopivalla sijainnilla ja maaperällä olevan tonttimaan niukkuus aiheuttaa nousevan käyrän. Myös kaavoituksessa asetetut rajoitteet rakentamisen määrälle sekä se, että kerrosten lisääminen asuinrakennukseen kasvattaa rakennuskustannuksia per asuinneliömetri, vaikuttavat osaltaan pitkän aikavälin tarjontakäyrään nousukulman jyrkkyyteen.

Kuvio 6.2 puolestaan havainnollistaa rakentamisen panoshintojen kautta tapahtuvaa tuetun kannan vaikutusta vapaarahoitteiseen asuntotarjontaan. Pystysuora katkoviiva osoittaa tuetun kannan määrän kaupungissa (tuetun kannan määrä = S^s).[23] Koska kaupungissa on nyt (tuettua) asuntokantaa jo ilman vapaarahoitteista tarjontaa, vapaarahoitteiselle tarjonnalle vapaa maa on niukempaa ja siten arvokkaampaa, minkä seurauksena tarjontakäyrä siirtyy ylöspäin (katkoviivoin kuvattu käyrä S_s): samalla hintatasolla vapaarahoitteista tarjontaa on vähemmän, koska rakentamisen panokset (erityisesti maa) ovat kalliimpia. Tarjontakäyrän siirtymän suuruuden määräävät tarjonnan joustavuus (eli tarjontakäyrän kulmakerroin) ja se, kuinka voimakkaasti tuettu tuotanto kilpailee samoista tonteista vapaarahoitteisen tuotannon kanssa.

Kuviossa on oletettu, että tuettu kanta sijoittuu täysimääräisesti tonteille, joilla olisi muutoin saman verran vapaarahoitteisia asuntoja (”täysi tarjontavaikutus”). Tällöin uusi lähtötaso vapaarahoitteiselle tarjontakäyrälle on sillä tasolla, jossa tuettu tarjonta (pystysuora katkoviiva) leikkaa tarjontakäyrän S. Kysyntävaikutuksen on puolestaan oletettu olevan mitätön. Kuten kuviosta havaitaan, tuetun asuntokannan ”panoshintavaikutuksen” seurauksena vapaarahoitteinen hintataso on korkeampi ja kanta pienempi. Vaikutus vapaarahoitteiseen kantaan on kuitenkin pienempi kuin tuetun kannan koko, eli syrjäyttämisvaikutus on vain osittainen. Vapaarahoitteisen hinnan nousun Kuviossa 6.2 selittää se, että tuettu kanta synnyttää uutta kysyntää (koska tuettu asuntotarjonta ei vähennä kysyntää vapaarahoitteisilla markkinoilla), jolloin kokonaiskysyntä asunnoille on suurempi[24].

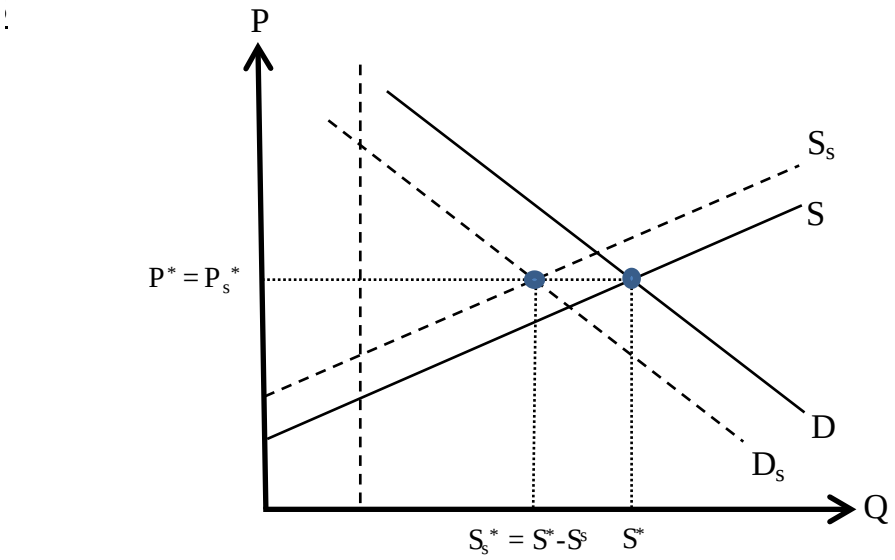


Kuvio 6.2. Syrjäyttämisvaikutus: täysi panoshintavaikutus, ei kysyntävaikutusta.

[23] Myös tuetun kannan määrä voi riippua asuntokysynnästä (ja hintatasosta). Tässä emme ole kuitenkaan kiinnostuneita siitä, kuinka tuetun kannan suuruus määräytyy, vaan siitä, kuinka paljon tietty määrä tuettua kantaa vähentää vapaarahoitteista kantaa annetulla asuntokysynnän tasolla.

[24] Kysyntävaikutuksesta keskustelevat tarkemmin Sinai ja Waldfogel (2005).

Kuvioissa 6.1 ja 6.2 on esitetty syrjäyttämisvaikutus kahdessa ääritapauksessa: 1) täysi kysyntävaikutus, mutta ei panoshintavaikusta (Kuvio 6.1) ja 2) täysi panoshintavaikutus muttei lainkaan kysyntävaikutusta (Kuvio 6.2). Kuviossa 6.3 on mukana sekä kysyntävaikutus että panoshintavaikutus. Kyseessä on jälleen yksi ääritapaus, sillä Kuviossa 6.3 oletetaan, että kummatkin vaikutukset ovat täysimääräiset: tuetun kannan kysyntä on kokonaisuudessaan pois vapaarahoitteisesta kysynnästä ja tuettu kanta kilpailee kokonaisuudessaan samoista sijainneista vapaarahoitteisen kannan kanssa. Jälleen yhtenäiset käyrät osoittavat tilanteen siinä tapauksessa, että tuettua kantaa ei ole, ja katkoviivat kuvastavat tilannetta tuettu kanta huomioiden. Tässä tilanteessa syrjäyttämisvaikutus on täydellinen, eli tuettu asuntokanta ei kasvata laisinkaan kokonaisasuntokantaa: vapaarahoitteinen kanta on täsmälleen tuetun kannan verran pienempi ($S_s^* = S^* - S^s$) ja hintataso on ennallaan.[25]



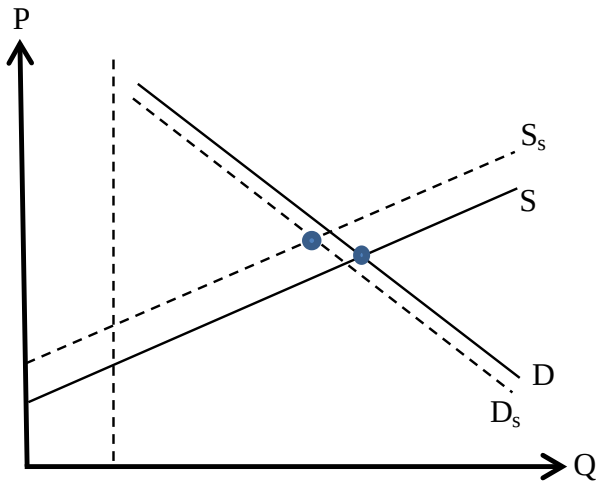
Kuvio 6.3. Syrjäyttämisvaikutus: täysi kysyntävaikutus ja täysi panoshintavaikutus.

Kuvioista 6.1 ja 6.2 on havaittu, että tilanteesta riippuen tuetun kannan vaikutus voi olla joko vapaarahoitteisia asumiskustannuksia nostava tai madaltava. Poiketen Kuvion 2 tilanteesta, Kuviossa 6.3 hintataso ei nouse, koska tuettu kanta ei luo uutta kysyntää.

Kuten edellä on todettu, käytännössä tuetun kannan vaikutus kysyntään vapaarahoitteisilla markkinoilla on yleensä joissain kahden ääripään välillä. Vastaavasti realistisilla oletuksilla – ja myös perustuen aiempiin tutkimustuloksiin (Sinai ja Waldfogel, 2005; Nordvik, 2006; Eriksen ja Rosenthal, 2010) – tuetun kannan syrjäyttämisvaikutus vapaarahoitteiseen asuntokantaan on tyypillisesti jotain nollan ja ykkösen välillä. Kuviossa 6.4 kuvataan tapausta, jossa Kuviosta 6.3 poiketen kysyntävaikutus ei ole täydellinen. Tällöin katkoviivoin kuvatussa tasapainossa vapaarahoitteinen kanta on pienempi ja hintataso on korkeampi kuin ilman tuettua kantaa. Selityksenä vapaarahoitteisen hintatason nousulle on jälleen se, että tuettu kanta lisää kokonaisasuntokysyntää samalla, kun tarjontakäyräefekti on oletettu täysimääräiseksi. Hintatason nousu on sitä suurempi ja syrjäyttämisvaikutus tarjontaan sitä pienempi, mitä pienempi on tuetun kannan vaikutus vapaarahoitteiseen kysyntään – eli mitä

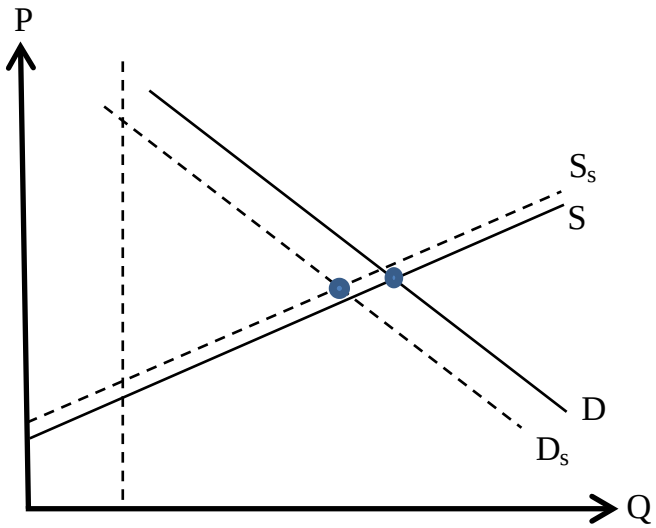
[25] Kyseeseen voisi tulla joskus myös tilanne, jossa tuettua kantaa rakennetaan tontille vähemmän kuin sille olisi ollut kannattavaa ja mahdollista rakentaa vapaarahoitteista kantaa. Tällöin syrjäyttämisvaikutus voisi olla teoriassa jopa yli ykkösen, eli yksi tuettu asunto johtaisi yli yhden asunnon pienempään vapaarahoitteiseen tarjontaan. Suomessa kaavoitus asettaa usein sitovan rajoitteen rakentamisen määrälle, mikä vähentää tällaisen tapauksen todennäköisyyttä.

paremmin tuettu kanta allokoituu kotitalouksille, joilla on heikot edellytykset toimia vapaarahoitteisilla markkinoilla.



Kuvio 6.4. Syrjäyttämisvaikutus: täysi panoshintavaikutus ja osittainen kysyntävaikutus.

Myöskään kuvio 6.4 ei välttämättä kuvasta täysin realistisesti tuetun kannan vaikutusta vapaarahoitteisilla markkinoilla, koska kuviossa on oletettu, että tuettu kanta sijaitsee kokonaisuudessaan tonteilla, joille muutoin olisi rakennettu vastaava määrä vapaarahoitteista kantaa. Tuettua tarjontaa voi kuitenkin olla sijainneilla, joihin vapaarahoitteista kantaa ei olisi kannattavaa rakentaa (ainakaan yhtä paljon kuin tuettua kantaa). Tällöin vapaarahoitteisten markkinoiden tarjontakäyrän siirtymä on pienempi kuin Kuvioissa 6.2–6.4 on esitetty, jolloin syrjäytysvaikutus vapaarahoitteiseen kantaan on pienempi ja vuokra- ja hintataso saattaa olla matalampi kuin tilanteessa, jossa tuettua kantaa ei ole. Tällaista skenaariota, jonka voidaan olettaa olevan useassa tapauksessa realistinen, kuvastaa Kuvio 6.5.



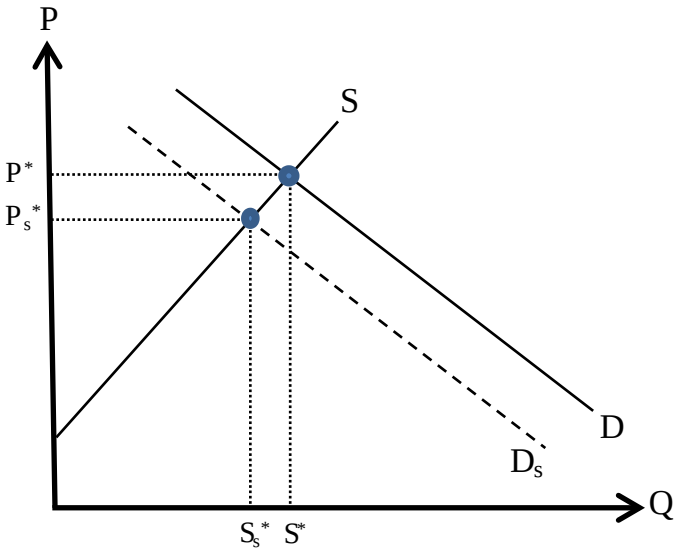
Kuvio 6.5. Syrjäyttämisvaikutus: osittainen panoshintavaikutus ja osittainen kysyntävaikutus.

Kuviossa 6.5 hintataso madaltuu tuetun kannan ansiosta, koska kysyntävaikutus on suhteellisen suuri ja panoshintavaikutus pieni. Mitä suurempi osuus tuetusta kannasta sijaitsee tonteilla, joille vapaarahoitteista kantaa ei olisi rakennettu, sitä todennäköisemmin tuettu kanta

madaltaa hintatasoa vapaarahoitteisilla markkinoilla. Osittaistenkin vaikutusten tapauksessa hintataso voi kuitenkin nousta – poiketen kuvion 5 tilanteesta – jos tarjontakäyrän siirtymä on riittävän suuri ja/tai kysyntäkäyrän siirtymä on riittävän pieni.

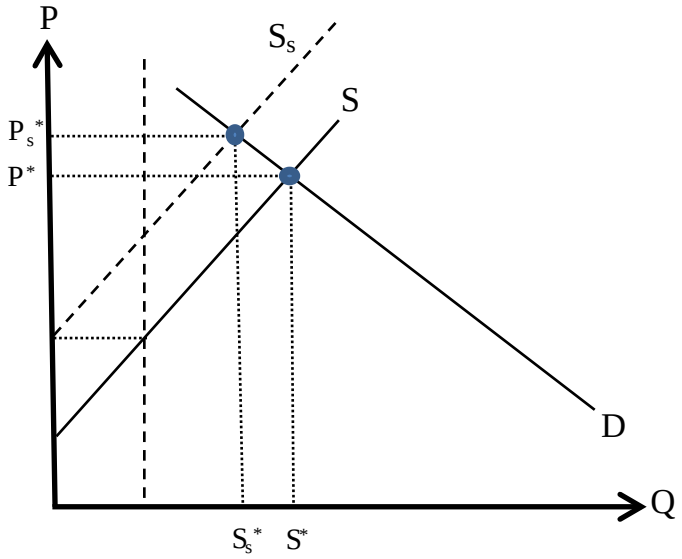
On selvää, että suomalaisissa kaupungeissa tuettua kantaa sijaitsee tonteilla, joille olisi muutoin rakennettu vapaarahoitteisia asuntoja. Yksi tätä tarjontakäyrävaikutusta lisäävä tekijä on pyrkimys estää alueellista segregaatiota: Segregaation ehkäisemiseksi tuettua kantaa on rakennettu ja rakennetaan myös vapaarahoitteisen tuotannon kannalta houkutteleville alueille. Rakentamiskäyrän siirtymä ja siten syrjäyttämisvaikutus on sitä suurempi, mitä voimakkaammin tuettu tuotanto kilpailee samoista tonteista vapaarahoitteisen tuotannon kanssa. Tyypillisesti tämä ”kilpailu” samoista sijainneista on voimakkaampi alueella, jolla tontit ovat niukempi resurssi kaupungin suuremman koon tai voimakkaampien maantieteellisten ja hallinnollisten tonttitarjontarajoitteiden takia. Ääritapauksessa tonttitarjonta on sitova rajoite siten, että tietyn tontin allokoitumista tuetulle tuotannolle ei voi korvata vapaarahoitteisella tuotannolla muualla, koska yhtään sopivaa rakentamiskelpoista tonttia ei ole vapaana. Tällöin syrjäyttämisvaikutus on hyvin suuri.

Niillä alueilla, joilla rakentamiselle houkuttelevalla sijainnilla olevat tontit ovat niukempi resurssi, vapaarahoitteisen asuntokannan tarjontakäyrä on jyrkemmin ylöspäin nouseva. Kuviot 6.6 ja 6.7 havainnollistavat sitä, kuinka tarjontakäyrän kulmakerroin, eli tarjonnan hintajousto, vaikuttaa syrjäyttämisefektiin. Kuviossa 6.6 tapahtuu vastaava siirtymä kysyntäkäyrässä kuin Kuviossa 6.1. Kuviossa 6.6 tarjontakäyrä on kuitenkin selvästi jyrkempi, minkä seurauksena tuetun kannan kysyntävaikutus madaltaa vapaarahoitteista hintatasoa enemmän ja syrjäyttää vapaarahoitteista kantaa vähemmän kuin Kuviossa 6.1. Kuvio 6.7 puolestaan vastaa Kuvion 6.2 oletuksia muilta osin, paitsi että tarjonnan hintajousto on oletettu pienemmäksi (eli tarjontakäyrä on jyrkempi). Joustamattomamman tarjonnan seurauksena tuetun kannan aiheuttama syrjäyttämisvaikutus on suurempi.[26] Suuremman syrjäyttämisvaikutuksen takia vapaarahoitteista hintatasoa nostava vaikutus on Kuvion 6.2 tilannetta voimakkaampi. Korkeampi vapaarahoitteinen hintataso toisaalta jonkin verran pienentää vapaarahoitteisen kannan vähenemistä.



Kuvio 6.6. Joustamaton tarjonta ja tuetun kannan kysyntävaikutus.

[26] Lisäksi pienemmän tarjontajouston alueella tonttivaranto on tyypillisesti niukempi, jolloin tuettu kanta on omiaan kilpailemaan voimakkaammin samoista tonteista vapaarahoitteisen kannan kanssa ja siten aiheuttamaan suuremman siirtymän vapaarahoitteisten markkinoiden tarjontakäyrässä (aiheuttaen suuremman syrjäyttämisvaikutuksen).



Kuvio 6.7. Joustamaton tarjonta ja tuetun kannan panoshintavaikutus.

Kaupunkien rakennuttajille asettamat vaatimukset voivat vaikuttaa muutoinkin tuetun ja vapaarahoitteisen kannan yhteyksiin. Joissain tapauksissa rakennuttajat velvoitetaan rakentamaan vapaarahoitteisen kannan rakentamisen ohessa tuettua kantaa. Jos vaadittu tuetun kannan rakentaminen ei ole rakennuttajien näkökulmasta liiketaloudellisesti kannattavaa – mikä on todennäköistä, jos tuettua kantaa ei rakennettaisi ilman asetettua velvoitetta – on oletettavaa, että vapaarahoitteinen rakentaminen on vähäisempää (ja siten kanta pienempi). Tämä on seurausta siitä, että vapaarahoitteisen asuntotuotannon kylkeen on rakennettava kannattamatonta asuntokantaa.

Syrjäyttämisvaikutusten analyysiä monimutkaistaa myös se, että tuetun kannan rakentaminen aiheuttaa kustannuksia pääoman vaihtoehtoiskustannuksen muodossa, ja nämä kustannukset katetaan viime kädessä verovaroin. Tämän voi olettaa hieman vähentävän vapaarahoitteisten asuntojen kysyntää (eli kasvattavan kysyntävaikutuksen suuruutta), koska vapaarahoitteisilla markkinoilla toimivilla kotitalouksilla on pienemmät nettotulot käytössään. Kyseessä on siis tulonsiirto vapaarahoitteisessa asuntokannassa asuvilta kotitalouksilta tuetussa kannassa asuville kotitalouksille. Tuetun kannan rakentamisen ja ylläpidon aiheuttamat kustannukset veronmaksajille eivät kuitenkaan ole läpinäkyviä ja suoraviivaisesti arvioitavissa. Lisäksi näitä kustannuksia – ja siten laskennallisia tulonsiirtoja – pienentää se, jos julkinen valta saa rahoitusta rakennushankkeiden tukemiseen yksityisiä vapaarahoitteisia toimijoita edullisemmin ja mikäli julkisen vallan (tuetuille) hankkeille on perusteltua asettaa pienempi riskipreemio kuin vapaarahoitteisille asuntoinvestoinneille. Joka tapauksessa on oletettavaa, että mahdollinen ”verokanavaa” pitkin tapahtuva syrjäyttämisvaikutus ei ole suuri.

Yhteenvetona voidaan todeta, että syrjäyttämisvaikutuksen suuruus vapaarahoitteiseen asuntotuotantoon riippuu monesta tekijästä, mutta sen voidaan odottaa olevan tyypillisesti nollan ja sadan prosentin välillä. Tuetun kannan vaikutussuunta markkinavuokraan ja -hintaan sen sijaan voi vaihdella eri markkinoiden ja tuetun kannan tyyppien välillä. Teoreettinen pohdiskelu auttaa ymmärtämään syrjäyttämisvaikutusten syntymekanismeja, mutta vaikutusten suuruuden arvioimiseksi empiirinen analyysi on välttämätöntä.

6.2 Estimointistrategia

Tarkastellaan aluksi vapaarahoitteisen asuntotarjonnan markkinoiden pitkän aikavälin tarjontayhtälöä (1):

$$s_f = \theta_0 + \theta_1 p - \theta_2 c. \quad (1)$$

Yhtälössä (1) s_f on vapaarahoitteisen kannan, p hintatason ja c rakennuskustannusten luonnollinen logaritmi. c ei sisällä maan arvoa, vaan ainoastaan fyysisen rakenteen rakentamisen kustannukset. Tarjontakäyrän kulmakertoimen määrää tarjonnan hintajousto, eli θ_1 (kulmakerroin on $1/\theta_1$). θ_0 sisältää muut tarjontakäyrän lähtöpisteeseen vaikuttavat tekijät kuin rakennuskustannukset, eli ennen kaikkea maan arvon maatalouskäytössä. Tarjonnan jousto rakennuskustannusten suhteen ($-\theta_2$) on negatiivinen, eli korkeampien rakennuskustannusten seurauksena tarjontakäyrän lähtöpiste on korkeammalla hintatasolla, eli tarjonta on vähäisempää. Tiettyä hinta- ja rakennuskustannustasoa vastaa tietty vapaarahoitteisen tarjonnan taso.

Jos kaupungissa on myös tuettua asuntokantaa, vapaarahoitteisen kannan tarjontakäyrän sijainti riippuu myös tuetusta tarjonnasta:

$$s_f = \theta_0 + \theta_1 p - \theta_2 c - \theta_3 s_s. \quad (2)$$

Yhtälössä (2) kerroin θ_3 yhdessä tuetun kannan koon (s_s on tuetun kannan luonnollinen logaritmi) kanssa määrää tuetun kannan aiheuttaman siirtymän tarjontakäyrässä suhteessa tilanteeseen, jossa markkinoilla on vain vapaarahoitteista kantaa.[27] Oletuksena on se, että tarjontakäyrän siirtymä on seurausta tonttimaan niukkuuden kasvusta.

Koska asuntorakentamisessa käytetään tyypillisesti rakennusaikana merkittävässä määrin velkarahoitusta, asuntotarjontaan voi käytännössä vaikuttaa myös velkarahan saatavuus ja – ainakin suhteellisen lyhyellä aikavälillä – sen hinta. Estimoitavaan tarjontayhtälöön voi olla siis tarpeen lisätä rahoituksen saatavuutta kuvaava muuttuja, l, sekä velkarahoituksen hinta, i_s:

$$s_f = \theta_0 + \theta_1 p - \theta_2 c - \theta_3 s_s + \theta_4 l - \theta_5 i_s. \quad (3)$$

Asuntojen kysyntäkäyrän sijainti on puolestaan pitkällä aikavälillä riippuvainen erityisesti kaupungin väkiluvusta ja tulotasosta. Lisäksi kysyntään vaikuttavat kotitalouksien likviditeettirajoitteet (esim. Ortalo-Magné ja Rady, 2006; Yamashita, 2007; Oikarinen, 2009). Ainakin lyhemmällä aikavälillä kysyntään voi vaikuttaa merkittävästi myös asuntolainojen korkotaso. Tällöin asuntokysyntä voidaan formaalisti esittää:[28]

$$d_f = \delta_0 - \delta_1 p + \delta_2 y + \delta_3 l - \delta_4 i_d, \quad (4)$$

missä d_f on vapaarahoitteisen kannan kysynnän ja y kokonaistulotason (= väkiluku x tulotaso per capita) luonnollinen logaritmi. i_d puolestaan kuvastaa asuntolainojen korkotasoa. δ-kertoimet ovat kysynnän joustoja eri muuttujien suhteen ja kysyntäkäyrän kulmakerroin on $1/\delta_1$.

[27] Tässä yhteydessä emme ole kiinnostuneita tuetun kannan määräytymismekanismista, vaan ainoastaan siitä, kuinka suuren siirtymän tuettu tarjonta – määräytyi se sitten miten tahansa – aiheuttaa vapaarahoitteisten markkinoiden tarjontakäyrässä.

[28] Institutionaaliset muutokset lainamarkkinoilla, jotka pienentävät tai kasvattavat likviditeettirajoitteita, voivat aiheuttaa pysyviä muutoksia kysyntä- ja tarjontakäyrissä. Sen takia ne saattavat olla usein tarpeen asuntomarkkinoiden pitkän aikavälin tasapainoyhtälöissä. Korkotaso, joka sekin vaikuttaa likviditeettirajoitteisiin, palautuu tyypillisesti pitkällä aikavälillä kohden keskiarvoaan. Se on toisin sanoen enemmänkin lyhyen aikavälin vaihteluita aiheuttava tekijä. Korkotasonkin lisääminen estimoitaviin yhtälöihin voi kuitenkin olla tarpeen pitkän aikavälin tasapainorelaatioiden estimoimiseksi erityisesti aikasarjan ollessa suhteellisen lyhyt, kuten tässä tutkimuksessa.

Yhtälö (4) osoittaa vapaarahoitteisen asuntokysynnän vallitsevilla muuttujien p, y, l ja i_d arvoilla siinä tapauksessa, että kaupungissa ei ole tuettua asuntokantaa. Tuetun kannan olemassaolo voi kuitenkin yllä kuvatulla tavalla siirtää vapaarahoitteisten markkinoiden kysyntäkäyrää. Vapaarahoitteisen asuntokannan kysyntäfunktioon on tällöin tarpeen liittää tuetun kannan luonnollinen logaritmi, s_s:

$$d_f = \delta_0 - \delta_1 p + \delta_2 y + \delta_3 l - \delta_4 i_d - \delta_5 s_s. \quad (5)$$

Yhtälössä (5) δ_5 on vapaarahoitteisen kysynnän jousto tuetun kannan suhteen. Kerroin δ_5 määrittää sen, kuinka paljon tuetun kannan lisäys siirtää kysyntäkäyrää alaspäin.

Tasapainossa hintataso on sellainen, että tasapainoehto $d_f = s_f$ toteutuu. Tällöin pitkän aikavälin tasapainohintataso, p^*, voidaan esittää:[29]

$$p^* = \beta_0 + \beta_1 y + \beta_2 l + \beta_3 i_d - \beta_4 s_f - \beta_5 s_s, \quad (6)$$

missä

$\beta_0 = \frac{\delta_0}{\delta_1}, \beta_1 = \frac{\delta_2}{\delta_1}, \beta_2 = \frac{\delta_3}{\delta_1}, \beta_3 = \frac{\delta_4}{\delta_1}, \beta_4 = \frac{1}{\delta_1}$ ja $\beta_5 = \frac{\delta_5}{\delta_1}$.

Tämän tutkimuksen empiirisessä analyysissä käytettävä aineisto kattaa kymmenen kaupunkia. Tämä mahdollistaa paneeliestimaattorien käyttämisen, joka on hyödyllistä luotettavampien tulosten saamiseksi erityisesti, koska kunkin kaupungin osalta aikasarjahavaintopisteitä on käytettävissä suhteellisen vähän. Kaikki estimoinnit suoritetaankin paneeliaineistolla.

Huomionarvoista yhtälössä (6) on se, että kertoimet β_4 ja β_5 ovat riippuvaisia vapaarahoitteisen ja tuetun kannan osuuksista koko asuntokannasta: Prosentin kasvu tuetussa (tai vastaavasti vapaarahoitteisessa) tarjonnassa kasvattaa kokonaisasuntokantaa suhteellisesti sitä enemmän, mitä suurempi osuus kaupungin asuntokannassa on tuettuja (vapaarahoitteisia) asuntoja. Vastaavasti yhtälössä (3) kerroin θ_3 riippuu siitä, paljonko tuettuja asuntoja on suhteessa vapaarahoitteisiin asuntoihin. Koska vapaarahoitteisen ja tuetun kannan osuudet koko asuntokannasta vaihtelevat merkittävästi yli ajan ja kaupunkien välillä, on odotettavissa, että kertoimet β_4, β_5 ja θ_3 vaihtelevat vastaavasti ajassa (ja kaupunkien välillä). Tämä kyetään huomioimaan asettamalla estimoitaviin yhtälöihin muuttujiksi ”yksinkertaisten” kantamuuttujien sijaan interaktiot kantamuuttujien ja niiden (ajassa vaihtelevien) suhteellisten osuuksien välillä.[30] Tällöin pitkän aikavälin tasapainoyhtälöt ovat muotoa:

$$s^*_{f,j,t} = \theta_{0,j} + \theta_{1,j} p_{j,t} - \theta_{2,j} c_{,j,t} - \theta_{3b,j} \left(s_{s,j,t} \times {S_{s,j,t}}/{S_{f,j,t}} \right) + \theta_{4,j} l_{j,t} - \theta_{5,j} i_{s,j,t} + \varepsilon_{j,t}, \quad (7)$$

$$p^*_{j,t} = \beta_{0,j} + \beta_{1,j} y_{j,t} + \beta_{2,j} l_{j,t} - \beta_{3,j} i_{d,j,t} - \beta_{4b,j} \left(s_{f,j,t} \times {S_{f,j,t}}/{S_{j,t}} \right) - \beta_{5b,j} \left(s_{s,j,t} \times {S_{s,j,t}}/{S_{j,t}} \right) + \epsilon_{j,t}, \quad (8)$$

missä, $s^*_{f,j,t}$ ja $p^*_{j,t}$ viittaavat vapaarahoitteisen tarjonnan ja hintatason (luonnollisten logaritmien) pitkän aikavälin tasapainotasoihin kaupungissa *j* vuonna *t*. S on asuntojen määrä kokonaisuudessaan, S_f on vapaarahoitteisten asuntojen määrä ja S_s ilmaisee tuettujen asuntojen määrän. Termit ε sekä ϵ ovat mallien virhetermejä. Joissain estimoitavissa malleissa

[29] Esitettyyn hintayhtälömuotoon, jossa hintataso on sekä vapaarahoitteisen että tuetun tarjonnan funktio, päästään asettamalla: $s_f\,(= d_f) = \delta_0 - \delta_1 p + \delta_2 y + \delta_3 l - \delta_4 i_d - \delta_5 s_s$.

[30] Estimoitavassa tarjontayhtälössä (7) tuetun kannan luonnollinen logaritmi kerrotaan tuetun kannan suhteella vapaarahoitteiseen kantaan: Se, kuinka monta prosenttia yhden prosentin lisäys tuetussa kannassa vähentää vapaarahoitteista kantaa (muiden muuttujien ja syrjäyttämisvaikutuksen – eli sen, kuinka monta vapaarahoitteista asuntoa yksi tuettu asunto syrjäyttää – ollessa vakiot) on suoraan riippuvainen näiden kantojen suhteellisista määristä. Hintayhtälössä puolestaan vapaarahoitteisen ja tuetun kannan luonnolliset logaritmit kerrotaan kyseisen kannan suhteella kokonaisasuntokantaan: Prosentuaalinen hintareaktio riippuu siitä, kuinka monta prosenttia vapaarahoitteisen tai tuetun kannan lisäys kasvattaa kokonaisasuntotarjontaa. Jos kantojen suhteelliset osuudet olisivat vakioiset yli ajan, interaktiot eivät olisi tarpeen.

mallin kertoimien annetaan vaihdella kaupunkien välillä, minkä takia *j* on lisätty myös estimaattien alaindekseihin. Osassa estimoitavia malleja puolestaan oletetaan kertoimien (vakiotermiä lukuun ottamatta) olevan samat kaikissa kaupungeissa *j*.[31]

Estimoitavissa yhtälöissä (7) ja (8) keskeiset kertoimet ovat:

- θ_{3b}, joka määrää tuetun kannan aiheuttaman siirtymän vapaarahoitteisten asuntojen tarjontakäyrässä

- β_{4b} ja β_{5b}, jotka yhdessä θ_{3b}:n kanssa määräävät sen, kuinka paljon tuettu kanta vaikuttaa vapaarahoitteiseen hintatasoon

- θ_1, joka määrittää sen, kuinka paljon vapaarahoitteisen hintatason muutos vaikuttaa edelleen vapaarahoitteiseen tarjontaan.

Jotta syrjäyttämisvaikutus saadaan kunnollisesti arvioitua, tulee huomioida dynaamiset vaikutukset vapaarahoitteisen tarjonnan ja hintatason välillä: tarjonnan pienentyminen nostaa hintoja, mikä vaikuttaa tarjontaa kasvattavasti, joka edelleen madaltaa hintatasoa ja niin edelleen.

Koska markkinoiden lyhemmän aikavälin sopeutumisprosessi kohti uutta tasapainotasoa on muutoinkin kiinnostavaa – tutkimustieto osoittaa asuntomarkkinoiden sopeutumisen olevan hidasta, minkä seurauksena syrjäyttämisvaikutuksen voidaan odottaa olevan pienempi lyhyellä kuin pitkällä aikavälillä – estimoimme lyhyen aikavälin dynamiikkaa kuvastavan kahden yhtälön vektorivirheenkorjausmallin:

$$\Delta s_{f,j,t} = \varphi_{0,j} + \varphi_{1,j}\Delta p_{j,t-1} - \varphi_{2,j}\Delta s_{j,t-1} - \varphi_{3,j}\varepsilon_{j,t-1} + \omega_{j,t} \qquad (9)$$

$$\Delta p_{j,t} = \gamma_{0,j} + \gamma_{1,j}\Delta p_{j,t-1} - \gamma_{2,j}\Delta s_{j,t-1} - \gamma_{3,j}\epsilon_{j,t-1} + \mu_{j,t}, \qquad (10)$$

Yhtälöissä (9) ja (10) Δ tarkoittaa muuttujan differenssiä (eli muutosta) ja $\omega_{j,t}$ sekä $\mu_{j,t}$ sisältävät mallin virhetermit. $\varepsilon_{j,t-1}$ ja $\epsilon_{j,t-1}$ ovat vapaarahoitteisen tarjonnan ja hintatason viivästetyt poikkeamat (estimoiduilta) tasapainotasoiltaan, jolloin termit $\varphi_{3,j}\varepsilon_{j,t-1}$ ja $\gamma_{3,j}\epsilon_{j,t-1}$ ovat tarjonnan ja hintatason virheenkorjausmekanismeja kertoimien $\varphi_{3,j}$ ja $\gamma_{3,j}$ osoittaessa sopeutumisnopeudet kohti tasapainotasoa. Asuntomarkkinoiden tyypillisesti hitaan sopeutumisen seurauksena kertoimien $\varphi_{3,j}$ ja $\gamma_{3,j}$ voi odottaa olevan selvästi alle ykkösen.

Pitkän aikavälin tasapainoyhtälöissä ainakin osa oikeanpuoleisista (selittävistä) muuttujista on endogeenisia. Lisäksi käytettävä aineisto on epästationaarista (tästä lisää aineiston esittelyn yhteydessä). Estimoimme yhtälöt (7) ja (8) erikseen Pedronin (2000, 2001) Fully-Modified Ordinary Least Squares (FMOLS) paneeliestimaattorilla, joka on robusti endogeenisten selittävien muuttujien läsnä ollessa ja supertarkentuva, kun aineisto on epästationaarista mutta yhteisintegroitunutta (Pedroni, 2007). Estimoimme yhtälöt sekä olettamalla samat regressiokertoimet (vakiotermejä lukuun ottamatta) kaikille kaupungeille (Pooled FMOLS, P-FMOLS) että antamalla kaikkien kertoimien vaihdella kaupunkien välillä (Group-Mean FMOLS, GM-FMOLS). Sekä hintatasot että tarjontamuuttujat ovat vaihdelleet merkittävästi havaintoajanjaksolla mahdollistaen mielekkään estimoinnin yhtälöille.

[31] Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että tuetun kannan tarjontakäyrävaikutuksen (tarjontayhtälössä) ja kysyntävaikutuksen (hintayhtälössä) oletetaan näissä malleissa olevat yhtä suuret kaikissa kaupungeissa.

Paneelivirheenkorjausmalleissa puolestaan tyypilliset estimaattorit, mukaan lukien FMOLS, ovat ongelmallisia, koska selittäjänä oleva selitettävän muuttujan viive voi aiheuttaa estimointivirheen (niin kutsuttu ”Nickell bias”; Nickell, 1981). Chudikin ja Pesaranin (2015) Dynamic Common Correlated Effects (DCCE) estimaattori huomio tämän ongelman, eli on konsistenssi, kun yhtenä selittäjänä mallissa on viivästetty selitettävä muuttuja. Lisäksi DCCE poistaa alueiden välisen korrelaation virhetermistä estimaattorissa mukana olevien instrumenttien avulla. Näiden seikkojen takia lyhyen aikavälin dynamiikkaa kuvastavat yhtälöt estimoidaan DCCE estimaattorilla.[32] Tässäkin yhteydessä estimoimme sekä yhtälöt, jossa kertoimet vakiotermiä lukuun ottamatta ovat samat joka kaupungissa (P-DCCE), että alueelliset kerroinerot mahdollistavat yhtälöt (GM-DCCE).

6.3 Tutkimusaineisto

Empiiriset estimoinnit suoritetaan kymmenen Suomen suurinta kaupunkia sisältävällä kaupunkitason aineistolla. Vuositason aikasarjat käsittävät ajanjakson 1995-2015. Markkina-aluerajauksena käytetään hallinnollisia kaupunkirajoja, koska tarjonnan joustavuus vaihtelee merkittävästi kaupunkien välillä. Tämä vaihtelu on osaltaan seurausta kaupunkitasolla harjoitettavan kaavoitus- ja maankäyttöpolitiikan aiheuttamien hallinnollisten tarjontarajoitteiden (kaavoitus ja maankäyttöpolitiikka) eroista kaupunkien välillä (Oikarinen, 2015; Oikarinen ym., 2015). Lisäksi tuetun tuotannon sijoittumisella – ennen kaikkea kilpailulla samoista tonteista vapaarahoitteisen kannan kanssa – voi olla kaupunkien välisiä eroja. Käytettävät aineistot perustuvat 1.1.2016 vallinneisiin hallinnollisiin rajoihin.

Asuntohintojen kehitystä kuvataan Tilastokeskuksen vanhojen vapaarahoitteisten osakehuoneistojen hedonisilla hintaindekseillä. Osakehuoneistot muodostavat huomattavan enemmistön vapaarahoitteisesta asuntokannasta kaikissa tutkimuksessa mukana olevissa kaupungeissa.

Tuetun asuntokannan muuttuja perustuu Asuntojen rahoitus- ja kehittämiskeskuksesta (ARA) saatuun aineistoon kaupunkikohtaisista ARA-vuokra-asuntojen kappalemääristä. Tutkimuksessa käytettävä ARA-kanta sisältää sekä erityisryhmille kohdennetut vuokra-asunnot että normaalin ARA-kannan.[33] Vapaarahoitteinen asuntotarjonta on laskettu vähentämällä Tilastokeskuksen raportoimasta asuntojen kokonaiskappalemäärästä ARA-kannan kappalemäärä.

Tulotasomuuttuja on Tilastokeskuksen raportoima kotitalouksien kokonaisnettotulo, eli nettotulot kotitaloutta kohden kertaa kotitalouksien määrä. Korkotaso- ja rakennuskustannusaikasarjat koskevat koko maata ja ovat siten samat kaikille kaupungeille. Tämän ei pitäisi aiheuttaa merkittäviä ongelmia, sillä korkotaso ja sen liikkeet eivät juuri vaihtele Suomen alueiden välillä ja rakennuskustannusten kehityksen alueellisten erojen voi olettaa olevan vain pieniä Suomen kaltaisessa maassa.[34] Käytössä olevan Tilastokeskuksen rakennuskustannusindeksin pitäisi siis kuvastaa hyvin rakennuskustannusten liikkeitä kaupungista riippumatta.

Hintayhtälössä käytettävä (eli kysyntäyhtälön) korkotasomuuttuja on uusien asuntolainanostojen verojen jälkeinen keskikorko. Tarjontayhtälön osalta korkotasomuuttuja on uusien

[32] DCCE estimaattori ei toimi järkevästi tasomuodon yhtälöissä. Tämä ei ole yllättävää, sillä selittäjien endogeenisuus voi aiheuttaa harhoja DCCE estimaateissa. Lisäksi DCCE estimaattorissa mukana olevien lukuisien instrumenttien takia estimaatit eivät ole välttämättä supertarkentuvia, minkä seurauksena yhteisintegroituvan yhtälön estimoinnissa tyypillisesti mukana olevat hyödylliset robustisuusominaisuudet eivät välttämättä toteudu (Pedroni, 2007).

[33] Tietoa erityisryhmille kohdennetun kannan koosta suhteessa normaaliin ARA-kantaan on vasta vuodesta 2000 lähtien. Tämä aikasarja osoittautui liian lyhyeksi, jotta olisi voitu estimoida syrjäyttämisvaikutukset luotettavasti erikseen normaalikannalle ja kohdennetulle kannalle.

[34] Gyourko ja Saiz (2006) sekä Saiz (2010) toteavat Yhdysvaltain osalta, että alueelliset erot rakennuskustannusten tason vaihtelussa (ei välttämättä tasossa, mutta sillä ei ole estimointien kannalta merkitystä) ovat pieniä. Suomi on huomattavasti Yhdysvaltoja pienempi ja homogeenisempi markkina-alue, joten Suomessa rakennuskustannusten muutosten alueellisen vaihtelun voi olettaa olevan vielä selvästi Yhdysvaltoja vähäisempää.

yrityslainojen keskimääräinen korkotaso vuosina 2003–2015 ja vuosille 1995–2002 korkoaikasarja on laskettu perustuen koko uuden lainakannan keskikoron vaihteluun. Kumpikin korkotasomuuttuja on ladattu Suomen Pankin tietokannasta. Rahoituksen saatavuutta kuvastava muuttuja (l) on puolestaan koko maata koskeva kokonaisasuntolainakanta jaettuna bruttokansantuotteella.[35] Asuntolainakanta-aineiston lähde on Suomen Pankki.

Nimelliset muuttujat on deflatoitu estimointeja varten reaalisiksi elinkustannusindeksin perusteella. Lisäksi muuttujat ovat logaritmimuodossa. Poikkeuksen muodostavat korkotasot, joita ei ole muunnettu reaalisiksi ja logaritmimuotoon. Nimelliskorko on valittu estimoituihin malleihin, koska erityisesti nimelliskorko (reaalikoron sijaan) vaikuttaa lyhemmän aikavälin likviditeettirajoitteisiin ja estimoitujen mallien perusteella se vaikuttaa tilastollisesti merkitsevästi kysyntään ja tarjontaan (toisin kuin reaalikorko).

Taulukossa 1 on esitetty perustietoja eri muuttujista. Reaalisen asuntohintatason nousuvauhti (vuositasolla keskimäärin 2,9 %) ja sen volatiliteetti olivat vuosina 1995-2015 huomattavasti voimakkaampia kuin reaalisten kokonaistulojen ja rakennuskustannusten sekä asuntokannan vastaavat arvot. Lainakanta suhteessa bruttokansantuotteeseen kasvoi havaintoajanjaksolla asuntohintojakin nopeammin. Kuten odotettua, empiirisen analyysin muuttujat ovat epästationaarisia, mutta niiden muutokset ovat stationaarisia.

Taulukko 6.1. Kuvailevaa tietoa empiirisen analyysin muuttujista.

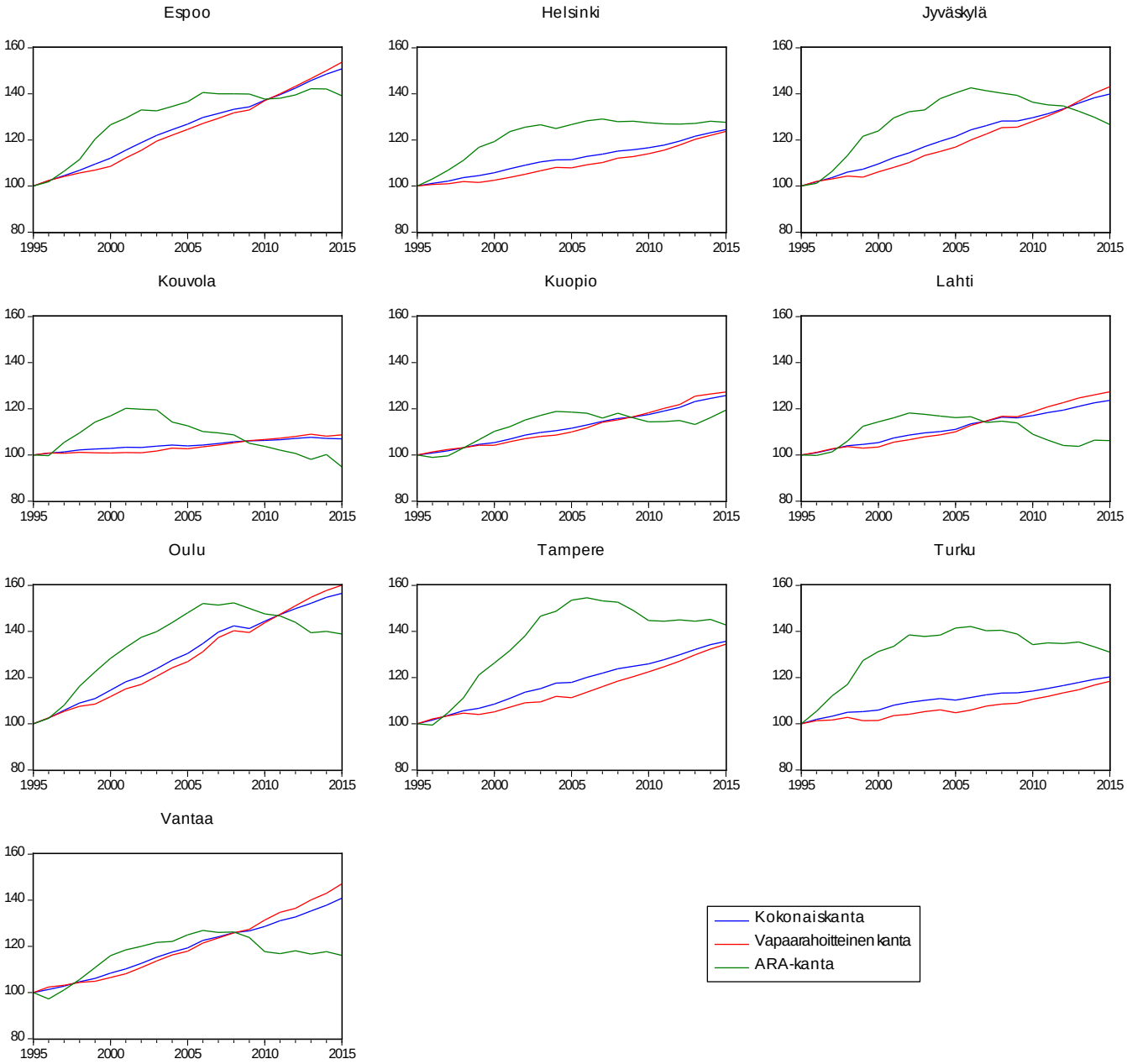
Muuttuja	**Kasvuvauhti** (keskiarvo)	**Keskihajonta**	**Yksikköjuuritestit** (CIPS-testisuure)	
			Taso	Differenssi
$p_{j,t}$	0,029	0,055	–1,794	–3,972***
$s_{f,j,t}$	0,014	0,010	–1,361	–4,072***
$s_{s,j,t}$	0,013	0,029	–2,105	–3,552***
$s_{j,t}$	0,014	0,008	–1,516	–3,356***
$y_{j,t}$	0,013	0,028	–1,709	–3,589***
$c_{j,t}$	0,004	0,012	–0,991 [a]	–2,561** [a]
$l_{j,t}$	0,037	0,063	–1,370 [a]	–1,877* [a]
Muuttuja[b]	**Keskiarvo**	**Keskihajonta**	Taso	Differenssi
$i_{d,j,t}$	0,029	0,013	–1,921 [a]	–4,278*** [a]
$i_{s,j,t}$ [a]	0,043	0,019	–1,779 [a]	–4,325*** [a]
$S_{f,j,t}/S_{j,t}$	0,816	0,026	–2,032	–4,004***
$S_{s,j,t}/S_{j,t}$	0,184	0,026	–1,982	–3,948***
$S_{s,j,t}/S_{f,j,t}$	0,226	0,038	–2,022	–3,973***

Esitetyt luvut perustuvat vuositason aineistoon ajanjaksolla 1995-2015. Yksikköjuuritestinä on käytetty Pesaranin (2007) CIPS-testiä, joka sallii kaupunkien heterogeenisuuden ja huomioi muuttujien korreloituneisuuden kaupunkien välillä, ja jossa nollahypoteesina on muuttujan epästationaarisuus. Tasolle suoritetussa CIPS-testissä testiyhtälö sisältää vakiotermin, mutta differenssille tehdyssä testissä vakiotermi ei ole mukana. *, ** ja *** tarkoittavat tilastollista merkitsevyyttä 10 %:n, 5 %:n ja 1 %:n tasoilla yksikköjuuritestissä. [a] Muuttujien c, l, i_d ja i_s arvot ovat samat kaikille kaupungeille, joten niiden osalta sovelletaan perinteistä ADF yksikköjuuritestiä paneeliyksikköjuuritestin sijaan (vakiotermin osalta yhtälöt ovat kuten CIPS-testissä). [b] Alaosassa esitettyjen muuttujien osalta on luonnollista esittää muuttujan *tason* keskiarvo (muutosvauhdin sijaan) ja keskihajonta.

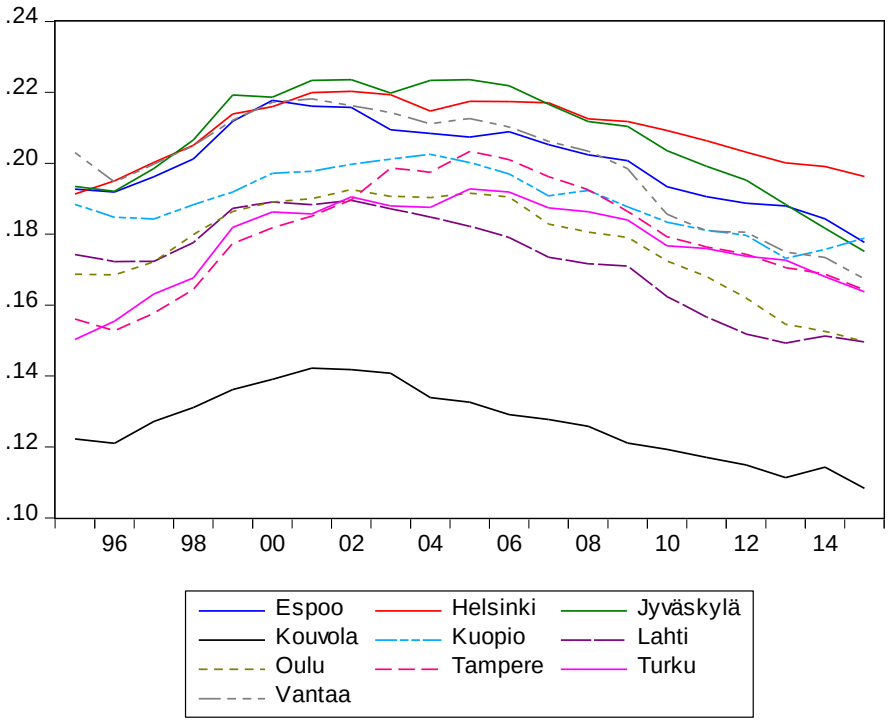
ARA-vuokrakannan osuus koko asuntokannasta oli tutkimusajanjaksolla keskimäärin 18,4 %. Kuviossa 6.8 on esitetty kokonaisasuntokannan sekä erikseen ARA-kannan ja vapaarahoitteisen kannan kehitys vuosina 1995-2015. ARA-kannan kasvun vaihtelu yli ajan on ollut merkittävästi voimakkaampaa kuin vapaarahoitteisen kannan. Kuviosta 6.9 havaitaan, että ARA-kannan osuus koko asuntokannasta vaihtelee huomattavasti kaupunkien välillä. Kuvio

[35] Lainakantaa suhteessa bruttokansantuotteeseen käytetään empiirisissä analyyseissä usein approksimoimaan lainarajoitteiden kehitystä (myös Suomen markkinoita koskien, ks. Oikarinen, 2009a, 2009b).

osoittaa selkeästi myös sen, kuinka ARA-kannan osuus kasvoi kaikissa tutkimuskaupungeissa tutkimusajanjakson alkupuoliskolla, mutta on sittemmin pienentynyt selvästi suhteessa vuosien 2000-2006 huippuosuuksien.



Kuvio 6.8. Asuntokannan kehitys kaupungeittain 1995-2015 (1995 = 100).



Kuvio 6.9. ARA-kannan osuus koko asuntokannasta kaupungeittain 1995–2015.

6.4 Empiirisen analyysin tulokset

Taulukossa 6.2 on esitetty estimointitulokset vapaarahoitteisen hintatason ja tarjonnan tasapainoyhtälöille. Tulosten perusteella aikasarjahavaintojen määrä on liian pieni, jotta kaupunkien välisen heterogeenisuuden salliva group-mean estimaattori tuottaisi hintayhtälössä järkeviä tuloksia: GM-FMOLS estimoinnin tulokset tuottavat hintayhtälössä teorian vastaisia etumerkkejä – erityisen ongelmallisina positiiviset etumerkit tarjontamuuttujien kertoimilla – eikä mallin residuaalien epästationaarisuutta voida hylätä Pesaranin (2007) CIPS testin perusteella. Näin ollen jatkotarkasteluissa käytetään hintayhtälön osalta P-FMOLS estimaatteja. Tarjontayhtälön kohdalla sekä P-FMOLS että GM-FMOLS estimaatit ovat järkeviä ja näiden mallien epästationaarisuus voidaan hylätä – toisin sanoen mallit vaikuttavat yhteisintegroituvilta. Tämä on tärkeää, sillä tällöin malleja voidaan pitää pitkän aikavälin tasapainoyhtälöinä ja FMOLS estimaatit ovat supertarkentuvia.

Taulukko 6.2. Estimointitulokset pitkän aikavälin tasapainoyhtälöille.

Selittävä muuttuja	**Hintayhtälö** Selitettävä muuttuja: $p_{j,t}$		**Tarjontayhtälö** Selitettävä muuttuja: $s_{f,j,t}$	
	P-FMOLS	GM-FMOLS	P-FMOLS	GM-FMOLS
$s_{f,j,t} \times S_{f,j,t}/S_{j,t}$	–1,35*** (0,286)	1,44*** (0,089)		
$s_{s,j,t} \times S_{s,j,t}/S_{j,t}$	–1,19*** (0,366)	1,24*** (0,087)		
$s_{s,j,t} \times S_{s,j,t}/S_{f,j,t}$			–0,216*** (0,063)	–0,267*** (0,013)
Hintataso ($p_{j,t}$)			0,262*** (0,066)	0,297*** (0,019)
Rak.kustannukset ($c_{j,t}$)			–0,616* (0,335)	–0,968*** (0,073)
Kokonaistulotaso ($y_{j,t}$)	1,65*** (0,242)	1,92*** (0,051)		
Lainakanta/BKT ($l_{j,t}$)	0,214*** (0,055)	–0,085*** (0,015)	0,226*** (0,044)	0,213*** (0,010)
Korkotaso ($i_{d,j,t}$; $i_{s,j,t}$)	–6,29*** (1,38)	–0,253 (0,203)	–2,04*** (0,547)	–1,25*** (0,149)
Selitysaste, R^2 [a]	0,881	0,816	0,864	0,955
CIPS-testisuure	–1,99***	0,369	–1,53*	–1,57*
F-testi homogeenisuus-oletukselle (p-arvo)		0.000***		0.000***

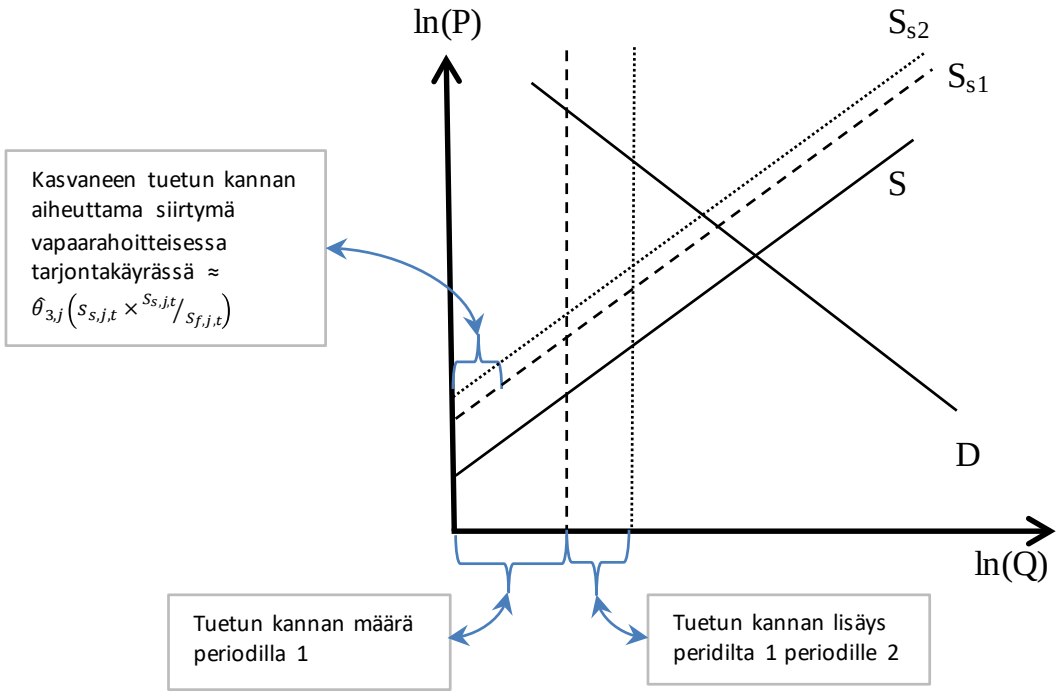
Mallit sisältävät myös kaupunkikohtaiset vakiotermit. Kaikki muuttujat korkotasoa lukuun ottamatta ovat ln-muodossa. *, ** ja *** tarkoittavat tilastollista merkitsevyyttä 10%:n, 5%:n ja 1%:n tasoilla. CIPS on kaupunkien heterogeenisuuden ja kaupunkikohtaisten virhetermien korreloituneisuuden huomioiva paneeliyksikköjuuritesti (Pesaran, 2007). CIPS-testin yhtälöissä ei ole mukana deterministisiä muuttujia. F-testin nollahypoteesina on se, että kertoimet (vakiota lukuun ottamatta) ovat samat kaikissa kaupungeissa (Pedroni, 2007). [a] Selitysasteet ovat FMOLS estimointien kohdalla *suuntaa antavia*.

P-FMOLS mallin perusteella vapaarahoitteisen tarjonnan hintajousto tutkimuskaupungeissa keskimäärin on luokkaa 0,26 ja kaupunkien välisen heterogeenisuuden sallivassa mallissa (GM-FMOLS) luku on 0,30. Pedronin (2007) F-testi hylkää selkeästi hypoteesin siitä, että kertoimet ovat samat joka kaupungeissa, mikä tukee GM-FMOLS mallin käyttöä tarjontayhtälön osalta. Tuetun kannan interaktiotermin $s_{s,j,t} \times S_{s,j,t}/S_{f,j,t}$ kerroin –0,267 (GM-FMOLS malli) tarkoittaa sitä, että *annetulla hintatasolla* vapaarahoitteisten asuntojen tarjonta pienenee 0,267 kappaletta yhtä tuettua asuntoa kohden.[36] Kuten aiemmin on mainittu, tämä vaikutus syntyy erityisesti maan niukkuuden kasvun kautta.

Kyseisen kertoimen tulkintaa havainnollistaa Kuvio 6.10, jossa vapaarahoitteisten asuntojen pitkän aikavälin tarjontakäyrää ennen tuetun kannan lisäystä kuvastaa käyrä S_{s1} ja tuetun kannan lisäyksen jälkeen käyrä S_{s2} (kuvion käyrien kulmakertoimet eivät vastaa estimoituja, vaan kuvion tarkoitus on ainoastaan havainnollistaa kertoimen tulkintaa). Tarjontakäyrä S vastaa tilannetta, jossa tuettua kantaa ei olisi lainkaan. Ajatuksena tässä yhteydessä on se, että tuettu kanta kasvaa ilman, että markkinafundamenteissa (y, c , i_s, i_d, l, θ_0 ja β_0) on tapahtunut muutosta, jolloin käyrissä S ja D ei tapahdu muutoksia. Mitä suurempi on muuttujan $s_{s,j,t} \times S_{s,j,t}/S_{f,j,t}$ kerroin, sitä enemmän vapaarahoitteisten markkinoiden tarjontakäyrä

[36] Oletetaan esimerkiksi tilanne, jossa tuettu kanta on 25 000 asuntoa ja vapaarahoitteinen kanta 100 000 asuntoa. Tuetun kannan kasvu 1000 asunnolla aiheuttaa (noin) 0,04 yksikön kasvun muuttujassa $s_{s,j,t}$. Tällöin mallin ennustama pienennys (muiden muuttujien pysyessä ennallaan) muuttujassa $s_{f,j,t}$ on 0,267 x 0,04 x (25 000 / 100 000) = 0,00267, eli vapaarahoitteinen kanta on annetulla hintatasolla 0,267 % pienempi. Tämä on kappalemääräisesti 267 asuntoa, eli 26,7 % tuetun kannan lisäyksestä.

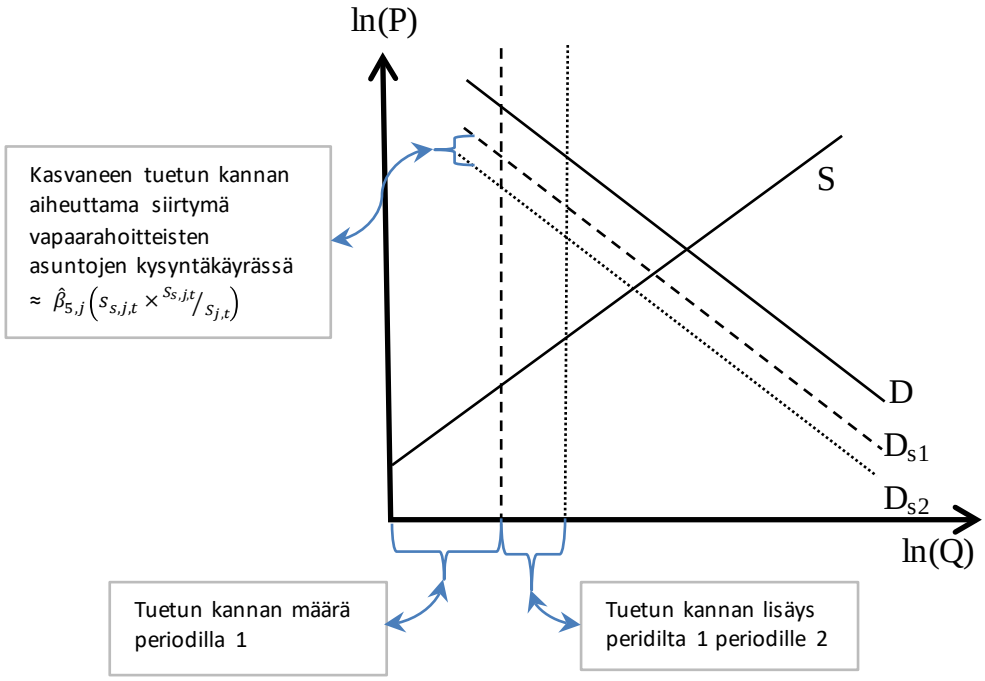
siirtyy kasvaneen tuetun kannan seurauksena ja sitä voimakkaampi vapaarahoitteista hinta-tasoa nostava ja tarjontaa pienentävä vaikutus tuetulla kannalla on. Vaikutukset ovat sitä suuremmat, mitä jäykempää vapaarahoitteinen tarjonta kaupungissa on. Käyrien S_{s1} ja S_{s2} eroa voi tulkita myös siten, että kyseessä on kaksi muutoin täysin samanlaista kaupunkia, mutta kaupungissa 2 on enemmän tuettua kantaa kuin kaupungissa 1.



Kuvio 6.10. Tarjontayhtälön muuttujan $s_{s,j,t} \times S_{s,j,t}/S_{f,j,t}$ kertoimen tulkinta tarjonta-käyrän siirtäjänä.

Kuvio 6.10 riittäisi kuvastamaan suuremman tuetun kannan vaikutusta vapaarahoitteisilla markkinoilla siinä tapauksessa, että suurempi tuettu kanta ei vaikuttaisi lainkaan vapaara-hoitteisten asuntojen kysyntään. Todellisuudessa tuettu kanta kuitenkin yleensä syrjäyttää jonkin verran vapaarahoitteista kysyntää, kuten estimointien perusteella myös suomalai-sissa kaupungeissa. Hintayhtälössä muuttuja $s_{s,j,t} \times S_{s,j,t}/S_{j,t}$ huomioi tämän vaikutuksen: kerroin –1,19 ilmaisee sen, että muiden muuttujien ollessa vakioisia (kun siis myöskään ta-kaisinsyöttövaikutuksia ja Kuviossa 6.10 kuvattua tarjontakäyrän siirtymää ei huomioida), tuetun kannan kasvu prosentilla aiheuttaa 1,19 % x $S_{s,j,t}/S_{j,t}$ (= tuetun kannan osuus koko

kannasta) verran matalamman tasapainohintatason.[37] Tämän voi tulkita siirtymänä kysyntäkäyrässä, mikä on esitetty Kuviossa 6.11.



Kuvio 6.11. Hintayhtälön muuttujan $s_{s,j,t} \times S_{s,j,t}/S_{j,t}$ kertoimen tulkinta kysyntäkäyrän siirtäjänä.

Jos hintayhtälössä kerroin olisi sama vapaarahoitteisen tarjonnan ja tuetun tarjonnan muuttujille, olisi tuetun kannan syrjäyttämisvaikutus kysyntään täysimääräinen. Odotetusti piste-estimaatti tuetun kannan muuttujalle on kuitenkin jonkin verran vapaarahoitteisen kannan piste-estimaattia (–1,35) pienempi. Tämän perusteella kysyntävaikutus ei ole täysimääräinen, joskin se on suhteellisen suuri. Vaikka ero näiden kahden piste-estimaatin välillä ei ole tilastollisesti merkitsevä, oletamme (tulkitsemme tuloksia) jatkoanalyysissä niin, että kertoimet kuvastavat todellisuutta. Huomioiden se, että ARA-kannasta osa kohdistetaan suoraan kotitalouksille, joiden olisi vaikeaa toimia vapaarahoitteisilla markkinoilla, ja kantaa pyritään kohdistamaan erityisesti pienituloisille kotitalouksille, on perusteltua olettaa, että kerroin on pienempi tuetulle kannalle kuin vapaarahoitteiselle kannalle (vrt. aiemmin esitetty teoreettinen keskustelu).

Tuetun kannan lisäyksen kokonaisvaikutus vapaarahoitteiseen asuntotarjontaan ja -hintatasoon muodostuu tarjontakäyrä- ja kysyntäkäyräefektien yhteisvaikutuksena. Asuntomarkkinoiden jäykkyyksien takia lyhyellä aikavälillä syrjäyttämisvaikutuksen voi olettaa olevan pienempi kuin pitkällä aikavälillä ja pitkän aikavälin kokonaisvaikutuksen toteutuminen voi viedä aikaa useita vuosia. Taulukossa 6.3 esitetään useampi DCCE-estimaattorilla estimoitu virheenkorjausmalli vapaarahoitteisen hinnan ja tarjonnan lyhyen aikavälin sopeutumiselle. Virheenkorjausmalleissa selitettävinä muuttujina ovat hintamuutos ja tarjonnan muutos vapaarahoitteisilla markkinoilla. Hintatason tasapainopoikkeama on laskettu Taulukossa 6.2 esitettyjen P-FMOLS estimaattien perusteella ja tarjonnan tasapainopoikkeama GM-FMOLS estimaattien perusteella lukuun ottamatta mallia GM-DCCEc.

[37] Esimerkiksi tuetun kannan osuuden ollessa 50% madaltaisi prosentin kasvu tuetussa kannassa tasapainohintatasoa (annetulla vapaarahoitteisen tarjonnan määrällä) 0,5 x 1,19 % ≈ 0,6 %.

Taulukko 6.3. Estimointitulokset virheenkorjausmalleille.

	Hintamuutosyhtälö Selitettävä muuttuja: $\Delta p_{j,t}$			**Tarjontamuutosyhtälö** Selitettävä muuttuja: $\Delta s_{f.,j,t}$			
	P-DCCE	GM-DCCEa	GM-DCCEb	P-DCCE	GM-DCCEa	GM-DCCEb	GM-DCCEc
$\Delta s_{f,j,t-1}$	–0,396* (0,504)	–0,312 (0,449)		0,214* (0,122)	–0,175 (0,172)	–0,131* (0,076))	
$\Delta p_{j,t-1}$	0,082 (0,091)	0,144 (0,097)	0,214* (0,116)	–0,004 (0,036)	0,013 (0,068)		
$(s_f - s_f^*)_{j,t-1}$				–0,049 (0,038)	–0,137* (0,082)	–0,121** (0,061)	–0,086*** (0,027)
$(p - p^*)_{j,t-1}$	–0,165*** (0,053)	–0,291*** (0,112)	–0,249** (0,113)				

Mallit sisältävät myös kaupunkikohtaiset vakiotermit. *, ** ja *** tarkoittavat tilastollista merkitsevyyttä 10%:n, 5%:n and 1%:n tasoilla. Tasapainopoikkeama perustuu hintatason osalta P-FMOLS malliin ja tarjonnan osalta GM-FMOLS malliin. Poikkeuksena on tarjontamalli GM-DCCEc, jossa tasapainopoikkeama perustuu P-FMOLS estimoitiin.

Tasapainopoikkeamille raportoidut kertoimet ovat negatiivisia, kuten pitääkin: hintatason (tai vastaavasti asuntotarjonnan) ollessa tasapainotasoaan korkeammalla, hintataso (tarjonta) sopeutuu alaspäin kohden tasapainotasoaan.[38] Odotetusti hinnat sopeutuvat nopeammin kuin lyhyellä aikavälillä tyypillisesti hyvin jäykkä tarjonta. Hintatason sopeutumisvauhti on mallista riippuen luokkaa 16–29 % vuodessa, kun tarjonnalle estimoidut sopeutumisvauhdit ovat välillä 4,9–13,7 %.

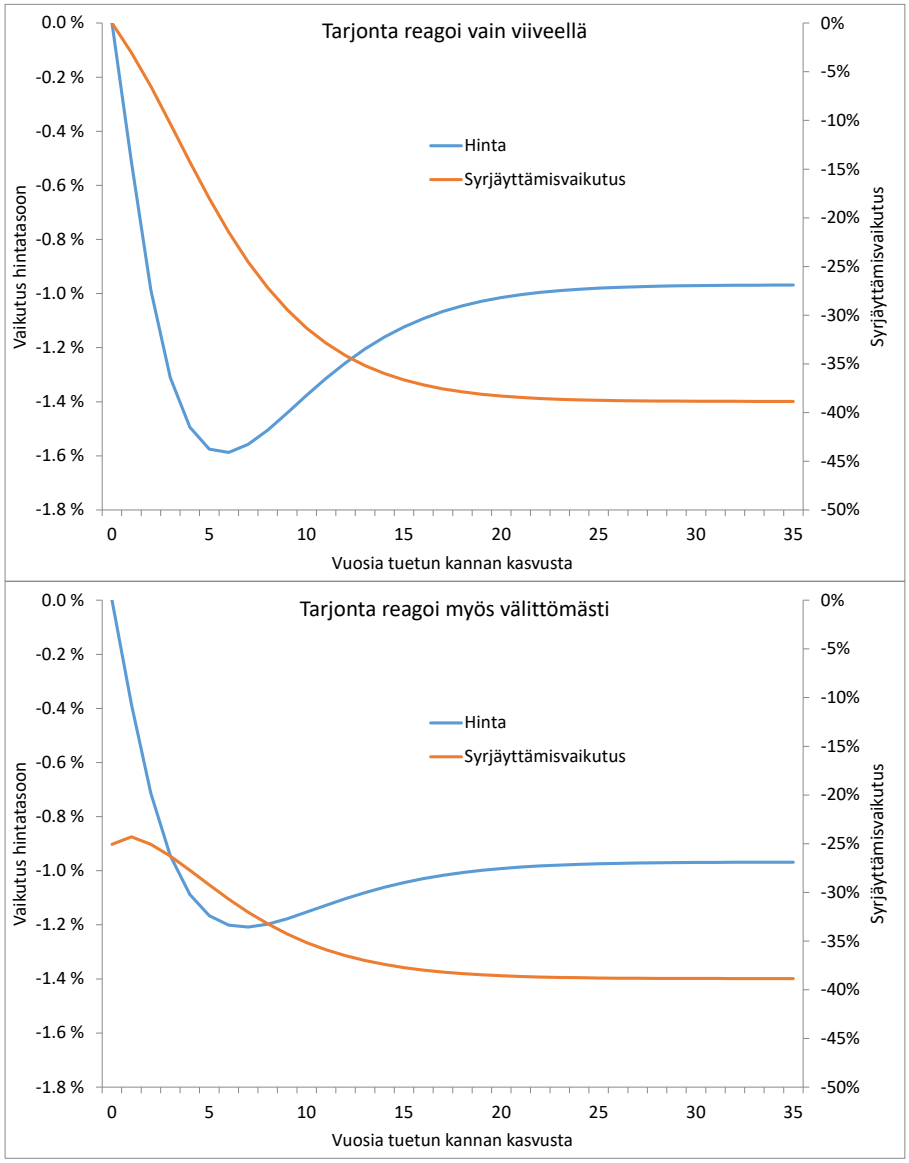
Jatkotarkastelu perustuu kaupunkien välisen heterogeenisuuden salliviin niukkaparametrisiin malleihin, joissa kaikki selittävät muuttujat ovat tilastollisesti merkitseviä (GM-DCCEb mallit). Näissä malleissa sopeutumisnopeudet ovat 24,9 % (hinta) ja 12,1 % (määrä). Kyseisessä tarjontamallissa pitkän aikavälin tasapainotarjonta perustuu GM-FMOLS estimaatteihin. Tasapainotarjontaa on luontevaa tarkastella erityisesti kaupunkien heterogeenisuuden sallivan mallin pohjalta, sillä tarjonnan hintajoustossa on tyypillisesti suuria eroja kaupunkien välillä (Saiz, 2010; Oikarinen ym., 2015; Oikarinen, 2015) ja on perusteltua olettaa, että tuetun tarjonnan aiheuttama siirtymä tarjontakäyrässä vaihtelee kaupunkien välillä kaavoituksen ja maankäyttöpolitiikan erojen seurauksena. Alueellisen heterogeenisuuden sallivat GM-estimaatit ovat tällaisessa tapauksessa lähtökohtaisesti tehokkaampia silloinkin, kun aikasarjapisteitä on suhteellisen vähän (Pedroni, 2000, 2007).

Kuviossa 6.12 on havainnollistettu hinnan ja tarjonnan sopeutumista kohden uutta pitkän aikavälin tasapainotasoaan sen jälkeen, kun tuetun kannan määrässä tapahtuu 10 % kasvu vuonna 0. Ajatuksena on jälleen se, että tuettu kanta kasvaa ilman, että markkinafundamenteissa tapahtuu muutosta, eli käyrät S ja D pysyvät paikallaan.[39] Vapaarahoitteisen tarjonnan sopeutuminen esitetään kuviossa suoraan syrjäyttämisvaikutuksen suuruutena: kuvion oikeanpuoleisen pystyakselin asteikko kertoo syrjäyttämisvaikutuksen suuruuden. Vasem-

[38] Hintatason ja kannan tilastollisesti merkitsevä sopeutuminen kohti estimoituja tasapainotasojaan – ja toisaalta se, että muut muuttujat eivät reagoi poikkeamiin näistä tasapainotasoista – antaa lisätukea sille oletukselle, että estimoidut pitkän aikavälin yhtälöt kuvastavat todellisia pitkän aikavälin tasapainosuhteita vapaarahoitteiselle hintatasolle ja kannalle.

[39] Oletuksena on samalla se, että tuetun kannan määrässä on tapahtunut pysyvä 10 % kasvu ja että tuettu kanta ei reagoi vapaarahoitteisen kannan hintaan ja määrään. ARA-kannan määräytymisen perusteet poikkeavat vapaarahoitteisen kannan vastaavasta, mutta periaatteessa tuettu kanta voi olla jossain määrin riippuvainen vapaarahoitteisten markkinoiden muuttujista. Tämän takia estimoimme pitkän aikavälin yhtälön ja lyhyen aikavälin sopeutumismallin myös tuetulle kannalle ja testasimme, kuinka mahdollinen tuetun kannan endogeenisuus vapaarahoitteisten muuttujien suhteen vaikuttaisi markkinoiden sopeutumiseen. Vaikutus estimoituihin hinta- ja syrjäyttämisvaikutuksiin on vain marginaalinen. Koska tämän lisäksi tuettua kantaa koskevat yhtälöt ovat ongelmallisia (jää epäselväksi, onko kyseessä mahdollinen tasapainoyhtälö nimenomaan tuetulle kannalle ja pitkän aikavälin yhtälön epästationaarisuutta ei voida hylätä), näitä tuloksia ei raportoida erikseen.

manpuoleinen pystyasteikko kertoo hintavaikutuksen ja vaaka-akselilla on aika tuetun kannan muutoksesta 35 vuotta eteenpäin. Esitetyt käyrät kuvastavat kaupunkeja keskimäärin ja sopeutumiskäyrät perustuvat GM-DCCEb virheenkorjausspesifikaatioihin.



Kuvio 6.12. Vapaarahoitteisen hinnan ja tarjonnan sopeutuminen kohti uutta tasapainotasoa.

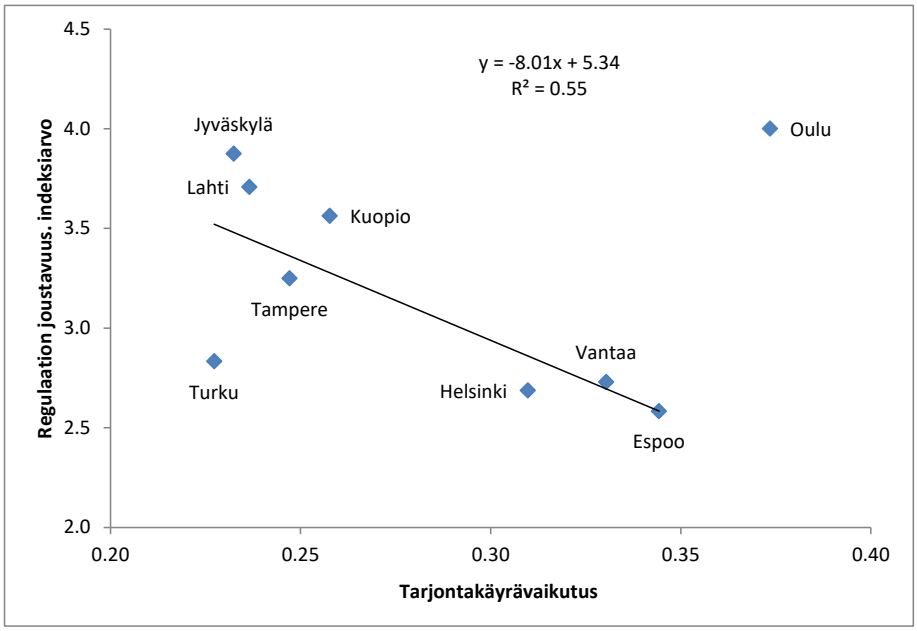
Syrjäyttämisvaikutus konvergoituu pitkällä aikavälillä 39 prosenttiin. Samalla pitkän aikavälin tasapainohinta vapaarahoitteisilla markkinoilla muodostuu vajaan prosentin matalammaksi, kun tuetun kannan määrä on 10 prosenttia suurempi. Kuvion 6.12 ylemmässä osassa oletetaan, että uusi tuettu kanta ei syrjäytä välittömästi yhtään vapaarahoitteista kantaa, vaan vapaarahoitteinen kanta sopeutuu ainoastaan viiveellä sopeutumisnopeuden ollessa 12,1 % per vuosi. Todellisuudessa ARA-kannan rakentaminen voi syrjäyttää välittömästi vapaarahoitteisen rakentamisprojektin, joka olisi muutoin toteutunut (samana vuonna) kyseisellä tontilla. Kuvion 6.12 alemmassa osassa on oletettu toinen ääritapaus, jossa tuetun kannan rakentamisen suora vaikutus tarjontayhtälössä toteutuu kokonaisuudessaan jo samana vuonna, kuin tuettua kantaa rakennetaan. Tämä ei luonnollisesti vaikuta pitkän aikavälin vaikutuksiin, mutta lyhemmän aikavälin dynamiikka poikkeaa ylemmän kuvion käyristä.

Ylemmän kuvion oletuksissa pitkän aikavälin syrjäyttämisvaikutuksesta 17 % on toteutunut kahden vuoden päästä, 46 % viiden vuoden päästä ja 81 % kymmenen vuoden päästä. Alemmassa tapauksessa vastaavat luvut ovat 64 %, 75 % ja 91 %. Todellisuus – jolla on

merkitystä esimerkiksi tuetun kannan mahdollisia suhdanteita tasaavia vaikutuksia arvioitaessa – on yleensä jossain näiden kahden ääritapauksen välissä. Jos esimerkiksi oletetaan, että välittömästi tapahtuu puolet tarjontayhtälön osoittamasta ”suorasta vaikutuksesta” ja loppu sopeutumisesta tapahtuu virheenkorjausmallin mukaisesti, ovat ”syrjäyttämisosuudet” kahden, viiden ja kymmenen vuoden jälkeen 41 %, 61 % ja 86 %.

Kaikki edellä mainitut luvut empiirisiä tuloksia koskien ovat tutkimuksessa mukana olevien 10 kaupungin keskiarvoja. Erityisesti tarjonnan joustojen osalta kaupunkien välillä voi kuitenkin olla merkittäviä eroja. Kaupunkien välisiä eroja voidaan tarkastella pitkän aikavälin tarjontayhtälön kaupunkikohtaisten estimaattien avulla: GM-FMOLS estimointi tuottaa estimaatit erikseen jokaiselle kaupungille. Siinä missä kaupunkimäärän lisääminen kasvattaa GM-FMOLS estimaattien (eli kaupunkien keskimääräiskertoimien) luotettavuutta, yksittäisten kaupunkien kertoimiin täytyy suhtautua huomattavalla varauksella, erityisesti kun aikasarjan pituus on suhteellisen lyhyt (Pedroni, 2007).

Tarjontakäyrävaikutuksen (eli kertoimen $\theta_{3,j}$ itseisarvon) voidaan odottaa olevan suurempi sellaisissa kaupungeissa, joissa vapaarahoitteisen rakentamisen kannalta järkevällä sijainnilla oleva tonttimaa on niukempaa ja joissa pyritään tietoisesti ja voimakkaammin rakentamaan tuettua kantaa ”hyville” sijainneille esimerkiksi alueellisen segregaation estämiseksi – tällaisissa kaupungeissa tuettu tarjonta kilpailee voimakkaammin samoista tonteista vapaarahoitteisen tarjonnan kanssa. Odotusten mukaisesti tarjontakäyräefekti korreloi voimakkaan positiivisesti Valtosen (2013) raportoiman maankäyttöpolitiikan joustavuutta kuvastavan indeksin kanssa, korrelaatiokertoimen ollessa 0,74 ilman muista selvästi poikkeavaa havaintoa Oulua.[40] Kuvio 6.13 näyttää estimoidun tarjontakäyräefektin ja maankäyttöpolitiikkaindeksiarvon välisen suhteen. Kuvion soviteregressio on laskettu ilman Oulua.

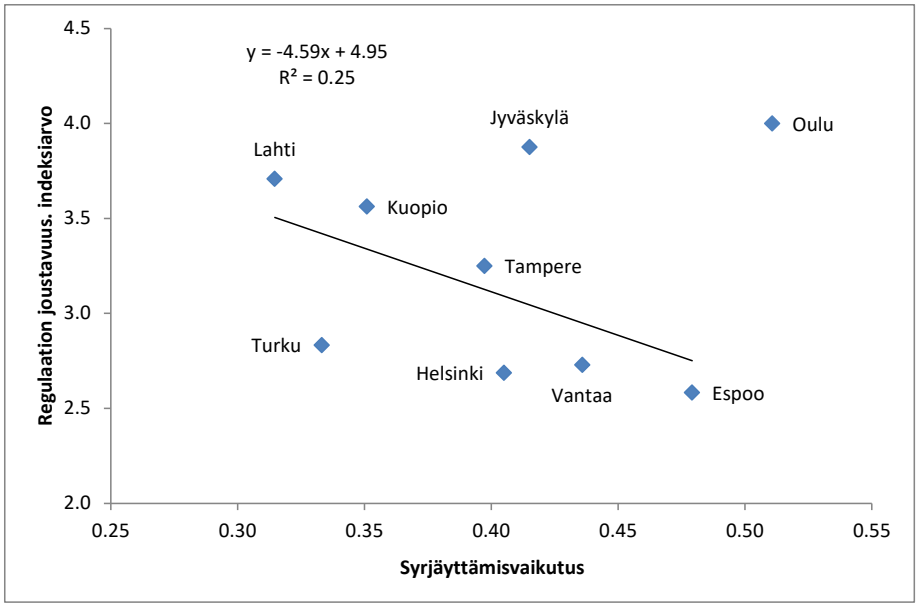


Kuvio 6.13. Tarjontakäyrävaikutus ja regulaation joustavuus kaupungeittain.

Toisaalta kaupungeissa, joissa rakentamiskelpoinen tonttimaa on niukempaa, asuntotarjonta on tyypillisesti jäykempää, eli asuntotarjonnan hintajouston ($\theta_{1,j}$) voi odottaa olevan pienempi. Tarjonnan hintajouston ollessa pienempi, hintatason kautta aiheutuva syrjäyttä-

[40] Oulu mukaan luettaessa vastaava korrelaatiokerroin on 0,20. Valtonen (2013) ei raportoi arvoja Kouvolalle, joten Kouvola ei ole mukana korrelaatioita laskettaessa.

misvaikutus vapaarahoitteiseen tarjontaan on maltillisempi. Näin ollen kokonaissyrjäyttämisvaikutus korreloi regulaation joustavuuden kanssa huomattavasti heikommin kuin tarjontakäyräefekti, kuten havaitaan Kuviosta 6.14. Soviteregressio on laskettu myös Kuviossa 6.14 ilman Oulua.



Kuvio 6.14. Pitkän aikavälin syrjäyttämisvaikutus ja regulaation joustavuus kaupungeittain.

Kuviosta 6.14 havaitaan myös, että estimoitu syrjäyttämisvaikutus vaihtelee merkittävästi kaupunkien välillä – Oulun 51 prosentista Lahden 32 prosenttiin. Kouvolalle estimoitu syrjäyttämisvaikutus (ei kuviossa) on vain yhdeksän prosenttia, mutta siihen täytyy suhtautua erityisellä varauksella, koska Kouvolalle estimoidun tarjonnan hintajouston, –0,017, ei voi olettaa kuvastavan todellisuutta. Kuten on aiemmin todettu, estimoituihin kaupunkikohtaisiin lukuihin tulee suhtautua muutoinkin varauksella.

Huomionarvoista on myös se, että markkinavuokria matalampi tuettu vuokra-asuntotarjonta saattaa todellisuudessa lisätä kaupungin väkilukua houkuttelemalla kaupunkiin asumaan kotitalouksia, jotka muutoin asuisivat muualla. Tällaisessa tapauksessa tuetun kannan kasvu kasvattaa y:tä hintayhtälössä (5), jolloin hintataso on korkeampi ja syrjäyttämisvaikutus pienempi kuin ilman kyseistä vaikutusta. Tämän tyyppisen kysyntävaikutuksen voi olettaa toimivan erityisesti sellaisten kaupunkien välillä, jotka kuuluvat samaan työssäkäyntialueeseen, kuten Espoo, Helsinki ja Vantaa. Tällöin yksittäisen kaupungin näkökulmasta kilpailu asukkaista tuetun kannan avulla saattaa lisätä kysyntää huomattavasti, mutta koko kaupunkiseudun näkökulmasta mahdollinen vaikutus on selvästi vähäisempi.

Tässä tutkimuksessa estimoidut syrjäyttämisvaikutukset ovat samaa kokoluokkaa Nordvikin (2006) Norjaa koskevan estimaatin (40 %) kanssa. Sinai ja Waldfogel (2005) raportoivat syrjäyttämisefektiksi kaupunkialuetasolla Yhdysvalloissa 48 %–65 % riippuen markkinoiden rakenteellisista tekijöistä. Eriksenin ja Rosenthalin (2010) analyysin perusteella syrjäyttämisvaikutus on Yhdysvalloissa lähes täydellinen (nk. LIHTC-ohjelmaa koskien). Murrayn (1999) Yhdysvaltoja koskevat tulokset puolestaan tukevat hypoteesia, jonka mukaan matalatuloisille kohdistettu tuettu kanta ei aiheuta lainkaan syrjäytysvaikutuksia. Toisaalta hän esittää (hieman epävarmempaa) evidenssiä täydellisestä syrjäyttämisvaikutuksesta sellaisen tuetun kannan osalta, joka kohdistuu parempituloisille (*”moderate income subsidized housing”*).

6.5 Johtopäätökset

Talousteorian analyysi ennakoi, että tuettu asuntokanta syrjäyttää ainakin jonkin verran vapaarahoitteista kantaa. Tätä ennustetta tukee olemassa oleva (vähäinen) empiirinen evidenssi Yhdysvalloista ja Norjasta. Tämän tutkimuksen tulosten perusteella ARA-kannan syrjäyttämisvaikutus vapaarahoitteiseen kantaan on merkittävä, mutta ei täysi. Teoriassa tuettu kanta saattaisi nostaa vapaarahoitteista hintatasoa, mutta Suomessa vaikutus on hintatasoa madaltava.

Tutkimusaineisto ei anna mahdollisuutta erottaa vaikutuksia erityisryhmille kohdennetun ja normaalin ARA-kannan välillä. Kyseessä siis ovat ”keskimääräiskertoimet” koko ARA-kannalle. On oletettavaa, että ”normaalilla” kannalla on esitettyjä suuremmat syrjäyttämisvaikutukset, kun taas kohdennetulla kannalla (ainakin tietyllä osalla siitä) esitettyä pienemmät vaikutukset.

- Tulosten mukaan pitkän aikavälin syrjäyttämisvaikutus Suomen suurimmissa kaupungeissa on keskimäärin 39 %.

- Tämä toisaalta tarkoittaa sitä, että tuetulla kannalla kyetään kasvattamaan kokonaisasuntokantaa: yksi tuettu asunto kasvattaa kokonaisasuntokantaa keskimäärin 0,6 asunnolla.

- Lyhyellä aikavälillä syrjäyttämisvaikutus on pienempi.

- Suurin osa syrjäyttämisvaikutuksesta tapahtuu tarjontakäyrän siirtymän (maan niukkuuden kasvun) kautta

- Kaupunkien välillä havaitaan merkittäviä eroja syrjäyttämisvaikutuksessa, joskin kaupunkikohtaisiin tuloksiin tulee suhtautua varauksella.

- Syrjäyttämisvaikutusten pienentämiseksi ARA-kantaa kannattaa kohdentaa ennen kaikkea pienituloisille ja muille sellaisille ryhmille, joiden on vaikea saada vuokrattua asuntoa vapaarahoitteisilta markkinoilta.

Tutkimuksen rajoitukset:

- Tämän tutkimuksen tarkoituksena on tuottaa luotettavaa tietoa (ainoastaan) siitä, kuinka suuri on ARA-kannan syrjäyttämisvaikutus vapaarahoitteiseen asuntokantaan ja kuinka ARA-kanta vaikuttaa asuntohintoihin vapaarahoitteisilla markkinoilla. Tavoitteena ei sen sijaan ole analysoida esimerkiksi tuetun kannan aiheuttamia kustannuksia ja tulonsiirtoja kotitalouksien välillä tai sen roolia alueellisen segregaation ehkäisemisessä.

- Tämän analyysin perusteella ei kyetä suoraan sanomaan, onko ARA-tuotanto yhteiskunnan näkökulmasta kannattavaa (onko kustannus-hyötysuhde edullinen). Kokonaiskannattavuuden analysoiminen olisi tärkeä ja kiinnostava, joskin erittäin monimutkainen, tehtävä.

- Analyysi kuvastaa vuosia 1995–2015. Tulevaisuudessa syrjäyttämisvaikutukset saattavat poiketa esitetyistä mm. ARA-kannan sijainnin ja kohdentamisen sekä vapaarahoitteisen kannan tarjontajouston mahdollisten muutosten seurauksena.

- Tämän tutkimuksen perusteella ei voida myöskään tehdä johtopäätöksiä siitä, kuinka suhdannetilanne (mahdollisesti) vaikuttaa syrjäyttämisvaikutuksen suuruuteen. Lyhyellä aikavälillä syrjäyttämisvaikutuksen voi joka tapauksessa odottaa olevan vähäisempi silloin, kun vapaarahoitteinen tuotanto olisi joka tapauksessa vähäistä (esimerkiksi talouskehitystä koskevan epävarmuuden tai rahoituksen heikon saatavuuden takia, kuten finanssikriisin lauettua).

- Kaupunkien välillä voi olla eroja tuetun kannan allokoitumisessa erilaisille kotitalouksille, mikä voi vaikuttaa kaupunkien välisiin eroihin – näitä mahdollisia eroja tässä ei kyetä tarkastelemaan, koska GM-FMOLS estimointi ei toimi hintayhtälön osalta.

- Esitetyt tulokset ovat joka tapauksessa ennen kaikkea suuntaa antavia, suuruusluokkia kuvastavia arvoja, eivätkä täsmällisen tarkkoja totuuksia.

Normaalin ARA-kannan ja erityisryhmille kohdennetun kannan syrjäyttämisvaikutuksia voi pyrkiä mallintamaan erikseen tulevaisuudessa, kun tarjolla on pidemmät aikasarjat. Sama koskee suhdannetilanteen vaikutusta syrjäyttämisefektiin. Samalla voisi pyrkiä analysoimaan ARA-tuotannon vaikutus rakennuskustannuksiin lyhyellä aikavälillä.

7 KILPAILU VUOKRA-ASUNTOSIJOITUSALALLA

Tässä luvussa käsitellään ensin sitä, miten toimialan kilpailua lähestytään talousteoriassa. Sen jälkeen tarkastellaan aiempaa selvitystä kilpailun esteistä asuntotuotannossa, ja lopuksi esitetään tämän selvityksen johtopäätökset kilpailutilanteesta vuokra-asuntosijoitusalalla kannattavuustarkastelun ja syrjäyttämisvaikutusten perusteella.

7.1 Kilpailun teoriasta

Taloustieteessä yleisesti määritellään, että mitä avoimempi jokin toimiala on uusien yritysten tulolle markkinoille, sitä kovempaa kilpailu on. Kilpailutilanteen parantuessa yritysten tulo markkinoille tasoittaa voittoja, ja täydellisessä kilpailussa voittoja ei määritelmän mukaan pitkällä aikavälillä ole. Toimialan taloustiede tarkastelee markkinoiden rakenteita ja epätäydellistä kilpailua. Markkinoille tulon esteet jollakin toimialalla tai kilpailun vääristyminen muulla tavalla voivat johtaa siihen, että joillekin yrityksille on mahdollista tehdä ylisuuria voittoja. (Cabral, 2017) Kilpailun rajoitteiden voidaan nähdä muodostuvan myös julkisen sektorin toimien kautta, esimerkiksi markkinoilla toimimisen edellyttämien lupien ja lisenssien saamisen ollessa vaikeaa uusille toimijoille. (Tirole, 1988) Asuntotuotannossa markkinoille tuloa rajoittaa kunta kaavoituksen ja tonttien myötä.

Viitekehikkona voidaan ajatella myös Porterin viiden kilpailuvoiman mallia, jonka mukaan toimialan kilpailutilanne ja yritysten kannattavuus määräytyvät kuluttajien ja tuottajien neuvotteluvoiman, korvaavien tuotteiden ja uusien toimijoiden uhan sekä yritysten välisen kilpailun perusteella. (Porter, 1979.)

Käytännössä jonkin yrityksen kilpailuetu voi rakentua esimerkiksi niin, että sen tuotot ovat kilpailulta suojassa, jos muiden yritysten on mahdotonta saavuttaa vastaavia tuotteiden kysyntään perustuvia etuja tai jos kustannuspuolella syntyy muille saavuttamattomia etuja. Kilpailuetu ilmenee sijoitetun pääoman tuoton tasona, joka on jatkuvasti muita toimijoita korkeammalla tasolla ja joka ylittää yrityksen pääoman kustannuksen.

Kiinteistösijoittaminen ja asuntojen vuokraus ovat pääomavaltaisia aloja. Sijoitus sitoo rahoitusta pitkäksi aikaa, yksikkökoko on suuri ja velkarahoitukseen tarvitaan vakuuksia. Lisäksi asuntojen rakennuttajan kohdalla tonttien saatavuus saattaa olla alalle tulon esteenä. Uudiskohteiden rakentamista säännellään monin eri tavoin, mikä on liiketoiminnan riskiä lisäävä tekijä, ja eri toimijoilla saattaa olla erilaiset valmiudet toimia edellytysten mukaisesti. Koska tuettuja vuokra-asuntoja ei riitä kaikille halukkaille – eikä se olisi tarkoituksenmukaistakaan – vapaiden vuokramarkkinoiden toimijoiden tarjoamilla asunnoilla on tärkeä osa asuntomarkkinoiden kokonaisuudessa.

Porterin mallia kiinteistösijoitusalalle soveltamalla voidaan ajatella, että joillekin kilpailijoille toiminnan maantieteellisen laajentamisen kynnykseksi voi muodostua esimerkiksi paikallistuntemus tai kaavoituskäytännöt. Alueellisen kilpailutilanteen näkökulmasta yksi huomioitava seikka on tarjonnan korvattavuus. Periaatteessa vuokra-asuntosijoitusalalle voi tulla kuka tahansa yksityishenkilö tai yritys, jolla on asunnon hankintaa varten säästöjä, tai pääsy lainamarkkinoille ja riittävästi vakuuksia. Vuokra-asuntosijoittaja voi kasvattaa liiketoimintaansa ostamalla vähitellen yksittäisiä vuokra-asuntoja. Liiketoiminnan laajentamisen esteen hän saattaa kohdata esimerkiksi siinä vaiheessa, jos sijoittaja haluaisi hankkia useita asuntoja uudiskohteesta, mutta ei pääsisi markkinoille joidenkin toisten toimijoiden ja kilpailua rajoittavien tekijöiden takia. Mahdolliset markkinoille tulon esteet laajenevat, kun vuokra-asuntosijoittaja alkaa valmiiden asuntojen hankkimisen lisäksi rakennuttaa niitä itse.

7.2 Kilpailun esteistä asuntotuotannossa

Kilpailu- ja kuluttajavirasto (KKV) selvitti vuonna 2013 kilpailun esteitä pääkaupunkiseudun asuntotuotannossa. (KKV, 2013) Sen loppuraportissa todettiin, ettei kysyntä ja hintamekanismi ole tasapainottanut asuntotarjontaa pääkaupunkiseudulla. Korkea kysyntä ei ole KKV:n mukaan johtanut kilpailun ja markkinatoimijoiden määrän lisääntymiseen alalla. Voimakas asuntojen kysyntä ja hintakehitys pitäisi periaatteessa houkutella potentiaalisia uusia toimijoita asuntotuotantoon, mutta näin ei käytännössä ole tapahtunut. Selvityksen mukaan asuntotarjonnan lisäämisen keskeiset ongelmat liittyvät maankäyttöön ja maapolitiikkaan sekä toisaalta julkiseen sääntelyyn. Pääkaupunkiseudulla asuntotuotannon vajetta selittää raportin mukaan se, ettei asuntorakentamiseen varatuista tonteista ole kaikki rakentamisvalmiita keskeneräisen kaavoituksen tai kunnallistekniikan vuoksi.

Toinen keskeinen havainto oli, että rakentamista ohjaavat lukuiset määräykset tekevät rakentamisen aloittamisesta niin raskaan ja pitkän prosessin, että kasvattaessaan hankkeen epävarmuutta ja riskiä ne hankaloittavat erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten toimintaa. Tontinluovutuksessa on KKV:n raportin mukaan käytäntöjä, jotka heikentävät pienten ja keskisuurten rakennuttajien mahdollisuuksia saada tontteja. Tällaisia ovat esimerkiksi merkittäviä resursseja vaativat suunnittelukilpailut, tonttien suorahaku, suuret aluerakentamishankkeet tai luovutettavat tonttikokonaisuudet.

Pääkaupunkiseudun ulkopuolella markkinoille tulon esteet eivät ole yhtä korkeita. Pääkaupunkiseudulla merkittävimpiä esteitä ovat raportin mukaan niukka tonttitarjonta, tiukat lupakäytännöt, erityisosaamista edellyttävät asuintonttien kaavat, tiiviin kaupunkirakentamisen asettamat paineet kustannushallinnalle ja se, että hankkeen aloitus vaatii toimimisen alueella ennen varmuutta hankkeen käynnistymisestä ja tämän viiveen aikana epävarmuuden sietämistä. (KKV, 2013)

7.3 Selvityksen johtopäätökset kilpailutilanteesta

Kannattavuustarkastelussa luvussa 4 havaittiin suurten vuokra-asuntosijoitusalan yhtiöiden tuottotason olleen vakaampaa kuin pienillä yhtiöillä. Pienten yhtiöiden pääoman tuottoasteiden havaittiin laskeneen tarkastelujaksolla. Tämän voi arvioida liittyvän toimijoiden määrän kasvuun ja kilpailun tiukkenemiseen. Suurten yhtiöiden verrattain parempaa kannattavuutta selittää asuntotuotannon skaalaedut, suuruuden edut rahoituksen hankinnassa ja alueellisesti keskittymisellä saavutettava hyöty. Asuntosijoitusyhtiöt tekevät jatkuvasti salkunhallintaa asuntokannalleen eli ostavat ja myyvät asuntoja markkinatilanteen ja likviditeetin mukaan. Osalla suurista toimijoista on myös hajautettua liiketoimintaa asumisen eri sektoreille.

Kansainvälisen vuokra-asuntosijoitusalan vertailun perusteella voidaan tehdä varovainen arvio, että suurempi yksityisen vuokramarkkinan osuus – kuten Belgiassa – voisi lisätä yhä kilpailua ja siten laskea yhtiöiden katteita ja pääoman tuottoja. Sekin, että ulkomaiset sijoittajat ja vuokra-asuntomarkkinoiden toimijat ovat osoittaneet kiinnostusta Suomen markkinoille tuloon kertoo siitä, että tuotto-odotus on kansainvälisesti verrattuna suhteellisen hyvä.

Hankkeessa tehdyn tilannekuva-analyysin ja haastattelujen perusteella voi pitää epätodennäköisenä, että jollakin toimijalla olisi määräävää markkinavoimaa ja mahdollisuus vaikuttaa yleiseen vuokratasoon. Asuntojen lukumäärällä mitaten suurimman asuntosijoitusyhtiön Kojamon markkinaosuus on noin 4 % koko vuokramarkkinoista, noin 7 % vapaiden markkinoiden vuokra-asunnoista ja noin 20 % ammattimaisten asuntosijoittajien vapaiden markkinoiden asunnoista (eli pois lukien yksityishenkilöiden omistamat vuokra-asunnot).

Määräävä asema jollakin toimijalla voisi periaatteessa syntyä pienemmillä paikkakunnilla, mutta suuret valtakunnalliset yhtiöt ovat sitä vastoin pitkälti luopuneet asunto-omistuksistaan

kasvukeskusten ulkopuolisissa sijainneissa. Sen sijaan kasvukeskusten vuokra-asuntosijoitusmarkkinoille on paljon muitakin tulijoita, joten määräävän markkina-aseman saavuttaminen siellä on vaikeaa.

Isojen toimijoiden vetäytyminen avaa muille toimijoille mahdollisuuksia pienemmillä paikkakunnilla. Kasvukeskusten ulkopuolella toimivien asuntosijoitusyhtiöiden kilpailijoita on ollut lähinnä kaupunkien omat vuokrataloyhtiöt sekä vuokranantajina toimivat yksityishenkilöt. Kasvukeskusten ulkopuolella on kuitenkin suurempi riski kysyntään nähden liian isoista tuotantomääristä sekä asuntojen kysynnästä. Kasvukeskuksissa näkymä arvon säilymisestä on parempi, ja kiinteistön arvon säilyminen tai nousumahdollisuus on keskeistä riskienhallinnan kannalta. Asuntokannaltaan pienellä ja keskittyneellä yhtiöllä on siten lähtökohtaisesti korkeampi liiketoiminnan riski. Toisaalta paikallisesti toimiva pieni yhtiö voi hyödyntää paikallistuntemustaan ja hallita siten asuntosijoittamisensa riskiä. Vuokratuotot eivät ole olennaisesti parempia pienillä paikkakunnilla kuin kasvukeskuksissa, koska kustannustaso ei laske vuokrien tapaan.

Markkinoille pääsyn rajoitteeksi voi kuitenkin muodostua kuntien erilaiset kaavamääräykset. Tällä tarkoitetaan sitä, että voidakseen laajentaa toimintaansa toiselle paikkakunnalle asuntorakennuttajan on perehdyttävä sen kunnan viranomaismääräyksiin liittyen kaavaan ja rakennustapaan. Lisäksi asioita käsittelevien virkamiesten löytäminen ja dialogiin pääseminen on voinut antaa valmiiksi markkinoilla toimiville yrityksille kilpailuetua, jota uuden tulokkaan tulee rakentaa. Sääntely-ympäristön alueellisen vaihtelun aiheuttamat markkinoille tulon esteet luonnollisesti heikentävät asuntotuotannon tehokkuutta, kun asumisratkaisujen monistettavuus on heikompaa ja kilpailu vähäisempää kuin mitä se olisi yhdenmukaisten säännösten oloissa.

Kiinteistösijoittamisen pääomavaltaisuuden vuoksi riittävän rahoituksen saaminen toimii alalle pääsyn, yritysten kasvun ja kilpailun rajoitteena. Omavaraisuusasteiden tarkastelussa havaittiin, että suuret asuntosijoitusyhtiöt ja kuntien ARA-asuntoyhteisöt ovat voineet toimia suhteellisen matalalla oman pääoman osuudella rahoitusrakenteessaan ja hyödyntää velkavipua. Velkavivun ideana on tehostaa pääoman käyttöä ja nostaa oman pääoman tuottoa. Yksinkertaistaen voidaan todeta, että asuntotuotanto jäisi pienemmäksi vain sijoittajan omalla pääomalla toimiessa. Suuri velkavipu sijoitustoiminnassa toisaalta lisää riskiä. Vieraan pääoman tarjoajat hinnoittelevat koetun riskitason, mikä näkyy asuntosijoittajan rahoituskustannuksissa.

Pääoman käyttöä tehostamalla on siis periaatteessa mahdollista kasvattaa toimijoiden määrän markkinoilla ja siten parantaa markkinoiden toimintaa. Tämä voi toteutua erilaisten rahoitusmekanismien avulla. Esimerkkinä ovat asuntorahastot, jotka kokoavat sijoittajien varoja, mikä mahdollistaa suuret rakennushankkeet. Toinen esimerkki työeläkeyhtiöiden luvussa 2 käsitelty ns. vivutusmalli. joka valjasti työeläkeyhtiöiden isoja omia pääomia vuokra-asuntotuotantoon tuomalla optimaalisempaa rahoitusrakennetta. Tämä politiikkatoimi lisäsi jonkin verran vuokra-asuntojen tarjontaa ja ennen kaikkea on tuonut työeläkeyhtiöt takaisin asuntomarkkinoille suoriksi toimijoiksi. Toisaalta toimijoita, jotka pystyvät keräämään suuria pääomia suurien asuntomäärien hankintaa varten, on harvassa. Sen vuoksi pääoman käytön tehostaminen voi johtaa äärimmilleen vietynä suuriin ja harvoihin toimijoihin, markkinan keskittymiseen ja kilpailun vähenemiseen.

Vuokra-asuntosijoitusalan toimijoiden tarkastelussa luvussa 2 todettiin, että kaksi Suomen suurinta asuntosijoitusyhtiötä Kojamo ja SATO ovat hyödyntäneet joukkolainamarkkinoita vieraan pääoman hankinnassaan. Ne ovat pitkään toimiessaan vakiinnuttaneet asemansa ja saavuttaneet merkittävän vuokra-asuntokannan, mikä on mahdollistanut pääsyn joukkolainamarkkinoille. Pelkästään jo tällainen rahoituksenhankintaan liittyvä tekijä antaa suurille toimijoille kilpailuetua, koska joukkolainamarkkinoilta on mahdollista hankkia kustannustehokkaasti suuria määriä vierasta pääomaa.

Toisaalta se, ettei Suomen vuokra-asuntomarkkinoille ole tullut kolmatta yhtä suurta valtakunnallisesti toimivaa asuntosijoitusyhtiötä kuin Kojamo ja SATO, ei ole osoitus siitä, etteikö markkinoille pääsisi tai etteikö kilpailu toimisi. Yli kolmen miljardin euron taseen kasvattaminen – kuten niillä on – kestää vuosia. Rahastomuotoisten institutionaalisten asuntosijoittajien markkinoille tulo ja kasvu on kirittänyt kilpailua edellä mainittujen työeläkeyhtiöiden ohella. Kannattavuustarkastelussa lisäksi havaittiin, että ylipäätään asuntojen vuokrauksen toimialalla toimivien yritysten lukumäärä oli kasvanut vuosikymmenen aikana. Voidaankin todeta, että ammattimaisen asuntosijoittamisen liiketoimintamallit ovat ajasta riippuvaisia.

Tuetun kannan syrjäyttämisvaikutuksen seurauksena vapaarahoitteista kantaa on vähemmän kuin muutoin olisi, mikä voi vähentää toimijoiden lukumäärää ja siten kilpailua vapaarahoitteisilla vuokramarkkinoilla. Toisaalta vaatimukset siitä, että pitäisi rakentaa samalla ARA-asuntoja, voivat rajata osan potentiaalisista rakentajista pois, mikä vähentäisi kilpailua.

Seuraavassa luvussa 8 raportoidaan havainnot kilpailutilanteesta vuokra-asuntosijoitusalan toimijoiden haastattelujen perusteella.

8 VUOKRA-ASUNTOSIJOITTAJIEN NÄKEMYKSET KILPAILUTILANTEESTA, KANNATTAVUUDESTA JA KEHITTÄMISTARPEISTA

8.1 Haastattelut

Hankkeessa haastateltiin kesäkuun ja joulukuun 2017 välisenä aikana yhteensä 17 henkilöä. Pääpainopiste haastatteluissa oli asuntosijoittamista harjoittavien yhtiöiden haastatteluissa, joita tehtiin yhteensä 10 kappaletta. Yhteensä haastatellut toimijat omistavat tai hallinnoivat yli 100 000 vuokra-asuntoa Suomessa. Sijoittajien lisäksi haastateltiin 7 asiantuntijaa, joiden joukossa oli tutkijoita, analyytikoita ja kaupunkien ja etujärjestöjen edustajia. Näiden ryhmien näkemyksiin viitataan seuraavassa erikseen, silloin kun se on tarpeellista. Seuraava luku käsittelee pääasiallisesti havaintoja ja analyysia vuokra-asuntomarkkinoilla toimivien sijoittajien haastatteluista.

Kilpailutilanne markkinoilla kiristynyt matalan korkotason aikana

Kilpailutilannetta vuokra-asuntomarkkinoilla pidetään suurimmissa kasvukeskuksissa, ja erityisesti pääkaupunkiseudulla, erittäin kovana. Asuntosijoittamisen kentälle on syntynyt uusia toimijoita, ja erityisesti asuntorahastojen mukaan tulo markkinoille on johtanut kilpailun kiristymiseen. Myös yksityishenkilöiden toiminta asuntosijoittajina on aiempaa suurempi osa ilmiöstä, ja työeläkesijoittajat ovat palanneet vuokra-asuntomarkkinoille – osin velkavivun sallivan poikkeuslainsäädännön ansiosta. Huomattava kuitenkin on, että uusien toimijoiden lisäksi myös vanhat toimijat ovat viimeisten vuosien aikana lisänneet omistuksiaan asunnoissa. Asuntosijoittamisen yleinen kiinnostavuus on noussut finanssikriisin jälkeisessä tilanteessa, jossa korot ovat olleet poikkeuksellisen matalia hyvin pitkään, ja tuotot kaikissa omaisuusluokissa ovat olleet matalia. Asuntosijoittaminen on tullut myös vaihtoehdoksi muulle kiinteistösijoittamiselle, jossa tuotot ovat olleet viime aikoina huonoja. Asunnot nähdään tällä hetkellä vähäriskisenä sijoituskohteena, josta on mahdollista saada kohtuullista tuottoa.

Asunnot ovat tällä hetkellä kiinnostavia sijoituskohteita globaalisti. Myös Suomen vuokra-asuntomarkkinoita kohtaan koetaan kiinnostusta ulkomaisten sijoittajien piirissä.[41] Suomen houkuttelevuuteen vaikuttaa ulkomaisten sijoittajien kanssa keskustelleiden toimijoiden mukaan erityisesti vakaa toimintaympäristö ja sijoittajan kannalta selkeä ja vähäinen sääntely asuntomarkkinoilla. Toisaalta ulkomaisten sijoittajien tuloa Suomen markkinoille vaikeuttaa paikallistietämyksen ja oman maaorganisaation puuttuminen, mikä nostaa hallinnointikustannuksia ja pienentää sijoitusten tuottoa.

Kilpailulla on osuutensa myös asuntojen nousevassa hintakehityksessä, mutta sijoittajapääoman vahva kiinnostus on pitänyt myös rakennusmääriä hyvin korkeina. Kova kilpailu asuntomarkkinoilla, ja varsinkin pienten asuntojen korkeat hinnat painottavat sitä, että sijoittajien tulee valikoida kannattavat sijoituskohteet huolella. Yleisesti ottaen sijoittajat näkevät, että investoinnit ja siten myös rakentaminen pysyvät korkealla tasolla vielä muutaman vuoden ajan, koska asuntojen kysyntä kasvukeskuksissa ylittää edelleen tarjonnan. Pitkällä aikavälillä sijoitusvolyymien odotetaan kuitenkin laskevan.

Asuntosijoitustoiminnan kannattavuudessa on kaksi huomioon otettavaa tekijää: vuokratuotto ja asuntojen arvonnousu. Näiden tekijöiden tasapaino vaikuttaa tuotto-odotukseen ja

[41] Ulkomaisten sijoittajien rooli Suomen markkinoilla on vielä varsin pieni, ja merkittävin omistus on ruotsalaisten ja alankomaalaisten sijoittajien osake-enemmistö Satosta.

sijoitustoiminnan riskeihin. Uusissa kohteissa nettotuotto-odotus on kaikkien toimijoiden käsityksen mukaan neljän prosentin tietämissä. Matalammillakin tuotto-odotuksilla tiedetään markkinoilla tehtävän sijoituspäätöksiä. Nettotuoton lisäksi sijoittamispäätökseen vaikuttaa odotus asuntojen arvonnoususta. Kaikki haastatellut toimijat painottavat, että ensisijaisesti tulos tehdään vuokratuoton perusteella. Arvonnousun suhteen toimijoilla on erilaisia strategioita ja osa toimijoista kertoo painottavansa arvonnousuodotusta voimakkaammin kuin toiset. Kaikki toimijat pyrkivät kuitenkin vähintään välttämään riskin negatiivisesta arvonkehityksestä.

Sijoittaminen keskittyy suurimpiin kasvukeskuksiin

Arvonnousun tärkeys sijoittajan tuloksen kannalta selittää myös asuntosijoittamisen voimakasta keskittymistä suurimmille kaupunkiseuduille ja kasvukeskuksiin – ja jopa vain kolmelle kaupunkiseudulle: Helsingin, Tampereen ja Turun seuduille. Haastateltujen sijoittajien arvioiden mukaan vähintään kaksi kolmannesta uusista investoinneista tehdään tällä hetkellä Helsingin seudulle. Ajavana voimana rakentamisen ja sijoittamisen takana on kaupunkien väestön kasvu, mikä lisää asuntojen tarvetta ja takaa asuntosijoittajalle vakaan kysynnän. Asuntojen arvonnousu pyritään huomioimaan erityisesti siten, että riski laskevasta arvokehityksestä olisi pieni. Tästä johtuen sijainti ja hyvät joukkoliikenneyhteydet ovat ensiarvoisen tärkeitä tekijöitä sijoituspäätöksissä. Asuntosijoittaminen onkin keskittynyt vahvasti pääkaupunkiseudulle ja Tampereelle, sekä kehyskuntiin hyvien julkisten liikenneyhteyksien varrelle. Lisäksi suurin osa yhtiöistä vähintään seuraa mahdollisuuksia muissa yliopistokaupungeissa – yleisempi kehityskulku on kuitenkin se, että valtakunnallisesti toimivat yhtiöt keskittävät sijoituksiaan kasvukeskuksiin ja jopa luopuvat omistuksistaan muualla maassa.

Asuntosijoittaminen on keskittynyt voimakkaasti suurimpiin kasvukeskuksiin. Tähän vaikuttaa ainakin kaksi tekijää. Yhtäältä kasvukeskuksissa kysyntätilanne on muuta maata vahvempi myös pitkällä aikavälillä, mikä vaikuttaa sekä kiinteistöjen vuokrausasteeseen että hinnan kehitykseen, ja on sijoitusten taloudellisen kestävyyden kannalta erittäin olennaista. Toisaalta rakentamisen ja kiinteistönhoidon kustannukset ovat haastateltavien mukaan nousseet koko maassa varsin samalla tavalla kuin kasvukeskuksissa, samalla kun vuokranmaksukyky kasvaa vain suurimmissa kaupungeissa. Nämä tekijät johtavat yhdessä siihen, ettei varsinkaan uudiskohteisiin sijoittaminen kasvukeskusten ulkopuolella ole houkuttelevaa.

Sijoittajan oman pääoman tuottoon vaikuttavat vuokratuoton ja kiinteistön arvonnousun ohella velkavivun suuruus, sekä rahoituksen ja kiinteistöjen huollon ja hallinnoinnin kustannukset. Suuret toimijat saavat skaalaetua mm. kiinteistöjen hallinnoinnin, vuokraustoiminnan ja muiden toimintojen hoidossa. Haastattelujen perusteella markkinoilla ei esiinny varsinaisia kilpailun esteitä, tai rajoitteita, jotka yksiselitteisesti kohtelisivat jotakin toimijaryhmää epäreilusti. Yksittäisen kohteen tuottoon vaikuttaa kuitenkin merkittävästi se, voiko sijoittaja itse toimia rakennuttajana ja kantaa kehittämisriskin. Itse rakennutetun kohteen kustannukset ovat erään toimijan mukaan 10–15 prosenttia matalammat, ja tuotto prosenttiyksikön suurempi, kuin kohteessa, jonka sijoittaja ostaa rakennusyhtiöltä.

Kaavoitus ja säädösprosessit hidastavat toteutusta

Vaikka kova kilpailu on nostanut asuntojen hintoja ja hankintahintojen nousun kautta laskenut sijoittajan nettotuottoja, pidetään sitä kuitenkin yleisesti positiivisena asiana. Sijoittajan näkökulmasta markkinan koko ja toimivuus ovat erittäin tärkeäitä myös sijoitusten realisointitilanteiden kannalta. On kaikkien toimijoiden etu, että markkinoilla on riittävä volyymi ja likviditeetti, jotta sijoittaja saa kaupaksi asunnot tai kiinteistöt, joista se haluaa luopua.

Moni haastateltava katsoo tilanteen vuokra-asuntomarkkinoilla parantuneen viime vuosina tarjonnan ja kilpailun kasvaessa. Toimijoiden havainto on, että vuokralaisilla on nykyään

huomattavasti enemmän valinnanvaraa markkinoilla kuin aiemmin. Tämä näkyy erityisesti siinä, että vanhoihin ja laatutasoltaan heikompiin, tai sijainniltaan huonoihin kohteisiin on vaikea löytää vuokralaisia. Laatuvaatimuksen nousu pakottaa myös perusparantamaan vanhempaa asuntokantaa.

Pääomien virtaaminen asuntosijoittamiseen on johtanut asuntorakentamisen kasvuun suurimmissa kaupungeissa. Rakentamismäärien kerrotaan olevan tasolla, jossa rakentamiskustannukset nousevat, osaavan työvoiman saamisessa on ongelmia ja jopa laatu työmailla on heikentynyt. Rakentamisen volyymien odotetaan pysyvän korkealla tasolla vielä tulevina vuosina.

Useat toimijat painottavat myös heterogeenisyyden tarvetta, niin kiinteistön kuin asuinalueen asukaspohjassa. Tästä johtuen myös suhtautuminen hyvin pienten asuntojen rakentamiseen vaihtelee. Yhtäältä liian homogeeninen asunto- ja asukasrakenne nähdään uhkana kiinteistöjen pitkäaikaiselle houkuttelevuudelle, toisaalta suurin osa näkee pienten asuntojen rakentamisen usein ainoana mahdollisena tapana saada sijoitukselle riittävä tuotto. Pienten asuntojen kysyntä on markkinoilla myös hyvin vahvaa. Kaavoittajan näkökulmasta heterogeenisyyttä ja riittävää erilaisten asuntojen hallintamuotojen ja tyyppien suhdetta pyritään kehittämään kaavamääräyksin.

Toisaalta kaavoittajan asettamia määräyksiä asuntojen koosta ja muista kiinteistöltä vaadittavista ominaisuuksista pidetään yleisesti liian rajoittavina. Moni sijoittaja näkee, että nykyinen tapa määritellä rakennusten ominaisuuksia hyvin yksityiskohtaisesti kaavassa väistämättä johtaa jatkuvaan rakentamisen hinnan nousuun sekä vaihtoehtoisten ja innovatiivisten ratkaisujen jäämiseen toteutumatta.

Viranomaismääräykset, kireä kilpailutilanne ja verot nostavat kustannuksia

Markkinatilanne on tällä hetkellä erityinen siinä mielessä, että asuntoihin haluttaisiin sijoittaa enemmän pääomia kuin asuntoja on mahdollista rakentaa. Pullonkaulan sijoituksille muodostaa tällä hetkellä tonttimaan tarjonta.[42] Suuri sijoituskysyntä nostaa myös hintoja, ja sijoittajat korostavat, että hyvien kohteiden löytäminen on tällä hetkellä vaikeaa, ja painottavat varovaisuutta sijoitusten tekemisessä. Ensi sijassa sijoittajat etsivät kohteita hyvien joukkoliikenneyhteyksien ääreltä. Tontin hinta on asuntoja rakennuttaville yhtiöille merkittävä kuluerä. Tonttimaan ja rakennusoikeuden hintojen nousu on avannut mahdollisuuksia myös tonttirahastoille.

Kilpailu on paitsi nostanut asuntojen ja uudistuotannon hintoja niin jossain määrin rajoittanut vuokrien nousua. Tällä hetkellä vuokra-asumisen hintojen katsotaan olevan hyvin lähellä vuokranmaksukyvyn ja -halun määrittämää maksimia. Joillakin toimijoilla on huonoja kokemuksia liian suurista vuokrien nostoista aikaisemmin, jolloin korotukset johtivat suureen vuokralaisten vaihtuvuuteen ja asuntojen vajaakäyttöön, mikä laski vuokranantajan tuottoja.

Sijoittajien suunnalta hidastavana tekijänä pidetään erityisesti kaavoitusprosessia, jonka katsotaan lähes poikkeuksetta parantuneen, mutta jota edelleen moititaan hitaaksi ja byrokraattiseksi. Kuntien välillä kerrotaan olevan myös suuria eroja kaavoituskäytännöissä ja rakentamismääräyksissä. Rakentamiskustannuksia nostavat mm. autopaikkamääräykset, väestönsuojat ja esteettömyysmääräykset. Kaikkia näitä ei kuitenkaan pidetä sinänsä huonoina säädöksinä, mutta ne aiheuttavat merkittäviä kustannuksia. Merkittävän kustannuserän muodostaa myös kaavoihin sisältyvä yksityiskohtainen sääntely esim. rakennuksen pintamateriaalista. Merkittäviä kustannuksia voi syntyä myös rakennusten massoittelusta, eli siitä miten arkkitehti sijoittaa rakennukset tontille ja millaisia muotoja ja muita rajoitteita rakennuksille

[42] Saman havainnon on tehnyt selvitysmies, ARAn ylijohtaja Hannu Rossilahti selvitysraportissaan, 2017.

annettaan, jos se johtaa tehottomaan rakentamiseen. Ylipäätään rakentamista koskevia määräyksiä pidetään ylimitoitettuina ja kaavoittajan valtaa tarpeettoman suurena.

Toisena asumisen hintaa nostavana tekijänä nähdään asumiseen liittyvän verotuksen, kuten kiinteistöveron ja energiaverojen kiristyminen. Myös kiinteistönhuollon kustannukset ovat viime vuosina nousseet.

Merkittäviä mahdollisuuksia katsotaan olevan kiinteistöjen käyttötarkoitusten muutoksissa, täydennysrakentamisen edistämisessä, entistä korkeammassa rakentamisessa, uusien ratkaisujen laajemmassa kokeilemisessa ja käyttöönotossa, sekä muuntojoustavissa asunnoissa. Näiden ratkaisujen avulla saataisiin muutettua kiinteistöjä toimistoista asunnoiksi, tehostettua maankäyttöä ja varauduttua ennakolta myös tulevaisuudessa tapahtuviin asumispreferenssien muutoksiin.

Korkotuettua tuotantoa kohtaan ei koeta kiinnostusta

Yleisesti ottaen haastatellut sijoittajat eivät ole kiinnostuneita korkotuetun tuotannon toteuttamisesta. Poikkeuksen tekee 10-vuotinen korkotukimalli, jota kohtaan koetaan rajoitettua kiinnostusta. Eräs lyhyestä korkotukimallista kiinnostunut toimija kuitenkin kertoi, että tonttien saamisessa tuotantoon on ollut ongelmia.

Pitkä 40 vuoden pituinen korkotukimalli ei näyttäydy yksityisten toimijoiden piirissä tällä hetkellä lainkaan kiinnostavana. Yleisesti valmistelussa olevan lain tavoitteita ja sisältöä pidetään keskenään ristiriitaisena, ja sen nähdään tekevän tuotannosta käytännössä taloudellisesti kestämätöntä tai vähintään hyvin epähoukuttelevaa. Jotkin toimijat moittivat yleisesti valtion linjaa epäluotettavaksi, mikä käytännössä estää sijoittamisen. Suuri osa toimijoista, joilla on ARA-rajoitusten alaista asuntokantaa, tai jotka periaatteessa olisivat kiinnostuneita rajoituksenalaisen kannan rakentamisesta, näkevät koko korkotukilainsäädännön tarvitsevan perinpohjaisen uudistuksen.

Lisäksi korkotuettu ja ARA-säännelty asuntokanta ei yksinkertaisesti istu suurimman osalla toimijoita olemassa olevaan strategiaan. Myös asumisen odotetaan palveluvaltaistuvan nopeasti, ja vuokraaminen tapahtuu nykyään monesti nopeasti sähköisesti. Tämä toimintamalli on voimakkaasti ristiriidassa korkotuetun kannan vaatimien asukasvalinta- ja hakemusprosessien kanssa. Asuntoja omistavat yhtiöt panostavat paljon asukkaiden palveluiden kehittämiseen ja näkevät itsensä yhä enemmän alustatoimijoina, jotka rakentavat asunnon ja kiinteistön ympärille asukkaille suunnattua muuta palvelutarjontaa. Säännellyn tuotannon ei koeta tukevan tapahtuvaa muutosta, eikä sitä sen vuoksi nähdä strategisesti mielenkiintoisena valintana. Tätä korostaa myös suurten yksityisten toimijoiden tekemät kaupat, joissa rajoitusten alaista asuntokantaa on myyty yleishyödyllisille toimijoille.

Riskit

Vieraan pääoman osuus ja hinta vaikuttavat ratkaisevasti myös toiminnan riskeihin. Haastattelujen perusteella vuokra-asuntosijoitusmarkkinoilla ei nähdä tällä hetkellä olevan systeemistä riskiä, vaikkakin haastateltavat näkevät yleisesti joidenkin toimijoiden toiminnassa riskejä. Yleisimmin riskikohteiksi mainitaan ne markkinoilla toimivat rahastot, joilla on suuria pääomia sijoitettavana ja lyhyt omaisuuden pitoaika, sekä vuokranantajina toimivat yksityishenkilöt, joiden riskeihin vaikuttavat ratkaisevasti velkavivun suuruus. Matalien korkojen aikana asuntosijoittamisen on voinut aloittaa hyvin suurella velkavivulla, ja vallitseva käsitys on, että korkojen noustessa joidenkin toimijoiden kohdalla riskit realisoituvat. Myös uudiskohteiden suurten yhtiövelkojen pelätään hämärtäneen asuntojen lopullista hintaa ja nostaneen uudiskohteiden hintoja tasolle, jolla sijoitustoiminta ei ole kannattavaa. Ratkaisevaa velkaan liittyvän riskin realisoitumisen kannalta on se, milloin ja kuinka nopeasti korot nousevat.

8.2 Asiantuntijatyöpaja

Tutkimushankkeen yhteydessä järjestettiin 21.11.2017 asiantuntijatyöpaja, jossa asiantuntijat keskustelivat asuntosijoittamisen keskeisistä kehittämiskohteista ja tutkimuksen tuloksista. Työpajaan osallistui työpajan toteuttajien lisäksi yhteensä 19 henkilöä, muun muassa ministeriöiden virkamiehiä, asuntosijoitusyhtiöiden edustajia, tutkijoita ja asiantuntijoita.

Työpajatyöskentely toteutettiin kolmessa pienryhmässä. Ryhmien tavoitteena oli aluksi kartoittaa vuokra-asuntomarkkinoiden ongelmakohdat ja käytössä olevat ratkaisut riittävän asuntotarjonnan ylläpitämiseen, ja edellisten pohjalta työstää uusia avauksia ja toimenpiteitä vuokra-asuntosijoitusalan kehittämiseen. Tässä raportoidaan yhteenvetona työpajan osallistujien tuottamat ratkaisut sellaisenaan, kun ryhmät olivat ne kirjanneet.

Yhdeksän keskeisintä kehittämisehdotusta vuokra-asuntosijoitusalan kehittämiseen ryhmätöiden tuotosten perusteella olivat:

Pitkäjänteisyyttä maankäytön, asumisen ja liikenteen politiikkaan – MAL-sopimuksiin hallituskaudet ylittävä näkymä ja ennakoitavuus
Sääntelyn kokonaisuuden kehittäminen ja hallinta – sääntely-ympäristöä kehitettävä kokonaisuutena
Tavoitteena tulee olla parempi asuminen – asuntoja ja kaupunkia tehdään ihmisille
Lähtökohtana kaupunkirakenteiden tiivistäminen – tukee myös työllisyyttä ja talouskasvua
Tarvitaan vero- ja tukipolitiikkapaketti yhdyskuntarakenteiden uudistamiseen – tarjoaa myös uusia rahoitusmahdollisuuksia kunnille, nyt maan hinta merkittävä osa asumisen kustannuksia
Sääntelyn tulee mahdollistaa innovaatiot ja uudet mahdollisuudet – uudet mallit rakentamiseen, rahoitukseen ja sijoittamiseen
Kaavoituksen sujuvuus, tonttivaranto ja näkymä tulevaisuuteen tärkeitä – kaavoituksen ja tonttivarannon ennustettavuus
Rakentamisessa tarvitaan enemmän kilpailua, innovaatioita ja uusia ratkaisuja – tuottavuuden kehitys ollut hyvin heikkoa
Markkinaehtoiselle toimintamallille tulisi antaa mahdollisuus – voimakas sääntely ei ole tuottanut toivottuja tuloksia, viranomaisvaikutusta vähennettävä

Työpajan loppukeskustelussa painottui vahvasti tarve sääntelyn kokonaiskehittämiseen ja pidemmän aikajänteen vakaan näkymän luomiseen kaavoitukseen. Vakaan näkymän koettiin olevan hyvin tärkeä tekijä pitkän aikavälin asuntotuotantotavoitteiden toteutumisessa, koska asuntosijoittamisessa sijoituksen elinkaari on tyypillisesti hyvin pitkä ja vaadittavat pääomat suuria. Vakavana puutteena pitkän aikavälin tavoitteiden toteutumiselle pidettiin toimijoiden yhteisen keskustelukanavan ja päätöksenteon mekanismin puuttumista. Asuntosijoittamisen ja -rakentamisen säännösympäristössä toimijoita on monella tasolla (kuntataso, rakentajat, omistajat) ja yhteiselle vuoropuhelulle ja koordinaatiolle on olemassa suuri tarve.

MAL-kehikkoa pidettiin osin em. kaltaisena foorumina, mutta MAL-sopimusten haasteeksi katsottiin, että ne ovat hallituskauteen sidottuja sopimuksia. Kun hallituskaudet lisäksi menevät eri tahdissa valtuustokausien kanssa, niin valtion ja kunnan väliseen tavoitteenasetteluun ja sitoutumiseen tulee liikaa katkoksia. Asuntopolitiikkaan kaivattiinkin pitkäjänteistä ja hallituskaudet ylittävää näkymää.

Kaavoituksessa rakentamista tulisi työpajan osallistujien mukaan ohjata nykyistä enemmän tavoitteiden kautta keinojen sijaan. Kaavoitukseen ja rakentamiseen liittyy myös paljon ohjeistusta, jota nyt tulkitaan määräyksinä, vaikka faktisesti kyse usein on ohjeista. Lisäksi ohjeistusta tulee usein monelta taholta, mikä sekoittaa suurta kuvaa. Ongelmana on lisäksi, että liian tiukalla sääntelyllä innovaatiot jäävät toteutumatta.

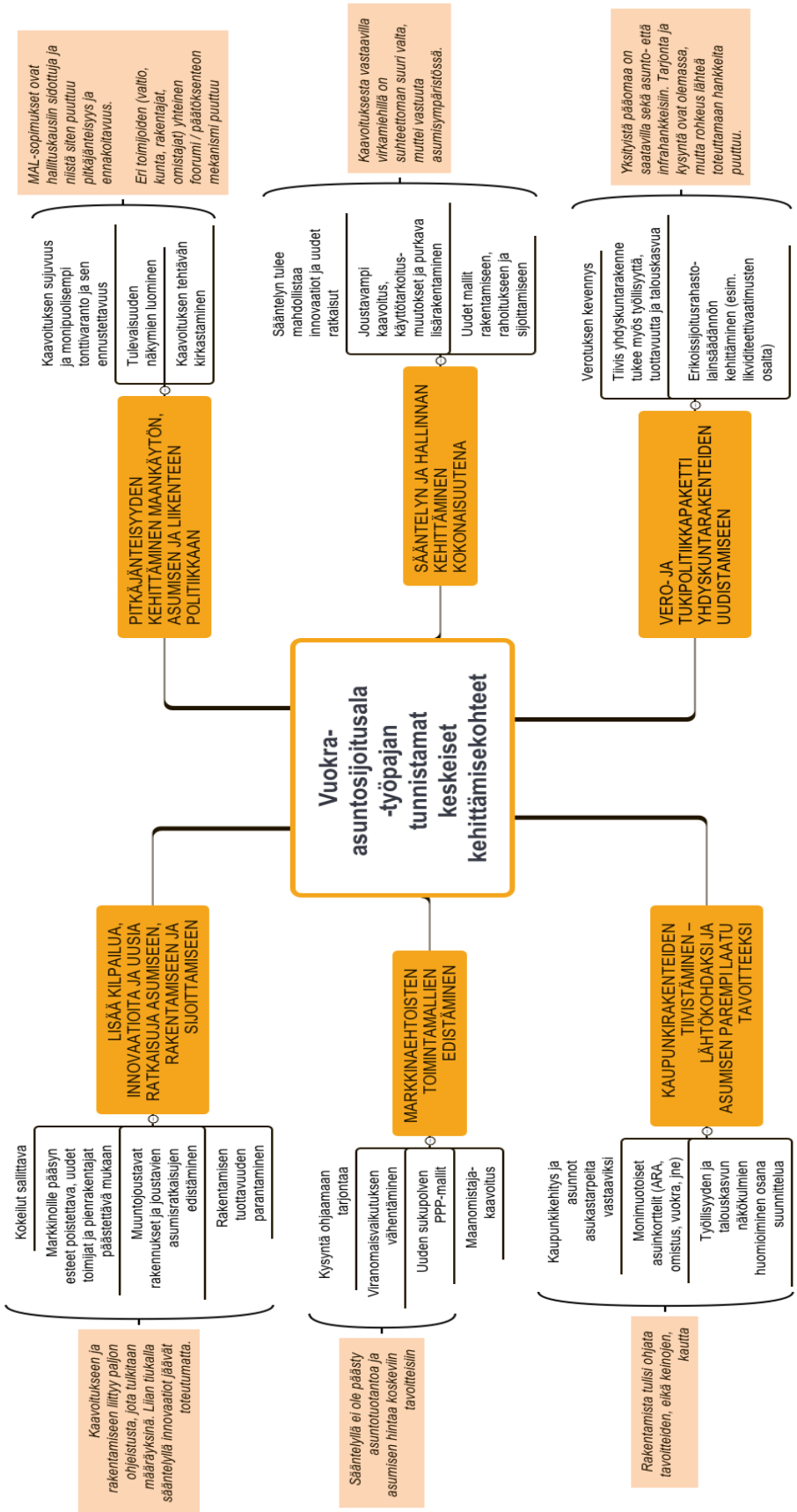
Maankäyttö- ja rakennuslain kokonaisuudistusta pidettiin suurena mahdollisuutena, mutta keskustelussa muistutettiin, että myös nykyinen laki antaa liikkumavaraa. Ongelmaksi katsottiin pikemmin se, ettei nykyisenkin lain sallimia jouston mahdollisuuksia ole käytetty kunnissa. Kuntakohtaisten tulkintojen vaihtelevuus on myös sijoittajien ja rakennuttajien kannalta suuri ongelma.

Kaavoituksesta vastaavien virkamiesten valtaa moitittiin jopa suhteettoman suureksi. Työpajan loppukeskustelun mukaan rakennuttajat kokevat kuntien virkamiehistön taholta jopa suoranaista mielivaltaa, jos nostavat epäkohtia avoimesti esiin.

Keskustelun lopussa tuotiin esiin, että yksityistä pääomaa olisi tällä hetkellä saatavilla sekä asunto- että infrastruktuurihankkeisiin. Asunnoille ja infrastruktuurille olisi olemassa myös kysyntää, mutta yksityisen pääoman saatavuuden hyödyntäminen vaatisi julkiselta sektorilta rohkeampaa otetta lähteä toteuttamaan asunto- ja infrarakentamishankkeita PPP-yhteistyönä[43].

Kuviossa 8.1 on esitetty työpajan tunnistamat keskeiset kehittämiskohteet ja ratkaisut.

[43] PPP on lyhenne sanoista Public Private Partnership. Sillä tarkoitetaan yleisesti julkisen ja yksityisen sektorin yhteistyömalleja hanketoteutuksessa, esimerkkinä tämäntyyppisestä yhteistyöstä ovat mm. elinkaarimallit infrarakentamisessa.



Kuvio 8.1 Työpajassa tunnistetut keskeiset kehittämiskohteet.

9 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä hankkeessa on kuvattu vuokra-asuntojen kysyntää ja tarjontaa, asuntosijoittamisen kannattavuuteen vaikuttavia tekijöitä sekä analysoitu vuokra-asuntosijoitusalan toimijoita, niiden liiketoimintaa ja niiden välistä kilpailua. Vaikka selvityksen pääpaino on sääntelemättömien markkinoiden vuokra-asuntosijoitusalan toimijoissa, hankkeessa käsiteltiin myös asumiseen kohdistuvien tukien vaikutuksia asuntomarkkinoille. Hankkeessa tuotettiin uutta tietoa tuetun asuntokannan syrjäyttämisvaikutuksista. Kaikki yllä mainittu korostaa sitä seikkaa, että asuntomarkkinat muodostavat kokonaisuuden, ja toimenpiteitä suunniteltaessa eri politiikkalohkoilla olisi tärkeää huomioida koko se kenttä, johon mahdolliset vaikutukset ulottuvat: eri toimijoihin, asuntojen hintoihin ja vuokriin sekä työvoiman liikkuvuuteen. Alan toimijoiden haastatteluissa ja työpajatyöskentelyssä kartoitettiin vuokra-asuntotarjonnan esteitä sekä alan kehittämistarpeita. Seuraavassa esitetään selvityksen laatijoiden johtopäätökset liittyen selvitykselle asetettuun toimeksiantoon.

Asuntosijoituksen tulosajureita ovat vuokratulo, rahoituskulut ja omaisuuden arvonnousu

Asumisen hinnan jatkuva nousu ja vuokra-asuntojen kova kysyntä ovat saaneet yleisessä keskustelussa huomion kohdistumaan vuokra-asuntosijoitusalan toimijoiden taloudelliseen tulokseen. Toisaalta asuntosijoittamisen kasvanut suosio on tuonut alalle uusia toimijoita ja pitänyt yllä vuokra-asuntojen tarjontaa. Asuntosijoitusyhtiöiden liiketoimintaa voi kuvata sijoitustoiminnaksi, jonka tuotto muodostuu vuokratuloista, asunto-omaisuuden myyntituloista ja arvon muutoksista. Kiinteistöomaisuuden vakaa arvonkehitys on tärkeää riskienhallinnan kannalta. Rahoituksen saatavuus ja sen hinta vaikuttavat keskeisesti yhtiöiden tuloksenmuodostukseen. Kuten kaikessa muussakin sijoitustoiminnassa, asuntosijoittaja odottaa sijoitukselleen tuottoa, jotta vuokraustoiminta on taloudellisesti kestävää. Kääntäen voi siis todeta, että jos asuntosijoittaminen ei olisi kannattavaa liiketoimintaa, ammattimaisesti vapailla markkinoilla toimivien sijoittajien pääoma hakeutuisi muualle.

Yritysaineisto mahdollistaa vuokra-asuntosijoitusalan tuottojen vertailun

Kansantalouden tilinpidossa kiinteistötoimiala kokonaisuudessaan näyttäytyy vertailutoimialoja kannattavammalta. Tilinpidon käsitteet on laadittu eri sektoreiden taloustoimien kehityksen seuraamiseksi koko kansantalouden tasolla. Jotta saadaan täsmällisempi kuva vuokra-asuntosijoitusalalla toimivien yritysten toiminnan tuloksesta, tässä selvityksessä tarkasteltiin tilinpäätöksen perusteella laskettavia tunnuslukuja kymmenen vuoden ajalta. Tämä lähestymistapa valittiin kahdesta syystä. Ensiksi, kiinteistösijoitusten tuottojen arvioinnissa yleisesti käytettävää vuokratuottoastetta ei voisi vertailla muiden toimialojen yrityksiin. Sen sijaan tilinpäätösperusteiset pääomantuotto- ja voittoprosenttitunnusluvut ovat kaikkien toimialojen yrityksille mahdollisia kannattavuuden mittareita. Toiseksi, tilinpäätöstunnuslukuihin perustuva tarkastelu vastaa täsmällisemmin asuntosijoitusyhtiöihin kohdistuneeseen yleiseen mielenkiintoon siitä, millaista tuottoa niiden omistajien on mahdollista saada yhtiöön sijoittamalleen pääomalle.

Yritystason analyysin lähtökohdaksi valittiin laajapohjainen otos koko vuokra-asuntosijoittamisen toimialalta sen sijaan, että olisi rajauduttu muutamaan suurimpaan toimijaan tai case-yritykseen. Muodostamalla yritysotos koko toimialan kattavasta tietokannasta voidaan paremmin muodostaa käsitys koko alan liiketoiminnasta, eikä arvio ole niin altis yksittäisten yritysten harkinnanvaraisille kirjauskäytännöille. Lisäksi tarkalla yhtiötason tilinpäätösaineis-

tolla voidaan erottaa konsernin tuetun ja vapaiden markkinoiden asuntoliiketoiminnan tulokset. Toisaalta laajalla yritysotoksella katetaan alueellisesti koko Suomen vuokra-asuntotarjonta, ja voidaan lisäksi tarkastella erikseen pienten yhtiöiden kannattavuutta.

Asuntosijoittamisen tuotot vakaita, mutta eivät poikkeuksellisen korkeita

Hankkeen yksi keskeinen havainto on, että asuntojen vuokrauksen toimialan yritysten kannattavuus on ollut tarkastelujakson ajan vakaata, keskimäärin tulos on kattanut sijoitetun pääoman kustannuksen ja ylittänyt sen keskimäärin parilla prosenttiyksiköllä. Pääoman tuottoasteet ovat kuitenkin laskeneet pienillä asuntosijoitusyhtiöillä. Kymmenen vuoden tarkastelujakson aikana on tapahtunut kaksi asuntosijoittamisen alalle merkittävää muutosta; korkotaso on laskenut poikkeuksellisen matalaksi ja toimijakenttä on monipuolistunut. Suurten ja keskisuurten asuntosijoitusyhtiöiden kannattavuus on hieman parantunut finanssikriisin jälkeen. Muihin toimialoihin verrattuna vuokra-asuntoihin sijoitettu pääoma on tuottanut paremmin kuin muiden kiinteistöjen vuokraus ja hallinta ja rakennuttaminen, mutta tuottoasteet ovat jääneet selvästi matalammiksi kuin rakennusliikkeiden tuotot.

Yhteenvetona voidaan todeta, että tämän tutkimuksen mukaan ARA-asuntoja omistavien yleishyödyllisten yhteisöjen (sekä kuntien vuokra-asuntoyhteisöt sekä muut yleishyödylliset) sijoitetun pääoman tuottoaste on ollut viime vuosina 3–4 % ja yksityisten asuntosijoitusyhtiöiden 5–7 %.

Aiemmissa tutkimuksissa on havaittu, että vuokranantajina toimivien yksityishenkilöiden saama vuokratuotto ennen veroja on tyypillisesti 3–5 prosentin välillä, työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoitusten vuosituotto on ollut viime vuoden aikana 4–5 % ja sijoitus asuntorahastoon on tuottanut 6–9 % vuodessa. Eri lähteistä koottujen alan eri toimijoiden vertailua heikentää se, ettei yksityishenkilöiden tuotoissa ole mukana mahdollista arvonnousutuottoa, kun taas rahastojen tuottohistoriaan se sisältyy. Sijoitustoiminnan tavoitteetkin ovat erilaisia. On tärkeää huomata, että tilinpäätöksen perusteella laskettava pääoman tuotto ei ole sama asia kuin vuokratuotto. Tässä selvityksessä on esitetty ne tunnusluvut, jotka eri vuokra-asuntosijoitusalalla toimivilta tahoilta on saatavilla Amadeus-tietokannasta.

Vertailukohtana asuntosijoitusten tuotolle voi mainita myös korkosijoitukset, joista työeläkeyhtiöt, jotka ovat merkittävä kiinteistöihinkin sijoittava institutionaalinen sijoittajaryhmä, ovat saaneet noin 3 % vuosituoton. Pitkän aikavälin tuotto-odotus osakemarkkinoilla on korko- ja kiinteistösijoituksia korkeampi, mutta myös riski on suurempi.

Tuloslaskelman voittoprosentit eivät sovellu pääomavaltaiselle alalle eivätkä toimialavertailuun

Yksi kannattavuustarkastelun johtopäätöksistä on se, että valitulla mittarilla on keskeinen vaikutus siihen, millaisia tulkintoja vuokra-asuntosijoitusalan yritysten toiminnan tuloksellisuudesta voi tehdä. Koska kiinteistösijoittamisessa yksikkökoko on suuri ja hankkeet ovat pitkäaikaisia, pääoman kustannus on merkittävä tulokseen vaikuttava tekijä. Yhtiöillä on huomattavan paljon pääomaa suhteessa liikevaihtoon. Suuri absoluuttinen pääomamäärä nostaa rahoituskustannusta ja lisää jälleenrahoitus- ja korkoriskiä suhteessa vähemmän pääomaa tarvitsevaan toimintaan.

Selvityksessä havaittiin, että liiketulokset suhteessa liikevaihtoon ovat kiinteistösijoitusyhtiöillä korkeampia kuin muilla toimialojen yrityksillä, koska rahoituskustannukset ovat kiinteistösijoitusalalla merkittävä kuluerä. Kuitenkin kun tarkastellaan tunnuslukuja, jotka huomioivat rahoituskulut ja toimintaan sitoutuneen pääoman, asuntosijoittamista ei voi pitää poikkeuksellisen korkean tuottotason alana.

Toinen tunnuslukuihin liittyvä huomio on se, että asuntosijoitusyhtiöiden verrattain matala omavaraisuus ei niinkään ole tulkittavissa riskinotoksi, vaan alan luonteeseen kuuluvaksi

pääoman käytöksi ja heijastavan sitä, että kysyntä ja odotetut tuotot ovat kiinteistösijoittamisessa suhteellisen vakaita. Tätä tulkintaa korostaa erot tuettuja ARA-vuokra-asuntoja omistavien yleishyödyllisten yhteisöjen ja vapailla markkinoilla toimivien asuntosijoitusyhtiöiden rahoitusrakenteessa. Kilpailluilla markkinoilla yritykset tarvitsevat enemmän oman pääoman puskuria kuin ARA-yhteisöt, joilla sekä rahoitusriski että liikevaihtoriski ovat rajattuja. Lisäksi havaittiin, että pienillä asuntosijoitusyhtiöillä, joiden tuotot ovat vaihdelleet enemmän ja jotka kohtaavat kireämmän kilpailun niin rahoituksesta kuin asunto-kohteistakin, omavaraisuusasteet ovat korkeampia.

Kaiken kaikkiaan voidaan arvioida, että asuntosijoittaminen on suhteellisen vähäriskinen toimiala. Tuottojen vaihtelu on ollut varsin pientä yritysten joukossa, ja toisaalta kiinteistösijoittaminen ylipäätään asettuu riski-tuottotasoltaan osake- ja korkosijoitusten väliin. Näin ollen kannattavuustarkastelun havainto, etteivät pääoman tuottoasteet ole vuokra-asuntosijoitusalalla poikkeuksellisen korkeita, heijastaa toimialan vähäisempää riskialttiutta.

Lainapääoman hinta ja mittakaavaedut keskeisiä kustannuksiin vaikuttavia tekijöitä

Hankkeen haastatteluosiossa tuli ilmi, että kilpailu asuntosijoitusmarkkinoilla on kiristynyt 2010-luvulla. Vuokra-asuntomarkkinoiden tilanne on ennenkokematon siinä mielessä, että kysyntä sekä vuokralais- että sijoittajapuolella on erittäin suurta. Vuokra-asuntojen kysynnän ja tarjonnan epätasapaino on nostanut vuokria kasvukeskuksissa. Merkittävimmät kustannuserät vuokra-asuntosijoitusalalla ovat kiinteistön ylläpitokustannukset ja rahoituskustannukset. Rakennuttamalla itse ne toimijat, jotka kykenevät kehittämisriskin kantamaan, voivat haastattelujen mukaan saavuttaa merkittävän kustannushyödyn verrattuna valmiin kohteen rakennusyhtiöltä ostamalla. Tarkastellussa pienten asuntosijoitusyhtiöiden joukossa hallinto- ja henkilöstökustannukset ovat todennäköisesti marginaalinen erä, koska monet niistä ovat yhden tai kahden hengen yrityksiä. Asuntosijoittajina toimivilla yksityishenkilöillä vuokraustoiminnan kustannukset muodostuvat asunnon vastikkeista, mahdollisen lainan lyhennyksistä ja korkokuluista.

Yleisen korkotason laskun seurauksena koko toimialaan on suuresti vaikuttanut vieraan pääoman kustannuksen pieneminen. Toisaalta pienet asuntosijoitusyhtiöt voivat olla tässä suhteessa suuria yrityksiä ja yksityishenkilöitä epäedullisemmassa asemassa, koska finanssikriisin jälkeen pankkirahoituksen ehdot ovat kiristyneet suhteellisesti enemmän riskilliseksi koetuilla pienyrityksillä. Lisäksi alueelliset erot ja asuntosijoitusten vakuusarvot voivat vaikuttaa lainan hintaan. Asuntolainojen keskikorot ovat samanaikaisesti painuneet vain noin yhteen prosenttiin. Suurimmat ammattimaiset asuntosijoittajat sen sijaan voivat hyödyntää rahoituksenhankinnan mittakaavaetuja ja joukkolainamarkkinoita.

Kilpailu asuntosijoitusalalla on kiristynyt

Vuokra-asuntojen lukumäärä on kasvanut tarkastelujaksolla 2007–2015 koko maan tasolla noin 73 500 asunnolla. Muutos vastaa liki kymmentä prosenttia vuokra-asuntokannasta. Vertailun vuoksi, omistusasuntojen lukumäärä kasvoi samassa ajassa noin viisi prosenttia. Vuokra-asuntojen osuus koko asuntokannasta on kuitenkin pysynyt lähes muuttumattomana 30 prosentissa, mutta kaupunkien välillä on eroja. Pääkaupunkiseudulla vuokra-asuntojen osuus on kasvanut eniten Vantaalla. Muista suurista kaupungeista Tampereella ja Turussa vuokra-asuntojen osuus on kasvanut muuta maata nopeammin. Helsingissä vuokra-asuntojen määrä on kasvanut 13 %, mutta niiden osuus asuntokannasta ei ole juuri muuttunut.

Mittakaavaedut nousivat esiin myös haastatteluissa, kun selvitettiin alan kilpailutilannetta ja mahdollisia markkinoille tulon esteitä. Suurten yhtiöiden tuottotason paranemista pidetään merkkinä siitä, että ne ovat saavuttaneet volyymietuja toiminnassaan, muun muassa kiinteistöjen ylläpidossa ja rakennuttamisessa. Niillä on myös valmiit laajat verkostot, joiden avulla ne pystyvät toimimaan kustannustehokkaasti.

Kaikkien suurten toimijoiden strategiana on keskittyä kasvukeskuksiin. Tämä kehityskulun voi nähdä kiristäneen kilpailua kohteista, tonteista ja vuokralaisista pääkaupunkiseudulla ja muutamassa suurimmassa kaupungissa, mutta avanneen kilpailua muille toimijoille niiden ulkopuolisilla sijainneilla. Ulkomaiset sijoittajat ovat myös osoittaneet kiinnostusta tulla Suomen asuntomarkkinoille ja pääasiassa kilpailemaan samoista kohteista kuin kotimaiset suuret toimijat. Ulkomaisten sijoittajien suurin yksittäinen omistus on 3/4 osuus SATOn osakekannasta. Etabloitumisen vaatiman mittakaavan vuoksi ulkomaisten sijoittajien suora rooli osuus Suomen vuokra-asuntomarkkinoilla on kuitenkin muutoin yhä marginaalinen.

Vuokralaisten tulojen kasvun pysähtyminen, vuokra-asuntojen tarjonnan kasvu ja kilpailu hyvistä vuokralaisista tarkoittavat sitä, että tuottojen tavoittelu vuokrien suurilla korotuksilla ei ole yrityksille mahdollinen toimintastrategia. Kilpailuedut muodostuvat pitkälti tehokkuushyödyistä ja tuottomarginaalit ovat pieniä.

Tontin hinta on asuntoja rakennuttaville yhtiöille merkittävin kuluerä. Tonttirahastot ovat asuntoihin sijoittavien rahastojen ohella osoitus siitä, miten rahoituskanavia monipuolistavat innovaatiot voivat tehostaa pääomien käyttöä ja onnistuessaan edistää vuokra-asuntotuotantoa. Rakentamismääräykset ja yksityiskohtainen sääntely nousivat haastatteluissa keskeisinä asumiskustannuksia nostavina ja asuntotarjontaa rajoittavina tekijöinä.

Tarjonta ei ole riittävää kysyntään ja tulotasoon nähden

Hankkeen analyyseissa todettiin, että matalan koron ympäristö on toiminut kannustimena vuokra-asuntotuotannon lisäämiselle. Osaltaan tarjonnan kasvu on seurausta siitä, että vaihtoehtoisten sijoituskohteiden odotetut tuotot ovat niin matalia, että asuntosijoitusten nähdään tarjoavan vakaata ja verrattain hyvää tuottoa. Suhdanneluontoisen asuntosijoitusbuumin ohella asuntotarjonnan voidaan kuitenkin arvioida laajapohjaistuneen.

Jotta vapaiden markkinoiden vuokra-asuntojen tarjonta pysyy yllä ja vastaa kasvavaan kysyntään, toimijat odottavat tuottoa sijoittamalleen pääomalle. Tässä tutkimuksessa ei tarkasteltu yhtiöiden omistajilleen jakamia osinkoja. On keskeistä ymmärtää alan sijoitusluonne ja se, millä ehdoin yksityinen pääoma on mukana tarjonnan kasvattamisessa. Sijoittajien mukaantulo edellyttää positiivista tuotto-odotusta ja ennakoitavaa sääntely-ympäristöä.

Asuntotuotannon määrä riippuu lähtökohtaisesti ennen kaikkea asuntojen hintatasosta, eli samalla asuntojen kysynnän tasosta. Myös tonttien saatavuus kuitenkin vaikuttaa tuotannon määrään, jos se aiheuttaa sitovan rajoitteen asuntotuotannolle. Sitovalla rajoitteella tarkoitetaan tilannetta, jossa vallitsevalla hintatasolla ja hintaodotuksilla olisi kannattavaa rakentaa enemmän kuin mihin tonttitarjonta antaa myöten.

Vuokra-asuntomarkkinoiden tilanneanalyysin keskeinen havainto oli, että tarjonta ei ole riittävää kysyntään nähden. Ongelmat heijastuvat vuokralaisten tuloja nopeammin nousevassa vuokratasossa, pitkissä jonoissa tuettuihin vuokra-asuntoihin tietyillä alueilla, asumistukimenojen kasvussa ja siinä, että kaikki tarvitsijat eivät löydä tarvetta vastaavaa asuntoa. Alueelliset erot kysynnän ja tarjonnan tasapainossa ovat kuitenkin suuria: On kuntia, joiden asuntopolitiikka on tukenut riittävää asuntotuotantoa, on alueita, joilla on riski ylitarjonnasta, mutta erityisesti kasvukeskuksissa tarjonta ei ole pysynyt kysynnän perässä.

Alan asiantuntijoiden ja toimijoiden haastatteluissa nousi esiin useita vuokra-asuntotarjontaa hidastavia tekijöitä. Asuntosijoitusten kasvattamisen keskeisenä esteenä on tonttimaan tarjonta. Toisekseen kaavoitusprosessit näyttäytyvät hitaina, byrokraattisina, usein epävakaina ja pitkän ajan suunnittelua haittaavina. Ylipäätään yksityiskohtainen sääntely ja kaavoittajan asettamat määräykset rakennusten ominaisuuksille nostavat rakentamiskustannuksia.

Tukijärjestelmien riskeinä tiukka sääntely, ennakoimattomuus ja vapaarahoitteisen tuotannon syrjäyttäminen

Asumisen kohdistuvaan sääntelyyn, verotukseen ja tukijärjestelmiin liittyy vuokra-asuntomarkkinoiden toimintaan sekä laajemmin vaikuttavia riskejä. Vuokra-asuntojen kysynnän ja tarjonnan epätasapainoa voi lähteä purkamaan kaavoittamisen ja rakennuslupien myöntämisen kautta. Näin saadaan lisää sellaisia asuntoja, joille on kysyntää. Toisaalta liian tiukalla asuntotuotannon hallintamuotojen ja kokojakauman sääntelyllä ei välttämättä ratkaista kysynnän vastaavuutta, vaan varsinkin pitkällä aikavälillä asuntotarjontaan tarvitaan joustavuutta.

Verotuksen osalta havaittiin, että omistusasumiseen liittyvä korkojen verovähennyskelpoisuus tukee lähinnä hyvätuloisia. Korkojen verovähennysoikeutta on asteittain leikattu vuodesta 2012 lähtien. Korkovähennyksen poistamisella edistettäisiin neutraliteettia asumismuotojen välillä ja voitaisiin lisätä verotuloja. Kilpailutilanteen näkökulmasta verotus kohtelee vuokra-asuntosijoitusalan eri toimijoita epätasaisesti. Yksityishenkilöiden vuokratuloon kohdistuu korkeampi vero kuin asuntosijoitusyhtiöihin. Toisaalta asuntosijoittajaa suositaan suhteessa henkilöön, joka hankkii omistusasunnon omaan käyttöönsä, kun sijoittaja voi vähentää rahoitusvastikkeet tulonhankkimisen kuluina pääomatulojen verotuksessa.

Tarjontatuet ovat ongelmallisia tuen kohdentumisen ja työvoiman liikkuvuuden kannalta. Nykyisenlaisen tarjontatukikehikon kautta ei synny kannustinta toimijoille lisätä vuokra-asuntojen tuotantoa. Ehtojen muuttuminen ja ennakoimattomuus koetaan riskiksi. Hankkeessa analysoitiin tarjontatukiin liittyviä syrjäyttämisvaikutuksia. Syrjäyttämisvaikutuksella tarkoitetaan sitä, että tuetun tuotannon seurauksena vapaarahoitteinen asuntotarjonta on pienempi kuin se olisi ilman tuettua asuntokantaa. Tulosten perusteella ARA-kannan syrjäyttämisvaikutus vapaarahoitteiseen kantaan on merkittävä, mutta ei täysmääräinen koko asuntokannan osalta. ARA-asuntokanta siten kasvattaa kokonaisvuokra-asuntokantaa, vaikka syrjäyttämisvaikutuksen vuoksi vapaarahoitteista tuotantoa jää toteutumatta. Havainto on merkittävä asumisen tukijärjestelmän vaikuttavuuden kannalta, kun tehdään päätöksiä tuetun asuntotuotannon tehokkuuden, tarpeen ja kohdistamisen parantamiseksi. Tämä tarkoittaa, että asumisen tuki kohdistuisi tukea eniten tarvitseville eli pienituloisille ja niille vuokralaisille, jotka eivät saa helposti asuntoa vapailta markkinoilta.

Talouden suhdanteen vaihtuessa, on epäselvää, millaisia muutoksia ihmisten asumisessa tapahtuu. On mahdollista, että entistä useampi ihminen hankkii omistusasunnon tai hankkii lisää asumispinta-alaa. Näitä kehityskulkuja on hyvin vaikea ennakoida, mutta ne saattavat vaikuttaa kysyntään vuokra-asuntomarkkinoilla lähivuosina. On mahdollista esimerkiksi, että vuokra-asunnoista suuri osa voidaan myydä markkina- ja korkotilanteen muuttuessa omistusasunnoiksi, mikä vaikuttaisi myös vuokra-asuntotarjontaan.

Taulukkoon 9.1 on koottu hankkeessa tehtyjen analyysien perustella muodostunut tutkijaryhmän näkemys vuokra-asuntosijoitusalan tilanteesta. SWOT-mallia käytetään yleisesti tilannekuva-analyyseissa ja toimintastrategioiden kehittämisen pohjana. Se on laadittu tässä vuokra-asuntomarkkinoiden toimivuuden näkökulmasta. Vahvuuksilla ja heikkouksilla kuvataan markkinoiden toimintaa edistäviä ja haittaavia seikkoja vallitsevassa tilanteessa. Mahdollisuuksissa esitetään tiivistetysti kehittämissuunnat, joiden avulla voidaan pyrkiä markkinoiden kysynnän ja tarjonnan tasapainottumiseen. Uhat liittyvät tunnistettuihin riskeihin alan toimintaympäristössä ja sääntelyssä. Päätöksentekijät voivat käyttää esitettyä SWOT-analyysia suunnittelussa arvioimalla, miten vuokra-asuntomarkkinoiden kehittämisessä hyödynnettäisiin vahvuuksia ja mahdollisuuksia, miten nykyisiä heikkouksia pitäisi kehittää vahvuuksiksi ja miten markkinoiden toimivuutta haittaavat uhat vältettäisiin.

Taulukko 9.1. SWOT-analyysi vuokra-asuntosijoitusalasta hankkeen tulosten perusteella.

Vahvuudet	Heikkoudet
• Vuokra-asuntojen **tarjonnan kasvu**; • Uusien **toimijoiden** ja uuden yksityisen pääoman mukaantulo, minkä seurauksena tarjonta laajapohjaistunut; • **Kilpailu** on lisääntynyt, mikä vähentää määräävän markkinavoiman ja ylisuurten tuottojen mahdollisuutta; • **Yksityishenkilöt** asuntosijoittajina vauhdittavat kilpailua ja tarjontaa; • Asumisen **laatu** on parantunut. Se on tärkeä yhteiskunnallinen tavoite, ja kilpailu kannustaa laadun parantamiseen.	• Yksityiskohtainen **sääntely** nostaa rakentamisen ja asumisen hintaa, millä on tarjontaa pienentävä siten asumiskustannuksia kohottava vaikutus; • Kaupunkien **tonttipolitiikka** ja tonttimaan tarjonta eivät tue riittävän vuokra-asuntotuotannon toteutumista; • Kysynnän ja tarjonnan rakenteellinen **epätasapaino** joillakin osamarkkinoilla; • **Ennakoimattomuus** asuntopolitiikassa heikentää toimijoiden suunnittelua ja investointihalua.
Mahdollisuudet	**Uhat**
• Julkisen ja yksityisen sektorin **yhteistyöllä** voidaan kanavoida yksityistä pääomaa asuntoinvestointeihin; • Viranomaisvaikutusta vähentämällä saadaan aikaan **markkinakannuste** tuottaa innovatiivisia ja tehokkaita ratkaisuja; • **Kokeilujen** salliminen, mikä mahdollistaisi uudet mallit rakentamisessa, rahoituksessa ja sijoittamisessa; • **Työllisyyden** ja talouskasvun näkökulmien huomioiminen asuinympäristöjen suunnittelussa, esim. täydennysrakentamisella; • **Käyttötarkoituksen** muutokset joustaviksi. • Julkisen sektorin on mahdollista lisätä kilpailua säätämällä **subjektiivinen kaavoitusoikeus** ohjauksensa puitteissa.	• **Ylirakentamisesta** (yli pidemmän aikavälin kannattavan tasapainon) voi aiheutua yhteiskunnallinen ongelma, jos sen seurauksena rakentaminen pysähtyy jollain aikavälillä täysin; • Äkillinen **koronnousu** voi johtaa tuottohakuisen pääoman nopeaan vetäytymiseen ja ajaa ongelmiin riskialttiit liiketoimintamallit; • Heikosti kohdennettuna tuettu asuntokanta **syrjäyttää** vapaarahoitteista vuokra-asuntotuotantoa; • **Sääntelyvetoisesti rakentamalla** tuotetaan laadultaan tai sijainniltaan kysyntää vastaamattomia asuntoja; • **Rahoitusinnovaatioihin** liittyy mahdollisuuksia investointien lisäämiseen, mutta riskit on syytä tunnistaa.

Tämä selvitys keskittyi sääntelemättömän, vapaan vuokra-asuntomarkkinan toimintaan ja näkökulmana oli asuntosijoittaminen. Koska tuettu vuokra-asuntosektori on Suomessa merkittävä ja se on ollut keskeinen asuntopolitiikan väline, jatkossa tarvitaan lisää tutkimusta siitä, ovatko ARA-tuotannon tavoitteet asuntopolitiikan kannalta ajantasaiset. Vuokra-asuntosijoitusalan kannattavuuden ei havaittu olevan poikkeuksellisen korkea eikä markkinoille pääsyssä ole esteitä, mutta kilpailun tehokkuutta rakentamisessa kannattaisi selvittää jatkotutkimuksissa.

Valtion tukemasta vuokra-asuntokannasta poistettiin tulorajat. Tarvitaan perusteellinen selvitys, pystytäänkö tuettua asuntotuotantoa kohdistamaan sen oikealle kohderyhmälle ilman

kannustinloukkuja, sekä siitä, miten kohdistaminen tulisi optimaalisesti toteuttaa. Yhtenä esimerkkinä voidaan mainita joissakin Euroopan maissa sosiaalisen asuntokannan kohdistamisen välineenä vuokrankorotukset asukkaille, joiden tulot nousevat. Tämän pitäisi periaatteessa vähentää kannustimia pysyä tulojen noustessa tarjontatuetussa vuokra-asunnossa. Kuitenkin malli tulisi toteuttaa niin, etteivät työnteon ja työn vastaanottamisen kannustimet vähene ja ettei asunnon omistavalle yhteisölle muodostu kannustinta valikoida mahdollisimman hyvätuloisia vuokralaisia. Toisaalta on kannatettavaa kehittää kannustimia vuokralaisille siirtyä vapaaehtoisesti vapaiden markkinoiden asumiseen tulojen noustessa ja sitä myöden parantaa tuetun asuntokannan kohdentumista eniten tarvitseville kotitalouksille.

Normaalin ARA-kannan ja erityisryhmille kohdennetun kannan syrjäyttämisvaikutuksia voi pyrkiä mallintamaan erikseen tulevaisuudessa, kun tarjolla on pidemmät aikasarjat. Sama koskee suhdannetilanteen vaikutusta syrjäyttämisefektiin. Samalla voisi pyrkiä analysoimaan ARA-tuotannon vaikutusta rakennuskustannuksiin lyhyellä aikavälillä.

Asunto-osakeyhtiöiden lainakannan nopean kasvun mahdollisia riskejä tulisi selvittää. Ilmiöllä on yhteys asuntosijoittamisen suosioon ja sen rahoittamiseen.

Ajatellen asuntomarkkinoita vielä laajemmin kokonaisuutena ja asumisen sektorin kytkentää muihin markkinoihin kuten työmarkkinoihin olisi hyödyllistä selvittää omistusasumisen kokonaistaloudellisetkustannukset rakennemuutosalueilla. Aiemmassa tutkimuskirjallisuudessa on viitteitä omistusasumisen vähentävästä vaikutuksesta työvoiman liikkuvuuteen. Tämän havainnon merkitys korostuu Suomen asuntomarkkinoiden polarisoitumisenkehityksen ja rakenteellisen työn kohtaanto-ongelman vuoksi. Ongelman laajuudesta tarvitaan selvitys.

10 KEHITTÄMISEHDOTUKSET

Hankkeen tulosten ja tunnistettujen kehittämistarpeiden perusteella esitetään kehittämisehdotuksia vuokra-asuntosijoitusalan markkinoiden toimivuuden kehittämiseksi. Kehittämisehdotusten tavoitteena on hillitä asumiskustannusten nousua, edistää vuokra-asuntojen riittävää ja asukkaiden tarpeita vastaavaa tarjontaa sekä työvoiman liikkuvuutta ja talouden kilpailukykyä.

Toimeksiannon mukaisesti selvityshanke ja tässä annetut kehittämisehdotukset eivät kohdistu valtion asumisen tukimallien innovoimiseen, vaan painotus on markkinoiden toimivuuden kehittämisessä. Kehittämisehdotukset kohdistuvat kahdelle tasolle: 1) vuokra-asuntosijoitusalaan ja vuokra-asuntomarkkinoiden toimivuuteen ja 2) asuntomarkkinoihin kokonaisuutena.

1) Vuokra-asuntosijoitusalaan kohdistuvat kehittämisehdotukset:

1.1) Sallitaan nykyistä paremmin pääomien tehokas käyttö markkinaehtoisesti vuokra-asuntotarjonnan ylläpitämiseksi ja lisäämiseksi.

Yksityisen pääoman ja sijoittajien kasvava mukanaolo vuokra-asuntomarkkinoilla ja toimijoiden monimuotoisuuden lisääntyminen ovat lisänneet tarjontaa sekä edistäneet kilpailua ja olleet tätä kautta positiivisia tekijöitä. Asuntotuotannon markkinaehtoiset toimintamallit voidaan nähdä yhtenä asuntopolitiikan välineenä, jolla voidaan edistää riittävää vuokra-asuntojen tarjontaa. Erityisesti kasvavilla kaupunkialueilla asuntotuotannon ja riittävän tarjonnan pullonkauloina ovat kaavoitus ja rakentamiskelpoisten tonttien saatavuus. Markkinaehtoisuus lisää kilpailua ja vaikuttaa siten asumisen hintaa laskevasti. Kilpailua on mahdollista lisätä, koska tonttimaasta suurimpien kaupunkialueiden sisällä ja välittömässä läheisyydessä ei ole tosiasiallista pulaa.

1.2) Joustojen salliminen kaavassa ja kokeilujen edistäminen vauhdittavat innovatiivisten ratkaisujen syntymistä ja tuottavuuden kasvua.

Kaavoittaja eli kunnat ovat tässä kehityksessä ratkaisevassa asemassa. Kokeilevista tuotantotavoista voidaan mainita esimerkkeinä muuntojoustavat rakennukset ja joustavien asumisratkaisujen edistämisen. Nykyinen tapa määritellä rakennusten ominaisuuksia kaavassa hyvin yksityiskohtaisesti johtaa korkeampiin rakennuskustannuksiin ja siten vähäisempään vuokra-asuntojen tarjontaan ja korkeampaan vuokratasoon kuin mitä olisi ilman tiukkoja sääntöjä.

1.3) Tuettua vuokra-asuntokantaa tulee kohdentaa tukea eniten tarvitseville.

Syrjäyttämisvaikutusten pienentämiseksi tuettua ARA-vuokra-asuntokantaa kannattaa kohdentaa ennen kaikkea pienituloisille ja muille sellaisille ryhmille, joiden on vaikea vuokrata asuntoa vapaarahoitteisilta markkinoilta.

2) Asuntomarkkinoihin kokonaisuutena kohdistuvat kehittämisehdotukset:

2.1) Asuntomarkkinoita koskevaa politiikkakokonaisuutta tulee kehittää pitkäjänteisesti yhteisesti sovittujen tavoitteiden avulla.

Asuntomarkkinoihin linkittyvien isojen politiikkalohkojen kokonaisuutta ja koko MAL-kehikkoa tulee kehittää pitkäjänteisesti ja yhteisesti sovittuja tavoitteita edistäen. Siten luodaan ennakoitava toimintaympäristö asuntomarkkinoiden toimijoille, mikä tukee asuntomarkkinoiden toimintaa ja asuntojen tarjontaa. Vakaa näkymä esimerkiksi kaavoituksen osalta on keskeinen pitkän aikavälin asuntotuotantotavoitteiden

toteutumisessa. Keskeinen rooli on kunnilla, mutta tarvitaan yhteistyöfoorumi, jossa kehitetään pitkän ajan tahtotila kuntien, valtion, maakuntien ja muiden keskeisten sidosryhmien välillä. Ehdotamme näkemyksen muodostamista asuntomarkkinoita koskevasta politiikkakokonaisuudesta laajapohjaisesti perustuen pitkän aikavälin väestönkehitysarvioihin sekä alueiden, infrastruktuurin ja joukkoliikenteen ratkaisujen kehittämissuunnitelmiin. Tämä voidaan toteuttaa esimerkiksi parlamentaarisessa työryhmässä. Lisäksi asumisen tukiin ja verotukseen liittyen tarvitaan yleisiä pidemmän ajan linjauksia. Pitkäjänteisen suunnitelman sisällä voidaan tehdä painotuksia ilman, että asuntopolitiikasta tulee tempoilevaa.

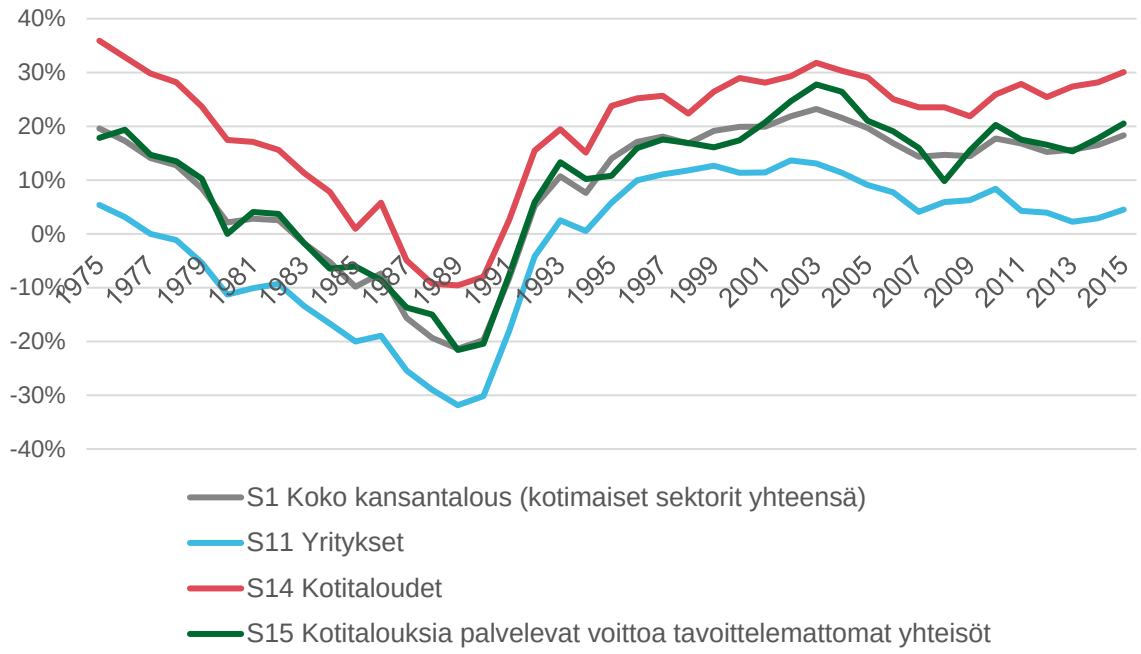
2.2) Sääntelyä tulee kehittää kokonaisuutena.

Asuntomarkkinat muodostavat kokonaisuuden. Vuokra-asuntomarkkinoiden toimivuuteen vaikuttavat suoraan asumisen tukijärjestelmät ja laajemmin myös koko sosiaaliturvajärjestelmä, maankäyttöpolitiikka, asumiseen kohdistuvat verot, asuntosijoittamisen verotus sekä rahastolainsäädäntö. Asuntopolitiikkaan tarvitaan nykyistä laajempi poikkihallinnollinen näkökulma.

Liite 1. Asuntojen vuokraus kansantalouden tilinpidossa

Asuntojen vuokraustoimintaa (toimialaluokitus 68201) voidaan tarkastella kansantalouden tilinpidon tunnuslukuja käyttäen. Kuviossa 1 on esitetty kolmelle tilinpidon sektorille nettotoimintaylijäämän ja sekatulon suhdetta tuotokseen. Tämän voidaan nähdä vastaavan likimääräisesti liikekirjanpidon liiketulosprosenttia, eli liikevoiton suhdetta liikevaihtoon – sillä varauksella, että kirjanpidon poistot eroavat merkittävästi tilinpidon kiinteän pääoman kulumisesta. Kansantalouden tilinpidossa kiinteän pääoman kuluminen poikkeaa liiketaloudellisista poistoista ja tarkoittaa kiinteän pääoman käyttöä tuotannossa tarkastelujaksona. Tilinpidossa arvioinnin pitäisi perustua kiinteän pääomakantaan ja eri pääomatavaroiden todennäköiseen keskimääräiseen taloudelliseen ikään.

Asuntojen vuokraus -toimialalla tuotos perushintaan vastaa markkinatuotosta kaikille tarkastelluille sektoreille (S11, S14 ja S15). Nettotoimintaylijäämä saadaan kansantalouden tilinpidossa vähentämällä arvonlisäyksestä palkansaajakorvaukset ja tuotannon ja tuonnin verot miinus tukipalkkiot sekä kiinteän pääoman kuluminen. Sekatulo on kotitaloussektorin yhtiöittämättömien yritysten tulonmuodostustilin tasapainoerä. Se on kotitalouksille toimintaylijäämää vastaavaa erä ja kuvaa korvausta omistavan kotitalouden työstä ja yrittäjän saamaa voittoa (SVT 2017).



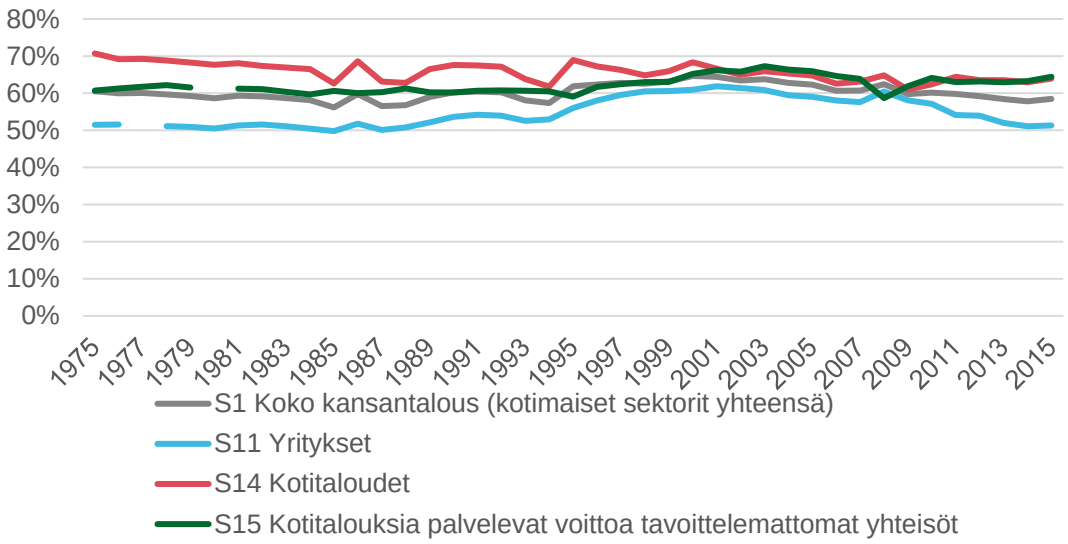
Kuvio 1. Nettotoimintaylijäämän ja sekatulon suhde tuotokseen toimialalla 68201. Lähde: Kansantalouden tilinpito.

Asuntojen vuokraustoiminnan lisäksi tilinpidossa voidaan tarkastella myös kiinteistötoimialaa, johon asuntojen vuokraus sisältyy. Kiinteistöalan perushintaiseen tuotokseen ja toi-

mintaylijäämään sisältyy erityisesti kotitalouksien osalta laskennallinen asuntotulo, eli kiinteistöalan arvonlisäyksestä merkittävä osa on omistusasunnossa asumisesta syntyvää laskennallista arvonlisäystä. Asuntojen vuokraus -toimialalla tätä ei luonnollisestikaan ole.

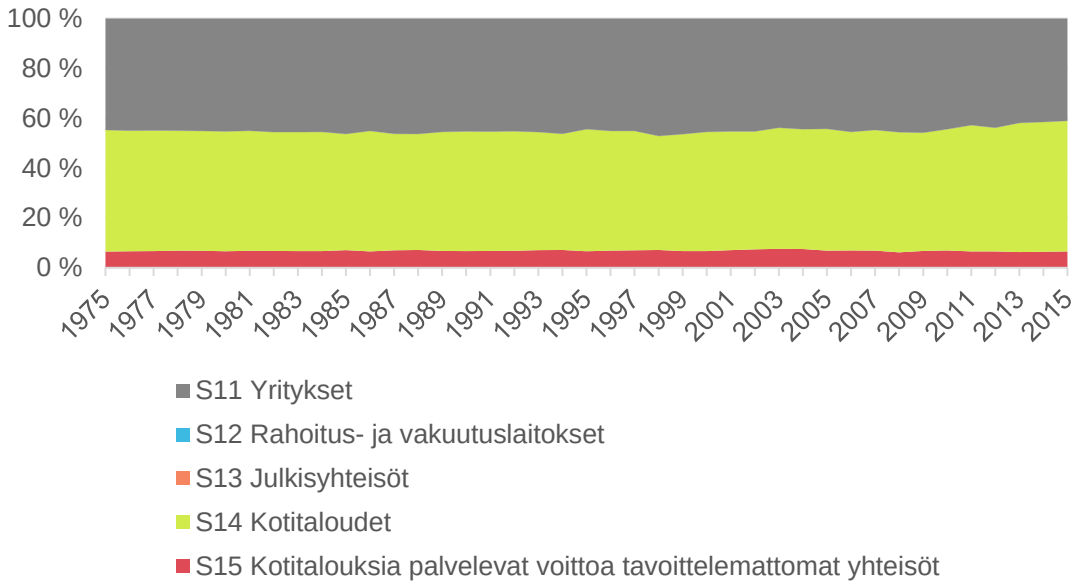
Tarkasteltaessa asuntojen vuokrausta, toimintaylijäämä suhteessa tuotokseen on yrityssektorilla ollut viimeisten kymmenen vuoden aikana keskimäärin viisi prosenttia (Kuvio 1). Kotitalouksien saama sekatulo tuottamastaan asuntojen vuokrauspalvelusta on viimeisen kymmenen vuoden aikana ollut keskimäärin 16 prosenttia. Tämä ei kuitenkaan ole vertailukelpoinen yritysten kanssa, koska kotitaloussektorin korkeampaa ”liiketulosprosenttia” selittää työvoimakustannusten puuttuminen. Kotitalouksien itse tekemää työtä ei ole arvioitu kansantalouden tilinpidossa. Liiketulosprosentti pieneni merkittävästi laman aikana, kun yritysten toimintaylijäämä pieneni.

Vertailtaessa brutto- ja nettotoimintaylijäämän suhdetta tuotokseen nähdään, että bruttotoimintaylijäämä suhteessa tuotokseen – likimäärin liikekirjanpidon käyttökateprosenttia vastaava erä – on selkeästi nettotoimintaylijäämän suhdetta suurempi (Kuviot 1 ja 2). Samankaltaisia eroja on havaittavissa luvussa 4 kirjanpidollisten tunnuslukujen analyysissa. Kirjanpidon liiketulosprosentin ja tilinpidon nettotoimintaylijäämä/tuotos -tunnusluvun erot ovat suurempia erilaisista poistoista johtuen. Kiinteän pääoman kuluminen on huomattava erä. Käyttökateprosentti sen sijaan mukailee melko tarkasti bruttotoimintaylijäämä/tuotos -tunnuslukua. Kiinteistösijoitusyhtiöiden osalta nettovuokratuotto on lähellä tätä erää, joskaan nettovuokratuotossa ei ole huomioitu vielä palkkakustannuksia.



Kuvio 2. Bruttotoimintaylijäämän suhde tuotokseen toimialalla 68201. Lähde: Kansantalouden tilinpito.

Lisäksi eri sektoreiden osuutta Asuntojen vuokraus -toimialan arvonlisäyksestä ajan yli voidaan tarkastella. Kuviossa 3 havainnollistetaan, miten eri sektoreiden osuus on kehittynyt neljänkymmenen vuoden aikana. Muutokset eivät ole olleet suuria.



Kuvio 3. Eri sektoreiden osuus arvonlisäyksestä toimialalla 68201. Lähde: Kansantalouden tilinpito.

Liite 2. Yksityinen vuokra-asuntosektori eri maissa

Yksityinen vuokra-asuminen voi käsitteenä tarkoittaa eri asioita maasta riippuen. Scanlon ja Kochan (2011) selvittivät, että useassa maassa ei ole virallista määritelmää yksityiselle vuokra-asumiselle, vaan se ymmärretään hyvin maakohtaisesti tai määritellään tilaston tai paikallisen lainsäädännön mukaan. Yksityinen vuokra-asuminen voidaan määritellä vuokranantajatyypin mukaan (esimerkiksi ei-kunnallinen vuokrayhtiö), vastakohtana omistusasumiseen (kaikki asuminen, joka ei ole omistusasumista), sopimustyyppiin tai markkinaperusteisuuteen (vuokra-asunto on allokoitu sillä perusteella, että pystyy maksamaan markkinavuokraa). Maista riippuen myös loma-asunnot saatetaan laskea yksityiseen vuokra-asumiseen.

Suuressa osassa Eurooppaa yksityinen vuokra-asuntosektori on pienentynyt viime vuosikymmeninä. Monessa maassa on tuettu omistusasumista vuokra-asumisen sijaan, joten vuokra-asumisen on jäänyt vaihtoehdoksi niille, joilla ei mahdollisuuksia omistaa omaa asuntoa. Tästä poikkeuksena on joitain maita kuten Saksa ja Sveitsi, joissa vuokralla asuminen ei ole leimaavaa ja kaikista sosioekonomisista ryhmistä asutaan myös vuokralla. Vuokraamiseen ei myöskään liity minkäänlaista leimaa näissä maissa. Historiallisesti myöskään Tanskassa, Ruotsissa tai Hollannissa vuokralla asumista ei ole pidetty omistusasumista alempiarvoisena asumismuotona, vaikka monet hyvätuloiset valitsevatkin omistusasumisen. (Scanlon ym. 2014)

Viime vuosina monessa maassa yksityinen vuokrasektori on alkanut kasvaa. Finanssikriisin jälkeen on tullut vaikeammaksi päästä käsiksi omistusasumiseen ja toisaalta julkisen sektorin leikkauspaineet ovat vähentäneet sosiaaliseen vuokra-asuntotuotantoon suunnattuja tukia. Myös työvoiman liikkuvuuden lisääntyminen ja maahanmuutto luovat lisäkysyntää vuokra-asumiselle. On kuitenkin huomattavaa, että yksityisen vuokra-asuntosektorin kehitykseen eri maissa vaikuttavat monet eri tekijät, kuten eri lailliset ja hallinnolliset järjestelmät ja viitekehykset, demografiset rakenteet, tulonjakautuminen ja asuntopoliittiset ratkaisut sekä muut politiikkaratkaisut liittyen veroihin, tukiin ja sääntelyyn. On myös huomattavaa, että asuntomarkkinat sopeutuvat muutoksiin pitkällä aikavälillä hitaasti, joten historialla ja aiemmin tehdyillä valinnoilla on paljon merkitystä myös nykypäivän tilanteeseen. (Whitehead ym. 2016)

(Kath Scanlon ja Kochan 2011) ovat tutkineet yksityistä vuokra-asumista eri maissa. Taulukossa 1 on tarkasteltu eri maiden yksityisen vuokrasektorin koon kehitystä suhteessa koko asuntokantaan.

Taulukko 1. Yksityisen vuokrasektorin kehitys suhteessa asuntokantaan

Yksityisen vuokrasektorin koko, % asuntokannasta				
Maa	1980-luvun alku	1990-luvun alku	2000-luvun alku	"viimeisin"
Sektorin koko kasvanut viimeisen 30 vuoden aikana				
Englanti	11	9	10	17
Australia	21	22	23	25
Sektorin koko laskenut 1980 jälkeen mutta kasvanut 2000 jälkeen				
Ranska	25	21	21	22
Hong Kong	24	14	15	16
Irlanti	13	13	7	10
Sektorin koko pysynyt suhteellisen samana viimeisen 30 vuoden aikana				
Saksa	noin 60	noin 60	noin 60	noin 60
USA	33	35	32	32
Sektorin koko pienentynyt 1980 luvun jälkeen ja pysynyt samana 2000 jälkeen				
Ruotsi	21	20	17	17
Norja	27	18	17	17
Sveitsi	59	59	56	noin 56
Sektorin koko pienentynyt viimeisen 30 vuoden aikana				
Itävalta	25	21	18	16
Belgia	27	24	20	18
Suomi	22	12	17	16
Tanska	22	18	18	16
Hollanti	19	13	13	10
Espanja*	19	15	11	7

Lähde: Scanlon ja Kochan 2011

Erityyppisten yksityisten vuokranantajien osuudet maittain on eritelty taulukossa 2. Tämä selvityksen kannalta keskeiset maat ovat ne, joissa institutionaalisten vuokranantajien osuus on suhteellisen suuri. Esimerkiksi Ranskassa institutionaalisia vuokranantajia on vain 3,3 % yksityisen vuokrasektorin asuntojen omistajista. Suomessa institutionaalisia yksityisiä vuokranantajia on Scanlonin ja Kochanin mukaan 37 %. Tutkijat ovat keränneet tiedot erinäisistä lähteistä ja maakohtaisilta asiantuntijoilta, ja ongelmana saattaa olla erilaiset määrittelyt erityisesti institutionaalisten vuokranantajien ja kategorian ”muut” välillä.

Taulukko 2. Yksityisen vuokrasektorin asuntojen omistajat, prosenttiosuus

Maa	Yksityishenkilöt	Institutionaaliset vuokranantajat	Muut
Ranska	95,1	3,3	1,6
Irlanti	Useimmat	Hyvin harvat	
Australia	Useimmat	Ei ollenkaan	Joitain työnantajia
Belgia	86	14	
Espanja	86	6,7	7,2 valtio-omisteisia
Norja	78	22	
USA	78	13 (yrityksiä, sis. REIT-rahastoja)	5 osuuskuntia ja ei voitto tavoittelevia 4 muita
Iso-Britannia	75	25	
Sveitsi	63	23	12
Saksa	31	17	9 osuuskuntia 1 kirkot ja muut
Suomi	60	37	3
Hollanti	44	37	19 (sisältää perheeltä vuokrauksen)
Tanska*	8	10	yli 50 %, ammattimaisia vuokranantajia
Itävalta	Hyvin harvat	Useimmat (yritykset, kunnalliset toimijat)	
Ruotsi	Hyvin harvat	Pääosin yritykset	

Lähde: (Kath Scanlon ja Kochan 2011)(*Tanskassa ammattimaiset vuokranantajat sisältävät yksityishenkilöt ja pariskunnat, jotka harjoittavat ammattimaista vuokranantotoimintaa.)

Koska tämä selvitys keskittyy yksityisen vuokra-asuntosijoituksen kannattavuuteen ja tarkastelee erityisesti yritysmuotoista toimintaa, on selvitykseen pyritty valitsemaan maita, joissa on sekä suhteellisen iso, yksityinen vuokra-asuntosektori että vuokranantajina yksityisiä yrityksiä. Tarkasteluun on valittu vertailukelpoisuuden vuoksi myös maita, joissa on myös tuettua asumista. Maantieteellisenä rajauksena keskitytään Euroopan maihin.

Tarkasteluun valituista vertailumaista suurin sosiaalisesti tuetun asuntokannan osuus, 33 %, on Hollannissa. Asuntojen asukasvalintakriteerit ovat melko universaalit, eli suurella osalla hollantilaisista on mahdollista asua sosiaalisesti tuetussa vuokra-asuntokannassa. Myös Ruotsissa ja Tanskassa asukasvalinta on universaalia ja sosiaalisesti tuetun vuokra-asuntokannan osuus on noin 18-19 % asuntokannasta. Suomessa tuetun asuntokannan koko on noin 16 % ja Suomessa on universalistisen ja kohdennetun välissä oleva asukasvalinta. Tarkastelun maista Belgiassa sosiaalisesti tuetun vuokra-asuntokannan osuus on noin 7 % ja se on luonteeltaan kohdennettu. (Czischke 2014)

Taulukko 3. Eri maiden asuntokanta- ja hallintamuototietoja

Maa	Asuntokanta (tuhatta)	Asuntoja per tuhat asukasta	Yksityinen vuokra	Sosiaalinen vuokra	Omistus	Muu
Belgia	5 203,4	473	27,5 %	6,5 %	64,8 %	1,2 %
Tanska*	2 762,0	491	14,1 %	18,9 %	49,2 %	
Suomi	2 906,0	534	16,0 %	14,0 %	67,0 %	3,0 %
Hollanti	7 200,0	429	7,0 %	33,0 %	60,0 %	
Ruotsi**	4 633,8	480	19,0 %	19,0 %	40,0 %	22,0 %

Lähde: (Pittini ym. 2015) *Tanskan prosenttiosuudet (Cambridge 2012) **Ruotsin kategoriat: yksityinen vuokra-asuminen, kunnallinen vuokra-asuminen, suora omitus ja asunto-osuuskunnat.

Ruotsi

Ruotsin asuntokanta koostuu noin 4,6 miljoonasta asunnosta, joista noin 40 % on omistusasuntoja, 22 % asunto-osuuskuntia, 19 % tuettua vuokra-asuntokantaa ja 19 % yksityisiä vuokra-asuntoja (taulukko 3). Ruotsissa ei ole määritelmän mukaista sosiaalisesti tuettua vuokra-asuntokantaa, mutta noin puolet vuokra-asuntokannasta on kunnallisten, yleishyödyllisten asuntoyhtiöiden omistamia ja tätä kantaa kutsutaan joskus tuetuksi vuokra-asumiseksi tai sosiaalisesti tuetuksi vuokra-asumiseksi. Kuitenkin Ruotsissa on jo kauan sitten päätetty luopua asumisen tarjontatuista, joten yleishyödylliset asuntoyhtiöt eivät saa valtiolta sen enempää tukia kuin yksityiset vuokranantajat vuonna 2011 voimaanastuneen lain mukaan. Ruotsin järjestelmä on poikkeuksellinen siitä, että kunnalliselle, yleishyödylliselle puolelle ei ole asukasvalintaa, vaan kuka tahansa on oikeutettu asumiseen kunnallisella vuokra-asuntosektorilla. Asukasvalinta perustuu jonotuslistoihin. Ruotsissa vuokrataso määrittyy sekä kunnallisella että yksityisellä puolella neuvotteluissa käyttöarvoon, joten vuokratasossa ei välttämättä ole kovasti eroa kunnallisen ja yksityisen vuokra-asuntokannan välillä. (Pittini ym. 2015; Noro ja Lahtinen 2014) Ruotsissa sekä yksityinen että tuettu vuokramarkkina muodostaa kiinteästi integroituneen kokonaismarkkinan. Vuokrat määräytyvät kollektiivisissa neuvotteluissa vuokralaisia edustavan suuren etujärjestön kanssa (*Hyresgästförening*) sekä kunnallisten vuokra-asuntoyhtiöiden kanssa. Vuonna 2011 rajoitettiin vuokraneuvotteluiden sitovuutta yksityisille vuokranantajille ja heidät otettiin myös mukaan neuvotteluiden piiriin. (Noro ja Lahtinen 2014)

Ruotsin tilastokeskus tilastoi asuntoja asuntotyypin eikä niinkään asumismuodon mukaan. Erityisesti tuettuja (kunnallisten omistamia) ja yksityisiä vuokra-asuntoja ei eritellä tilastoissa, joten vuokranantajista ei löydy helposti tilastoa. Ruotsissa on mahdollista alivuokrata asumisoikeusasunto tai asunto-osuus asunto-oikeusyhtiön tai asunto-osuuskunnan luvalla. Eri lähteistä yhdisteltyjen tietojen mukaan on arvioitu, että kunnallisten asuntoyhtiöiden omistama asuntokanta on kasvanut vuoden 1945 kuudesta prosentista (koko asuntokannasta) 21 prosenttiin vuonna 2009. Yksityinen vuokra-asuntosektori on pienentynyt vuoden 1945 52 prosentista 23 prosenttiin vuonna 2009. Asunto-osuuskuntien määrä on kasvanut vuoden 1945 neljästä prosentista noin 16 prosenttiin vuoteen 2002. Omistusasumisen osuus on pysynyt noin 40 prosentissa asuntokannasta vuoteen 2002 saakka. (Cambridge 2012)

Vuokra-asuntoja on pääosin kerrostaloissa. Kukin rakennus on joko kunnallista vuokra-asuntokantaa tai yksityistä. Yksityisten yritysmuotoisten vuokranantajien katsotaan edustavan suurinta osaa yksityisistä vuokra-asunnoista, mutta tästä ei ole varsinaista tilastoa. Näitä yksityisiä vuokra-asuntoja vuokrataan usein välitysfirmojen kautta, jotka ovat usein samoja välittäjiä, jotka välittävät myös tuettuja vuokra-asuntoja. Ruotsissa on lisäksi sekä laillisia että laittomia ns. toisen käden vuokrasopimuksia, joissa vuokranantajana ei toimi vuokra-asunnon varsinainen omistaja vaan ensikäden vuokralainen. Alivuokrausta pidetään erittäin yleisenä, myös sen takia, että vuokralaiset, jotka ovat onnistuneet saamaan vuokra-

asunnon hyvällä sijainnilla ja matalalla vuokralla, eivät halua muuttaa siitä pois, vaikka elämäntilanne muuttuisi. (Cambridge 2012)

Ruotsissa on erityisesti metropolialueilla selkeä asuntopula. Kaupungistuminen ja väestönkasvu on ollut voimakasta, mutta asuntojen rakentaminen on ollut hiljaista. Tähän on vaikuttanut muun muassa finanssikriisi, mutta Ruotsissa rakennuskustannukset ovat myös Euroopan korkeimpia Hollannin ja Britannian ohella. Vuonna 2014 kaavoitusprosessia yksinkertaistettiin ja vuonna 2015 Ruotsin hallitus esitti uusia kannustimia uudisrakentamiseen. Asumisen verotus kannustaa asunnonomistamiseen, ja toisaalta pitkät vuokra-asuntojonot ja mahdollisuus lyhennysvapaisiin lainoihin työntää monia kotitalouksia omistusasumiseen. Ruotsissa onkin erittäin korkea asuntovelkaisuusaste suhteessa bruttokansantuotteeseen. (Pittini ym. 2015; Noro ja Lahtinen 2014; Lahtinen ym. 2014)

Ruotsissa ongelmana on ollut pitkään se, että vuokra-asuntojen uudisrakentaminen ei ollut muun muassa vuokrasääntelyn takia kannattavaa. Rakennusmaan arvoa on voinut realisoida vain myymällä vuokra-asuntoja asumisoikeusasuntoina, mikä on osaltaan vähentänyt vuokra-asuntojen tarjontaa. Myös pitkät asuntojonot ja vuokra-asuntojen vaikea saatavuus on synnyttänyt mustan pörssin vuokrasopimuksilla. Vuokra-asuntojen pieni saatavuus ja Ruotsin malli, jossa asuntolainaa ei usein lyhennetä44, ohjaa kotitalouksia ottamaan lainaa ja hankkimaan asumisoikeusasunnon, vaikkei kaikilla asukkailla olisi siihen taloudellisia edellytyksiä. (Noro ja Lahtinen 2014)

Belgia

Belgian asuntokanta koostuu noin 5,2 miljoonasta asunnosta, joista 65 % on omistusasuntoja, 6,5 % sosiaalisia vuokra-asuntoja ja 27,5 % yksityisiä vuokra-asuntoja (taulukko 3). Maan asuntopolitiikka on vuodesta 1889 kannustanut omistusasumiseen riippumatta vallassa olevasta puolueesta. OECD:n Better Life Indexin mukaan asuinolot ovat Belgiassa yleisesti hyvät: asunnot ovat korkealaatuisia ja isoja asumiskustannusten ollessa EU:n keskiarvoa.

Belgia jakautuu kolmeen alueeseen: Brysseliin, Flanderiin ja Valloniaan. Kukin alue on ollut vastuussa omasta asuntopolitiikastaan vuodesta 1980 ja yksityistä vuokra-asuntosektoria koordinoidaan valtion tasolla. (Winters ja Vermeir 2013) Flanderin alueella suurempi osa kotitalouksia asuu omistusasunnoissa, kun taas Brysselissä on korkein osuus vapaarahoitteisessa vuokra-asunnossa asuvia sekä sosiaalisessa vuokra-asuntokannassa asuvia. Vallonia on näiden kahden välimaastossa. Belgian kolmella alueella on erilaiset asuntopolitiikan painopisteet ja haasteet. Brysselin alueella on jatkuvasti kasvava kysyntä erityisesti kohtuuhintaisille asunnoille. Alueen väestön odotetaan kasvavan 1,2 miljoonaan henkeen vuoteen 2020, eli 15 000 hengen vuotuinen väestönkasvu. (Pittini ym. 2015)

Flanderin alueella on erittäin vähän yksityistä vuokra-asuntokantaa. Suurin osa vuokranantajista on pieniä vuokranantajia ja vuokraavat vain yhtä asuntoa, joka on useimmin peritty, mutta sektoriin kuuluu myös vuokra-asuntosijoittamista harjoittavia yksityishenkilöitä, pääasiassa yrittäjiä. Tu(Winters ja Vermeir 2013); (Ploeger ym. 2014) Flanderissa erityisesti yksityinen vuokra-asuntosektori palvelee eniten haavoittuvassa asemassa olevia kotitalouksia. Belgiassa muutenkin alimmat kolme tuloneljännestä sekä työttömät ja työkyvyttömät ovat yliedustettuina yksityisessä vuokra-asuntokannassa. (Kath Scanlon ja Kochan 2011) Puolet vuokralaisista asuvat yhden hengen talouksissa ja ulkomaalaiset, sekä EU-kansalaiset että

[44] Ruotsissa asuntolainan lyhennyspakko uusien asuntolainojen osalta astui voimaan vasta vuonna 2016. Lyhennyspakko edellyttää lyhentämään uusia asuntolainoja siihen saakka, kunnes lainan osuus asunnon arvosta on 50 %. [Ruotsin finanssivalvonta, http://www.fi.se/sv/publicerat/pressmeddelanden/2016/amorteringskrav-pa-nya-bolan/]

muut, ovat yliedustettuina. (Winters ja Vermeir 2013) otto-odotus on varsin matala. Yksityinen vuokrasektori nähdään Flanderin alueella ”odotushuoneena” matkalla kohti omistusasumista tai sosiaalista vuokraamista.

Belgian vuokramarkkinoilla on vuokralaisen näkökulmasta hankala löytää kohtuuhintaista vuokra-asuntoa yksityiseltä vuokrapuolelta ja myös tuetuista vuokra-asunnoista on pula. Sosiaalisesti tuetut vuokra-asunnot jaetaan jonojen kautta, ja takeita asunnon saamisesta ei ole. (Ploeger ym. 2014)[45] Institutionaalinen asuntosijoittaminen ei ole yleistä Belgiassa. Belgiassa on vain muutama suuri institutionaalinen sijoittaja. (CBRE 2016)

Tanska

Tanskassa asuntokannan koko on noin 2,7 miljoonaa asuntoa. (Pittini ym. 2015) Noin 553 600 asuntoa eli noin 20 % asuntokannasta on kuitenkin voittoa tavoittelemattomien asuntoyhtiöiden (tanskaksi almene boliger) omistuksessa ja tätä osuutta kutsutaan usein sosiaalisesti tuetuksi vuokra-asumiseksi. Tanskassa on universaali asukasvalinta sosiaalisesti tuettuihin vuokra-asuntoihin eli kaikki ovat oikeutettuja hakemaan näitä asuntoja jonotuslistojen kautta. Joidenkin lähteiden mukaan asuntojen koot ja rakennuskustannuksille määritellyt rajat johtavat siihen, että tuetun asumisen piirissä asuvat pääosin pieni- ja keskituloiset (kts. esim. Vestergaard ja Scanlon 2014); (Lahtinen ym. 2014), Noro ja Lahtinen 2014).

Tanskassa yksityisen vuokrasektorin koko on pienentynyt 22 prosentista 1980-luvun alussa 16 prosenttiin (taulukko 3). Tanskan yksityinen vuokrasektori oli täysin säännelty vuoteen 1991 saakka. Vuonna 1991 uusien vuokra-asuntojen vuokia ei enää säännelty. Joidenkin arvioiden mukaan noin 88 % vuokra-asunnoista on jonkinlaisen sääntelyn piirissä ja yksityisistä vuokra-asunnoista sääntelyn piirin ulkopuolelle jäisi noin 7 %. Tanskassa on montaa erilaista vuokrasääntelymenetelmää, mikä tekee järjestelmästä myös hyvin monimutkaisen. OECD on kritisoinut Tanskan järjestelmää ja vaatinut vuokrasääntelyn vähittäistä poistoa. Yksityisten vuokra-asuntojen sääntely riippuu myös talotyypistä. Tanskassa usein ajatellaan aidon yksityisen vuokrasektorin koostuvan asunnoista, jotka ovat taloissa, joissa on kolme tai enemmän asuntoa. Nämä määrittelykysymykset johtavat usein siihen, että eri lähteissä on käytetty eri määritelmiä ja yksityisen vuokrasektorin koko ja asuntojen määrä vaihtelee lähteestä riippuen. (Cambridge 2012) Tanskassa on tyypillistä, että kokonaiset rakennukset omistaa yksi vuokranantaja. Asuntojen hallintamuoto lyödään myös pääsääntöisesti lukkoon jo rakennusvaiheessa. (Whitehead ym. 2016)

Kyselytutkimusten mukaan noin 40 % yksityisistä vuokranantajista on yksityishenkilöitä, joilla on muu työ. He omistavat noin 8 % yksityisistä vuokra-asunnoista. Ammattimaisia vuokranantajia, jotka voivat olla joko päätoimisesti vuokraavia yksityishenkilöitä tai yrityksiä, on noin 35 % vuokranantajista, mutta he omistavat yli 50 % vuokra-asunnoista. Loput ovat yrityksiä, joiden pääasiallinen liiketoiminta ei ole asuntojen vuokraus, rakennuttajat sekä institutionaaliset sijoittajat. Institutionaaliset sijoittajat edustavat noin 7 % vuokranantajista ja omistavat noin 10 % yksityisistä vuokra-asunnoista. (Cambridge 2012) Tanskassa suuri osa yksityisestä vuokra-asuntokannasta on rakennuksia, joissa on neljä tai useampi asunto, ja jonka omistaa yksittäinen vuokranantaja. Yksityisen vuokra-asuntosektorin keskustelu ja politiikka maassa keskittyy pääosin koskemaan näitä vuokranantajia. (Scanlon ja Kochan 2011)

Yksityisen vuokra-asuntojen uudisrakentaminen pysähtyi 1970-luvulla, mutta alkoi uudestaan 1980-luvulla, pääosin institutionaalisten sijoittajien investointien myötä. Sosiaalisesti

[45] Tuettuja vuokra-asuntoja vuokraavat siihen tehtävään rekisteröidyt asuntoyhtiöt. Eri alueilla näillä on eri nimiä: Flanderin alueella Sociale huisvestingsmaatschhappij (SHM), näitä on noin 102; Valloniassa Sociétés de Logement de Service Public (SLSP), näitä on noin 68-70 ja ne omistavat noin 103 000 asuntoa eli 25 % Vallonian asuntokannasta; Brysselissä sosiaaliset vuokranantajat voivat olla myös Flanderin tapaan SHM tai Openbare Vastgoedmaatschappij (OVM), 33 OVM omistaa 38 000 asuntoa (2009) ja isoin niistä omistaa 3 600 asuntoa. (Ploeger et al. 2014)

tuettujen vuokra-asuntojen rakennuttamiskustannusten ollessa säänneltyjä, niitä ei voinut rakennuttaa parhaille paikoille tai parhaaseen laatuun, erityisesti Kööpenhaminassa. Tämä johti siihen, että yksityisiä vuokra-asuntoja rakennettiin vuoteen 2007 saakka.[46] Vuosina 2003-2007 oli myös vuotuinen verokannustinohjelma institutionaalisille sijoittajille sekä tuki yksityisille rakennuttajille, jotka rakensivat opiskelija-asuntoja. Sijoittajien voittoja verotettiin myös normaalia yhteisöveroa pienemmän veroprosentin mukaan. Yksityisiä vuokra-asuntoja omistavat yksityishenkilöt eivät olleet oikeutettuja näihin tukiin. (Cambridge 2012 s. 106-107)

Tanskassa yksityisen vuokrasektorin asunnot ovat keskittyneet isoihin kaupunkeihin (Kööpenhamina 20,7 %, Aarhus 24,1 % ja Odense 25,4 %). (Pittini ym. 2015, Whitehead ym. 2016) Myös suurin osa asumisyhtiöiden asuntokannasta on kaupungeissa ja tiheään asutuilla alueilla. (Vestergaard ja Scanlon 2014) Tanskassa on huomattavaa, että vuokrat eivät välttämättä ole tuetuissa vuokra-asunnoissa merkittävästi alemmalla tasolla kuin yksityisessä vuokrakannassa. (Whitehead ym. 2016; Vestergaard ja Scanlon 2014) Tanskassa keskiverto yksityisen vuokrasektorin asukas on todennäköisesti työtön ja tulotaso on noin 30 % maan keskiarvoa alempi. (Scanlon ja Kochan 2011). Rakennuskustannukset ovat Tanskassa EU:n korkeimmat, heti Ruotsin jälkeen. Myös asumismenot suhteessa käytettävissä olevaan tuloon ovat Euroopan toiseksi korkeimmat. (Pittini ym. 2015)

Hollanti

Hollannin asuntokanta koostuu noin 7,2 miljoonasta asunnosta (taulukko 3). Omistusasuntoja on näistä noin 60 % ja sosiaalisesti tuettuja vuokra-asuntoja noin 33 %. Yksityinen vuokra-asuntokanta on noin 7 %. Hollannissa yksityisen vuokra-asuntosektorin koko on pienentynyt 19 % prosentista 1980-luvun alussa noin 10 prosenttiin. Joidenkin lähteiden mukaan yksityisen vuokrasektorin pienenemisen syynä on ainakin osittain tiukka vuokrasääntely. Vuonna 1985 oli vielä 982 000 yksityistä vuokra-asuntoa kun taas vuonna 2010 niitä oli enää 646 000. Hollannin hallitus alkoi liberalisoida vuokramarkkinoita 1990-luvulla ja vuoteen 2004 mennessä noin 5 % vuokra-asunnoista kuului sääntelemättömän vuokra-asumisen piiriin. Tavoitteena oli lisätä sääntelemättömän vuokra-asumisen piiriin 25 % vuokra-asunnoista, mutta uusi hallitus luopui tästä tavoitteesta vuonna 2007. Tämän jälkeen on myös pyritty vapauttamaan vuokranmääräytymistä erityisesti alueilla, joilla vuokra-asunnoista on pulaa. Tämä koskee kuitenkin vain uusia vuokrasopimuksia. (Cambridge 2012)

Hollannissa, jossa on pieni yksityinen vuokra-asuntosektori ja suuri tuetun asumisen sektori, suurin osa huono-osaisista kotitalouksista pääsevät tuetun vuokra-asumisen piiriin, kun taas ne, joilla on varaa ostaa asunto, tyypillisesti ostavat asunnon. Yksityinen vuokrasektori on ollut lähinnä jäänne paitsi alueilla, joissa on enemmän kysyntää kuin tarjontaa sosiaalisen vuokra-asumisen puolella. Hollannissa erityisesti Amsterdamissa ja Utrechtissa on yksityisen vuokra-asuntokannan osuus paljon suurempi kuin koko maassa (17 % vs. 9 % koko maassa). (Whitehead ym. 2016)

Hollannin yksityisen vuokrasektorin marginaalisen kokoon on monta syytä. Suurin syy on, että asuntopolitiikka on ollut erittäin säänneltyä, sosiaalisesti tuettua vuokra-asumista on tuettu erittäin voimakkaasti ja se on historiallisesti kohdentunut kaikille. Asuntopolitiikka on suosinut voimakkaasti sekä omistusasumista että tuettua vuokra-asumista. Yksityinen vuokrasektori on kohdannut erittäin vähän kysyntää edellä mainituista syistä. Yksityisen vuokra-asuntopuolen kysyntä koostuu pääosin nuorista, jotka tarvitsevat vuokra-asuntoa lyhyellä

[46] Myös vuoden 2007 jälkeen asuntomarkkinoiden hiljentyessä monet alun perin myytäväksi tarkoitetut jo rakenteilla olevat asunnot muutettiin yksityisiksi vuokra-asunnoiksi. Koska nämä asunnot oli tarkoitettu myytäväksi, niin ne voidaan jatkossa myös myydä (niiden hallintamuoto ei ole samalla lailla lukkoon lyöty kuin muulla yksityisellä vuokra-asuntotuotannolla). (Cambridge 2012 s. 105)

varoitusajalla, joilla ei ole varaa omistusasuntoon ja jotka eivät pääse tuetun asumisen piiriin. (De Boer ja Bitetti 2014)

Noin 40 % Hollannin yksityisistä vuokra-asunnoista on yksityishenkilöiden ja pienten yritysten omistuksessa. Loput noin 60 % on ammattimaisten yksityisten vuokranantajien omistamia. Nämä ovat pääosin institutionaalisia sijoittajia kuten eläkerahastoja, vakuutusyhtiötä ja sijoitusrahastoja. Yksityisten vuokranantajien verokohtelussa on jotain eroja. Vuokra-asuntoyhtiöt maksavat yhteisöveroa kun taas instituutiot saattavat olla vapautettuja tästä verosta, jos ne maksavat osinkoja osakkeenomistajille. (Hoekstra 2010) Hollannissa osa yksityistä vuokrasektoria ovat pienet kerrostalot, jotka ovat yleensä jonkin yrityksen omistamia. (Whitehead ym. 2016)

Tuettu vuokra-asuntosektori on kohdannut muutospaineita Euroopan komission päätettyä, että valtion apu vuokra-asuntosektorille vääristää kilpailua. Komission mukaan Hollannin piti joko pitäytyä tukemasta tätä aiemmin tuettua osaa vuokrasektorista tai kohdentaa asuntoja paremmin pienituloisille. Hollanti valitsi jälkimmäisen, joten nykysuuntauksena on kohdentaa tuettuja vuokra-asuntoja paremmin pienituloisille tulorajoilla ja kannustaa paremman tulotason kotitalouksia siirtymään pois tuetusta vuokra-asumisesta. Näiden toimenpiteiden on myös ajan myötä tarkoitus avata tilaa kaupallisille sijoittajille ja tehdä tilaa suuremmalle, ei-säännellylle vapaalle vuokra-asuntosektorille. Nämä muutokset ovat johtaneet siihen, että erityisesti keskituloisten kotitalouksien on vaikea löytää soveltuvia, kohtuuhintaisia vuokra-asuntoja markkinoilta. Myöskään rakentaminen ei ole pysynyt kotitalouksien määrän kasvun ja vuokra-asuntojen kysynnän perässä. (Pittini ym. 2015)

Liite 3. Tilinpäätöstunnuslukuja

Taulukko Liite 3.1. Sijoitetun pääoman tuottoaste, ROCE %, tulos ennen veroja

Yritysryhmä	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Taseella painotettu keskiarvo									
Kunnat	3.4	4.2	3.9	3.9	4.0	3.9	3.9	3.6	3.7
Muut yleishyödylliset	4.1	4.0	4.0	4.0	3.5	3.5	3.3	3.3	3.1
Asuntosijoitusyhtiöt	6.2	5.6	5.9	5.2	6.0	5.9	5.9	7.0	6.0
Pienet asuntosijoitusyhtiöt	10.0	7.8	6.3	8.2	10.0	7.6	8.2	4.8	4.9
Muiden kiinteistöjen vuokraus ja hallinta	2.8	3.5	3.4	3.9	4.3	3.6	4.8	3.7	4.0
Rakennuttajat	11.5	4.8	4.3	4.5	5.1	3.4	4.5	4.4	1.9
Rakennusliikkeet	27.6	19.5	11.9	11.9	10.1	13.9	9.3	11.3	13.5
Pienet rakennusliikkeet	16.2	20.7	14.4	11.1	8.6	14.6	6.7	8.9	2.7
Koneleasing	18.3	13.6	5.4	7.3	11.1	14.4	10.6	8.2	13.0
Kodinerikoiskauppa	19.6	4.6	9.7	12.6	11.6	12.7	7.5	3.2	4.9
Keskiarvo									
Kunnat	3.6	3.8	3.9	3.5	3.5	2.8	3.2	2.9	2.7
Muut yleishyödylliset	3.5	4.1	2.4	3.2	3.9	2.1	2.3	3.2	3.0
Asuntosijoitusyhtiöt	9.7	8.1	7.7	6.0	7.8	9.5	8.9	13.3	9.5
Pienet asuntosijoitusyhtiöt	13.3	11.9	9.7	11.3	13.8	9.6	10.7	8.2	8.5
Mediaani									
Kunnat	3.5	3.7	3.9	3.5	3.5	3.1	3.0	2.9	2.9
Muut yleishyödylliset	3.6	3.4	3.2	2.4	3.1	2.9	2.5	2.5	2.8
Asuntosijoitusyhtiöt	7.7	5.7	6.2	4.3	5.3	5.7	6.0	7.2	5.5
Pienet asuntosijoitusyhtiöt	8.3	7.6	7.3	6.7	5.8	7.0	6.0	5.6	5.2
Keskihajonta									
Kunnat	2.2	1.7	1.6	1.6	1.8	4.0	2.0	2.1	2.3
Muut yleishyödylliset	1.8	5.7	5.3	4.4	8.8	4.6	5.5	6.4	4.0
Asuntosijoitusyhtiöt	7.5	6.7	7.7	22.4	10.9	13.8	13.6	23.0	15.8
Pienet asuntosijoitusyhtiöt	28.5	24.5	19.6	21.9	37.9	34.0	52.3	22.0	43.3

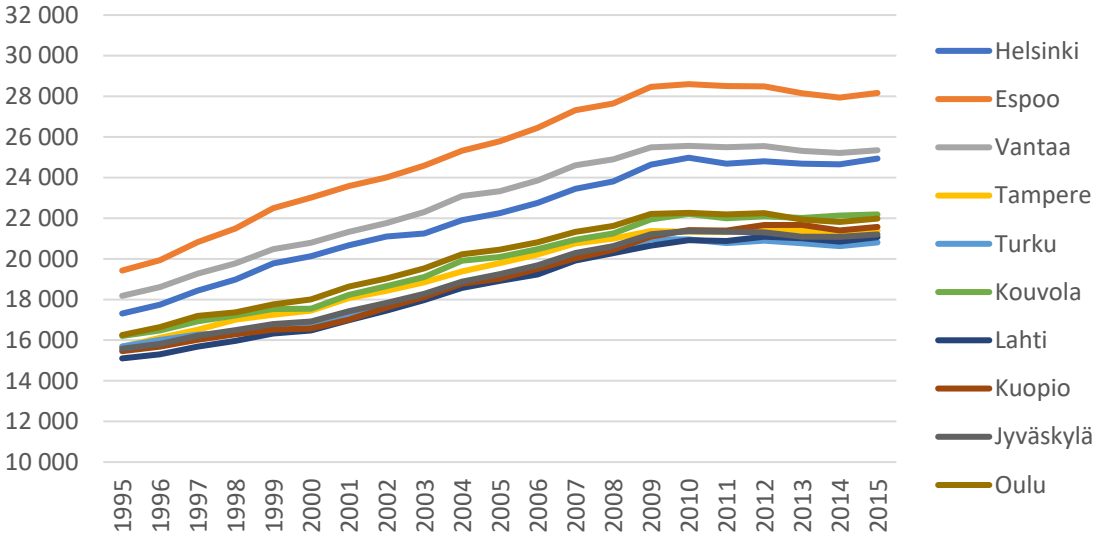
Taulukko Liite 3.2 Käyttökateprosentti, EBIT-%

Yritysryhmä	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Kunnat	25.5	27.2	24.8	24.1	22.8	21.6	21.7	20.5	20.2
Muut yleishyödylliset	32.1	31.6	32.8	35.5	31.5	30.8	29.8	29.9	29.4
Asuntosijoitusyhtiöt	30.7	33.1	33.7	34.2	36.1	38.2	37.4	40.0	56.1
Pienet asuntosijoitusyhtiöt	36.2	32.2	32.8	32.3	29.8	29.8	27.6	28.6	28.6
Muiden kiinteistöjen vuokraus	32.5	22.2	30.5	36.5	36.9	41.4	39.9	41.4	42.3
Rakennuttajat	18.1	16.2	14.6	12.9	20.5	20.5	21.2	20.7	20.6
Rakennusliikkeet	7.9	6.3	4.2	5.0	4.9	5.2	4.5	5.5	5.6
Pienet rakennusliikkeet	10.3	11.0	8.8	10.1	7.5	9.9	8.5	9.5	6.5
Koneleasing	19.5	19.9	8.8.	5.8	9.5	12.0	11.8	9.0	11.8
Kodinerikoiskauppa	5.4	3.7	1.9	3.1	4.2	3.6	2.6	2.7	3.0
Ruotsi yksityiset	37.4	28.1	32.2	25.1	31.1	36.4	37.0	36.2	38.8
Ruotsi kunnalliset	20.0	25.4	22.7	23.2	19.0	21.5	18.1	21.9	19.6
Belgia yksityiset	18.7	19.0	15.0	18.1	21.6	20.0	21.7	23.5	21.3
Belgia yleishyödylliset	-4.9	-0.7	9.0	17.4	17.8	25.6	23.8	26.9	33.3
Mediaani									
Kunnat	21.6	22.9	22.4	19.2	18.3	16.8	15.7	15.2	14.0
Muut yleishyödylliset	26.5	22.0	24.7	25.9	26.1	24.5	24.2	24.6	25.7
Asuntosijoitusyhtiöt	36.7	36.6	28.4	27.4	31.3	29.1	28.4	30.4	26.9
Pienet asuntosijoitusyhtiöt	34.8	33.9	35.1	33.8	31.1	32.4	29.5	31.1	29.7
Keskiarvo									
Kunnat	**21.6**	22.0	21.9	19.1	17.8	14.5	15.9	14.6	13.5
Muut yleishyödylliset	21.6	21.3	22.3	25.2	22.1	20.2	19.9	20.7	21.5
Asuntosijoitusyhtiöt	30.1	29.5	27.5	26.0	27.6	27.5	26.1	28.9	26.6
Pienet asuntosijoitusyhtiöt	35.3	31.4	32.0	31.6	28.7	30.8	29.5	29.9	26.7
Keskihajonta									
Kunnat	10.5	10.4	12.4	12.0	10.2	14.6	10.6	12.2	12.1
Muut yleishyödylliset	15.0	19.1	19.6	22.5	17.2	16.7	18.0	18.3	18.7
Asuntosijoitusyhtiöt	22.7	26.1	22.8	22.7	28.0	20.9	22.9	23.0	27.2
Pienet asuntosijoitusyhtiöt	32.0	32.8	31.2	32.6	32.9	31.6	32.8	30.7	33.3

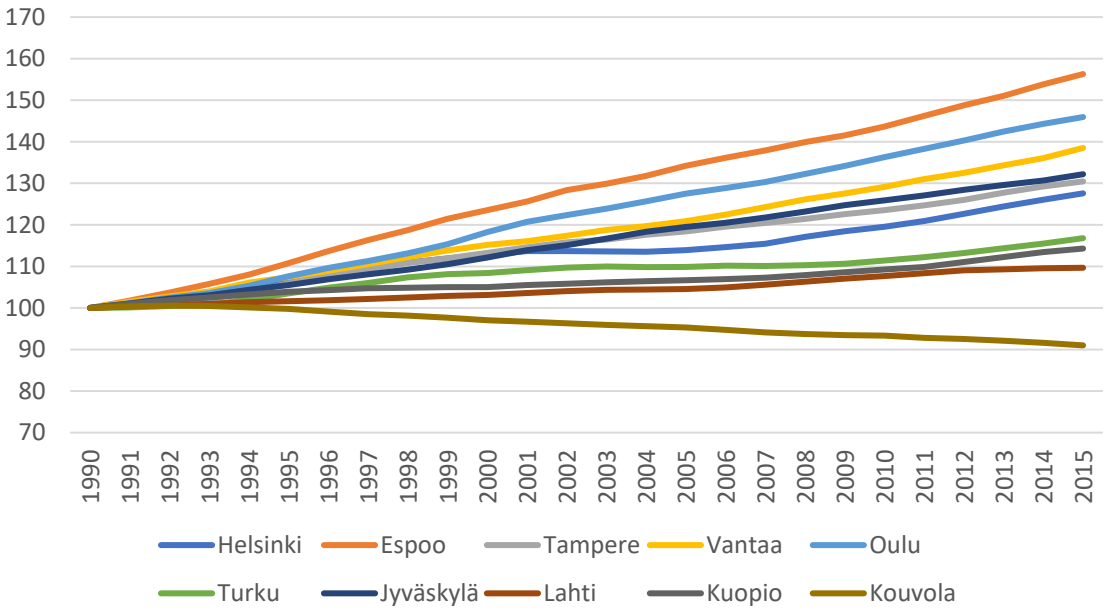
Taulukko Liite 3.3 Omavaraisuusaste, %

Yritysryhmä	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Taseella painotettu keskiarvo									
Kunnat	10.8	11.1	11.6	13.2	13.7	14.2	15.5	15.1	15.8
Muut yleishyödylliset	11.6	11.4	12.0	12.3	13.9	14.4	14.8	15.8	16.6
Asuntosijoitusyhtiöt	19.2	20.0	18.0	22.1	24.9	24.2	24.8	31.6	38.8
Pienet asuntosijoitusyhtiöt	49.2	48.4	47.6	48.0	46.7	47.1	48.3	48.0	48.8
Muiden kiinteistöjen vuokraus	39.1	37.0	36.5	38.2	38.0	36.9	36.8	37.4	36.2
Rakennuttajat	21.8	20.9	21.8	20.5	19.0	18.6	19.0	24.6	26.4
Rakennusliikkeet	33.8	30.5	32.8	30.6	27.3	29.0	28.6	32.7	30.7
Pienet rakennusliikkeet	36.5	38.6	40.5	40.6	40.2	39.4	39.1	41.0	42.0
Koneleasing	41.3	36.1	38.1	37.7	38.2	39.8	43.9	44.0	45.0
Kodinerikoiskauppa	39.2	34.7	34.2	33.9	34.6	34.5	35.6	37.0	38.4
Ruotsi yksityiset	23.0	21.5	23.4	23.9	24.9	24.6	25.4	26.3	29.4
Ruotsi kunnalliset	19.3	23.1	26.3	28.3	28.8	29.0	28.1	28.7	28.9
Belgia yksityiset	51.0	48.6	48.2	48.5	47.4	50.7	51.4	51.1	51.9
Belgia yleishyödylliset	21.3	21.7	21.3	21.8	21.5	21.3	21.6	22.1	22.1
Mediaani									
Kunnat	9.7	9.6	8.2	10.0	11.9	12.6	13.4	14.8	15.2
Muut yleishyödylliset	8.7	9.7	5.3	8.9	11.1	10.6	9.3	10.3	13.2
Asuntosijoitusyhtiöt	40.9	26.7	30.7	26.0	31.9	27.4	28.2	32.2	34.4
Pienet asuntosijoitusyhtiöt	45.8	44.6	46.1	47.6	45.5	48.5	47.3	51.5	51.4
Keskiarvo									
Kunnat	12.6	13.7	12.7	15.1	17.4	17.0	17.5	18.2	19.8
Muut yleishyödylliset	18.0	17.5	12.1	18.0	21.4	23.2	18.8	21.3	22.5
Asuntosijoitusyhtiöt	42.9	40.5	41.3	38.9	38.1	38.6	37.7	41.5	42.0
Pienet asuntosijoitusyhtiöt	47.9	48.2	48.9	48.7	49.4	50.1	51.2	52.6	50.5
Keskihajonta									
Kunnat	13.4	17.8	16.6	19.3	21.5	19.7	17.2	17.3	18.9
Muut yleishyödylliset	23.0	26.4	20.3	27.6	32.9	29.1	25.4	26.9	26.4
Asuntosijoitusyhtiöt	32.0	31.3	30.6	31.5	31.3	30.0	28.5	28.9	28.9
Pienet asuntosijoitusyhtiöt	37.6	36.5	36.8	37.4	36.5	36.2	36.8	35.2	37.9

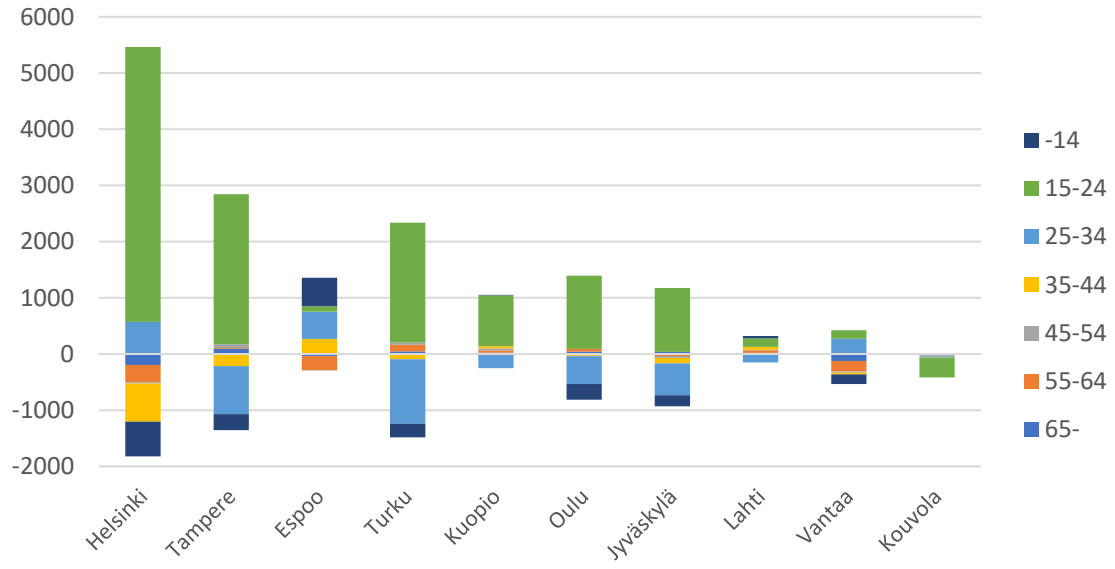
Liite 4. Asuntomarkkinakuvioita



Kuvio. Asuntokuntien kulutusyksikköä kohden laskettu käytettävissä oleva rahatulo, mediaani, 1995=100. Lähde: Tilastokeskus, Tulonjaon kokonaisti-lasto.



Kuvio. Väestönkasvu 1990-2015, 1990=100. Lähde: Tilastokeskus, Väestö.

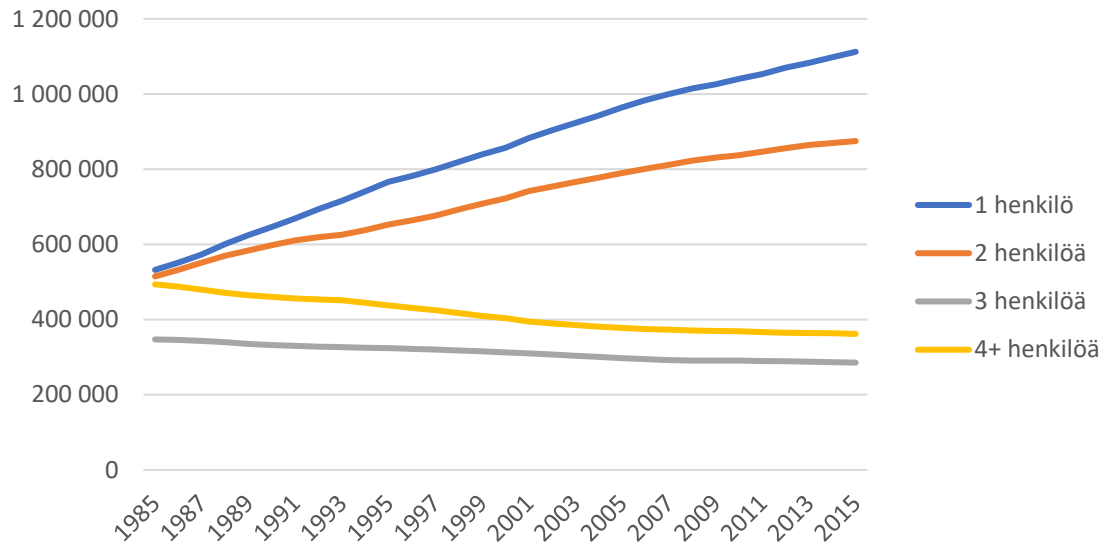


Kuvio. Kuntien välinen nettomuutto* ikäluokittain 2014. Lähde: Tilastokeskus, Muuttaneiden taustatiedot.

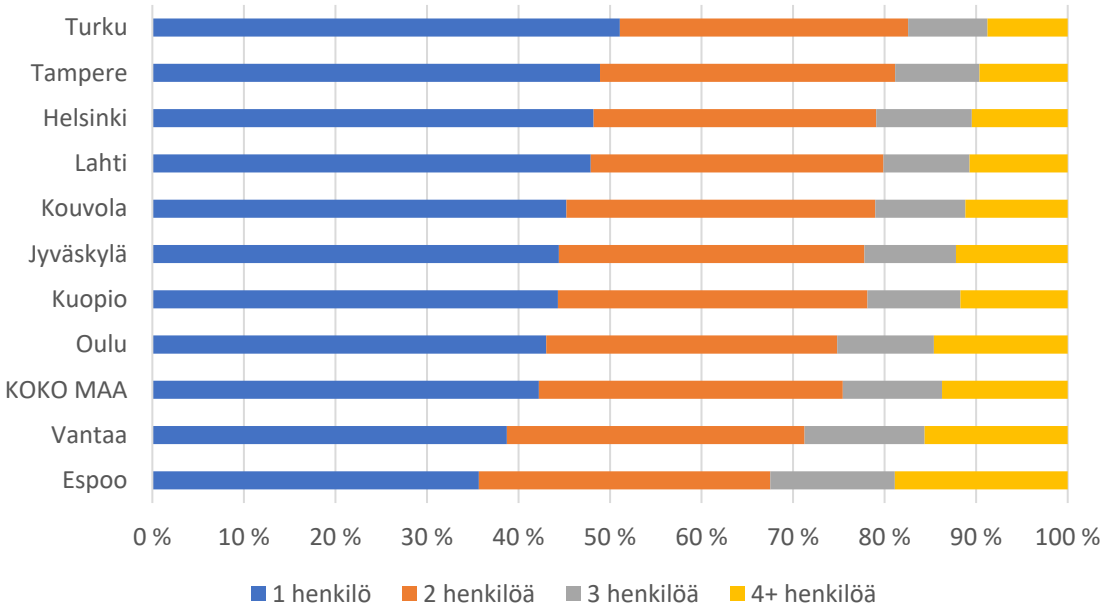
*Kuntien välisellä nettomuutolla tarkoitetaan kuntien välisen tulomuuton ja kuntien välisen lähtömuuton erotusta. Maahanmuutto ja maastamuutto eli nettosiirtolaisuus ei ole osa kuntien välistä muuttoa. Kokonaisnettomuutto käsittää sekä kuntien välisen muuton että nettosiirtolaisuuden.

Taulukko. Väestöllisiä tunnuslukuja 2015. Lähde: Tilastokeskus, Väestö, Väestörakenne; ARA, Elinympäristön tietopalvelu Liiteri.

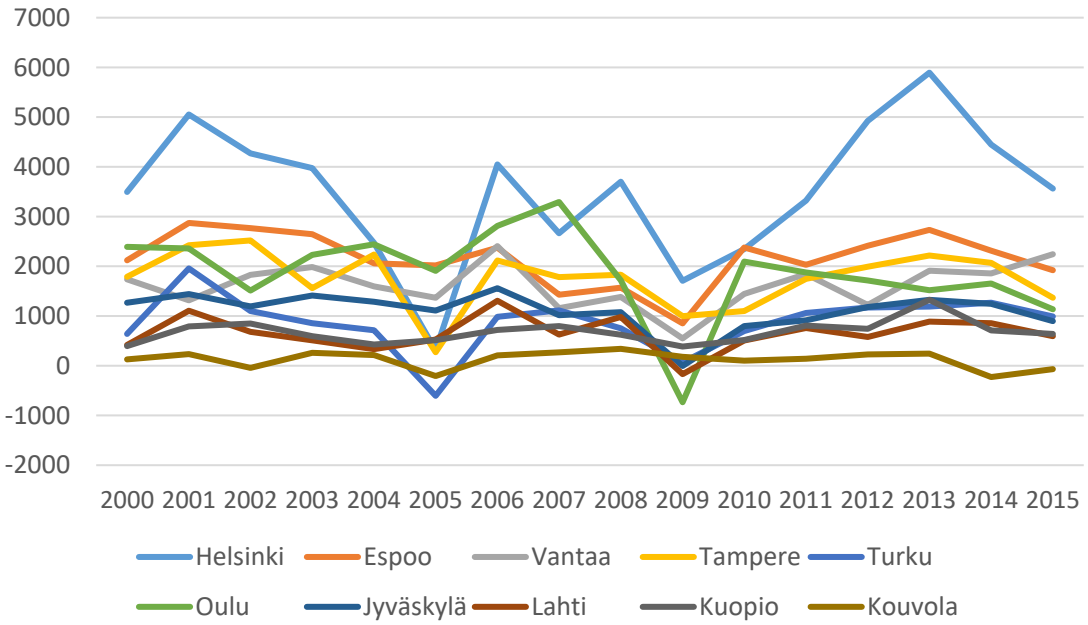
	Työikäisen (18-64 v.) väestön osuus	Työttömyysaste (18-64 v.)	Opiskelijoiden osuus työikäisistä	Vuokralla asuvien osuus	Opiskelijoita per opiskelija-asunto
Helsinki	67 %	12 %	8,0 %	45 %	5,4
Espoo	63 %	11 %	7,8 %	31 %	4,6
Tampere	65 %	18 %	11,1 %	40 %	3,1
Vantaa	64 %	12 %	6,2 %	32 %	11,2
Oulu	63 %	17 %	11,6 %	30 %	5,3
Turku	65 %	17 %	11,2 %	41 %	4,6
Jyväskylä	64 %	18 %	12,5 %	34 %	3,9
Lahti	60 %	19 %	8,0 %	32 %	10,0
Kuopio	63 %	15 %	10,3 %	32 %	4,5
Kouvola	58 %	17 %	6,1 %	20 %	27,5



Kuvio. Asuntokuntien määrä asuntokunnan henkilöluvun mukaan, koko maa.
Lähde: Tilastokeskus, Asunnot ja asuinolot.



Kuvio. Asuntokuntien jakauma asuntokunnan henkilömäärän mukaan vuonna 2015.
Lähde: Tilastokeskus, Asunnot ja asuinolot.



Kuvio. Asuntokannan muutos vuosina 2000-2015. Lähde: Tilastokeskus.

Taulukko. Asuntokannan tunnuslukuja 2015. Lähde: Tilastokeskus.

	Vakinaisesti asuttuja asuntoja	Kerrostalojen osuus	Vuokra-asuntojen osuus	Tyhjillään olevia asuntoja	Valmistuneet asunnot	Asuntokannan muutos
Koko maa	90 %	45 %	31 %	10 %	27027	16485
Helsinki	92 %	86 %	46 %	8 %	3072	3563
Espoo	93 %	58 %	35 %	7 %	1945	1921
Vantaa	94 %	63 %	37 %	5 %	2554	2244
Tampere	91 %	73 %	44 %	8 %	1490	1368
Turku	90 %	73 %	44 %	9 %	1049	992
Oulu	92 %	53 %	38 %	8 %	1461	1136
Jyväskylä	91 %	61 %	41 %	9 %	1047	896
Lahti	91 %	67 %	37 %	9 %	581	595
Kuopio	91 %	55 %	37 %	8 %	855	641
Kouvola	91 %	37 %	26 %	9 %	182	-64

Liite 5. Haastattelut

Aalto-yliopisto	Heidi Falkenbach	Professori
Avara	Mika Savoilainen	Toimitusjohtaja
Elo	Antti Muilu	Kiinteistösijoitusjohtaja
Helsingin kaupunki	Mari Randell	Asunto-ohjelmapäällikkö
Icecapital REAM	Wisa Majamaa	Toimitusjohtaja
Ilmarinen	Toni Aimonen	Kiinteistösijoitusjohtaja
Inderes	Jesse Kinnunen	Analyytikko
Keva	Petri Suutarinen	Kiinteistöjohtaja
Kojamo	Jani Nieminen	Toimitusjohtaja
KTI Kiinteistötieto Oy	Hanna Kaleva	Toimitusjohtaja
LähiTapiola Kiinteistövarainhoito	Vesa Immonen	Toimitusjohtaja
OP-Asuntorahasto	Markku Mäkiaho	Toimitusjohtaja
OP-Asuntorahasto	Antero Tenhunen	Salkunhoitaja
Rakennusteollisuus ry	Sami Pakarinen	Pääekonomisti
Rakli ry	Aija Tasa	Johtaja
SATO Oyj	Saku Sipola	Toimitusjohtaja
Varma	Ilkka Tomperi	Sijoitusjohtaja

LÄHTEITÄ JA TAUSTA-AINEISTOJA

Alpanda, S. ja Zubairy, S. 2013. Housing and tax policy, Bank of Canada Staff Working Paper 2013-33.

Andrews, D., A. Caldera Sánchez ja Å. Johansson (2011), Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries, OECD Economics Department Working Papers, No. 836, OECD Publishing, Paris.

ARA (2016a), Rakennusliikkeet ja omistajayhteisöt ARA-tuotannossa, http://www.ara.fi/download/noname/%7BDBAA3103-7E14-4FB8-9D71-B630C0E5F3F3%7D/39831 (viitattu 18.5.2017).

ARA, 2016b. ARA-vuokra-asuntokanta kunnittain 2000-2015. ARA:n tietopankki, Julkaistu 20.1.2016

ARA (2017a), Asukasvalinta ARA-vuokra- ja osaomistusasuntoihin, http://www.ara.fi/fi-FI/Ohjaus_ja_valvonta/ARAasuntokannan_ohjaus_ja_valvonta/ARAvuokraasunnot/Asukasvalinta (viitattu 7.4.2017).

ARA (2017b), Asuntomarkkinakatsaus 1/2017: vuokra-asunnot, Asumisen rahoitus- ja kehittämiskeskus 1/2017.

ARA (2017c), Vuokrien tasaus, http://www.ara.fi/tasaus (viitattu 24.4.2017).

ARA (2017d), Vuokriin sisältyvät kulut, http://www.ara.fi/fi-FI/Ohjaus_ja_valvonta/ARAasuntokannan_ohjaus_ja_valvonta/ARAvuokraasunnot/Vuokranmaaritys/Vuokriin_sisaltyvat_kulut (viitattu 24.4.2017).

Aravarajoituslaki 1190/1993 - Ajantasainen lainsäädäntö - FINLEX ®, http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1993/19931190 (viitattu 24.4.2017).

Avara, 2017, Hallinnoitavat asuntoportfoliot, viitattu 15.6.2017 https://www.avara.fi/sijoittajille/hallinnoitavat-asuntoportfoliot

Cabral, L. 2017. Introduction to industrial organization, second edition. The MIT Press, Cambridge MA.

University of Cambridge (2012), The Private Rented Sector in the New Century: A Comparative Approach 2012. Boligøkonomisk Videncenter.

Catella, 2017, Markkinakatsaus – kevät 2017, 16.2.2017 https://www.catella.com/fi/Suomi/Uutiset/Uutiset/Corporate-Finance/2017/Catellan-Markkinakatsaus---kevat-2017/

CBRE (2016), CBRE EMEA Residential Market Report.

Chudik, A. and Pesaran, M. H. (2015). Common correlated effects estimation of heterogeneous dynamic panel data models with weakly exogenous regressors. Journal of Econometrics, 188(2), 393-420.

De Boer, R. ja Bitetti, R. (2014), A Revival of the Private Rental Sector of the Housing Market? Lessons from Germany, Finland, the Czech Republic and the Netherlands, OECD Economic Department Working Papers (1170): 0_1.

Diaz-Serrano, L. (2005), Labor income uncertainty, skewness and homeownership: A panel data study for Germany and Spain, Journal of Urban Economics 58(1): 156–176.

Dimson, E., Marsh, P., and Staunton, M. (2017). Credit Suisse Global investment returns yearbook 2017 Summary edition.

Eerola, E. ja Lyytikäinen, T. (2017), Housing allowance and rents: Evidence from a stepwise subsidy scheme, VATT Working Papers 88.

Eriksen, M.D., Rosenthal, S.S. (2010). Crowd out effects of place-based subsidized rental housing: New evidence from the LIHTC program. Journal of Public Economics, 94, 953-966.

Etera, 2017. http://www.etera.fi/kiinteistot/eteran-kiinteistosijoitukset, viitattu 1.9.2017.

FIM, 2017. S-Asuntorahasto, Rahastonhoitajan neljännesvuosikommentti 29.9.2017, https://www.fim.com/fi/sijoittaminen/fim-rahastot/s-asuntorahasto/

Finanssivalvonta, 2012. Työeläkelaitosten kiinteistösijoitusselvityksen havainnot, tiedote 17.10.2012). http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Verkkouutiset/Documents/Tyoelakelaitosten_kiinteistosijoituselvitys.pdf

Glaeser, E. L., Gyourko, J. ja Saiz, A. (2008), Housing supply and housing bubbles, Journal of urban Economics 64(2): 198–217.

Green, R., Malpezzi, S. ja Mayo, S.K. (2005) Metropolitan-specific estimates of the price elasticity of supply of housing, and their sources. American Economic Review, 95(2), 334-339.

Gyourko, J. ja Saiz, A. (2006), "Construction costs and the supply of housing structure", Journal of Regional Science, 46, 661-680.

HE 202/2014 vp
https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/sivut/trip.aspx?triptype=ValtiopaivaAsiat&docid=he+202/2014

HE 31/2016 vp
https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/KasittelytiedotValtiopaivaasia/Sivut/HE_31+2016.aspx

Hiekka, S. ja Virén, M. (2008), Nostaako asumistuki vuokria?, Kansantaloudellinen aikakauskirja 104(2).

Hilber, C. A. L. ja Turner, T. M. (2014), The Mortgage Interest Deduction and its Impact on Homeownership Decisions, Review of Economics and Statistics 96(4): 618–637.

Hilber, C. A. ja Lyytikäinen, T. (2013), Housing transfer taxes and household mobility: Distortion on the housing or labour market?, Government Institute for Economic Research VATT Working Papers 47.

Hoekstra, J. (2010), Promoting Investment in Private Rented Housing Supply: International Policy Comparisons. Country Policy Framework Netherlands, Project for Communities and Local Government by Centre for Comparative Housing Research De Montfort University, Leicester, UK & OTB Research Institute for Housing, Urban and Mobility Studies, Delft University of Technology, the Netherlands.

Holappa, V., Huovari, J., Jauhiainen, S., Karikallio, H. ja Kekäläinen, A. (2016), Alueellinen asuntomarkkinaennuste 2016, Pellervon taloustutkimus.

Honkanen, P. (2017), Asumistuki syynä vuokrien nousuun?, Kela Kelan tutkimusblogi.

Icecapital, 2017, haastattelu Wisa Majamaa, 21.11.2017.

Kajosaari, A. 2016. Asuminen alueittain Helsingissä 2015. Tilastoja 41/2016.

Kaleva, H. 2017. Asuntomarkkinat houkuttelevat ulkomaalaisia. Arvopaperi-lehdessä, numero Elokuu 2017.

Kaleva, H., Niemi, J., Ylönen, J. ja Hietala, M. (2013), Vuokrataloyhteisöjen toimintatavat ARA-asuntojen omakustannusvuokrien määrityksessä.

Kaleva, H., Oikarinen, E. ja Soutamo, M. Kiinteistösijoittaminen. KTI Kiinteistötieto Oy, Helsinki, 2017.

Kangasharju, A. (2003), Maksaako asumistuen saaja muita korkeampaa vuokraa?, Valtion taloudellinen tutkimuskeskus VATT VATT-Tutkimuksia 101.

Kangasharju, A. (2010), Housing Allowance and the Rent of Low-income Households, The Scandinavian Journal of Economics 112(3): 595–617.

Kela (2016), Kelan asumistukitilasto 2015.

Kela, 2017. tiedote, 20.7.2017, http://www.kela.fi/asumistukien-kustannukset-kasvavat-nopeasti

Kilpailu- ja kuluttajavirasto, 2013. Asuntotuotannon kilpailun esteet pääkaupunkiseudulla. Loppuraportti, Kilpailu- ja kuluttajaviraston selvityksiä 1/2013.

Kojamo, 2016, vuosikertomus 2016,
http://vuosikertomus2016.vvo.fi/

KTI, 2017a. Huhtikuun KTI Kiinteistötietoisku: Kiinteistösijoitusmarkkinoiden rakenne, 3.4.2017.
https://kti.fi/huhtikuun-kti-kiinteistotietoisku-kiinteistosijoitusmarkkinoiden-rakenne/

KTI, 2017b, Lehdistötiedote: Kiinteistösijoitukset tuottivat 6,2 prosenttia vuonna 2016, 1.3.2017
https://kti.fi/lehdistotiedote-kiinteistosijoitukset-tuottivat-6-2-prosenttia-vuonna-2016/

KTI, 2016. Maaliskuun KTI Kiinteistötietoisku: Suorien kiinteistösijoitusten kokonaistuotto, 29.2.2016
https://kti.fi/maaliskuun-kti-kiinteistotietoisku-suorien-kiinteistosijoitusten-kokonaistuotto/

KTI, 2017c. Markkinakatsaus Syksy 2017, https://kti.fi/wp-content/uploads/KTI-Markkinakatsaus-syksy-2017.pdf

Kuntaliitto, 2008. Käsikirja vuokrataloille. Kuntaliiton verkkojulkaisu, Helsinki 2008,

Kuusenaho, I. 2015. Asuntorahastot Suomessa – katsaus markkinaan. Diplomityö, Aalto-yliopiston Insinööritieteiden korkeakoulun Maankäyttötieteiden laitos.

Laakso, S. ja Kostiainen, E. (2013), Tavallisen pienituloisen ihmisen kohtuuhintainen vuokra-asuminen Helsingin seudulla, Kaupunkitutkimus TA.

Laferrére,A. and D. Le Blanc (2004), "How Do Housing Allowances Affect Rents? An Empirical Analysis of the French Case", Journal of Housing Economics,Vol. 13.

Lahtinen, M., Alho, E., Holappa, V. ja Pakarinen, S. 2014a. Alueellisten asuntomarkkinoiden kehitys vuoteen 2016. PTT Työpapereita 156, Helsinki.

Lahtinen, M., Alho, E., Härmälä, V., Noro, K. ja Ronikonmäki, N.-M. (2014b), Asumisen tarjonta- ja kysyntätuet: kirjallisuuskatsaus, Liite 3. / Ympäristöministeriön raportteja 4/2015.

Lindström, A. 2016. Kirjanpitolain muutoksen vaikutus tilitoimistojen liiketoimintaan. Pro gradu -tutkielma, Lappeenrannan teknillinen yliopisto.

Louekoski, P. ja Kaleva, H., 2014. Kiinteistörahoituksen muodot ja instrumentit monimuotoistuvat. Locus toimialakatsaus 4/2014.

Murray, M.P. (1999). Subsidized and unsubsidized housing stocks 1935 to 1987: Crowding out and cointegration. Journal of Real Estate Finance and Economics, 18(1), 107-124.

Nickell, S. (1981). Biases in dynamic models with fixed effects. Econometrica, 49(6), 1417-1426.

Nikander, T. ja Pietiläinen, M. (2015), Kaupunkialueet vetävät nuoria asumaan yksin, Tieto & Trendit(5/2015).

Nordvik, V. (2006). Selective housing policy in local housing markets and the supply of housing. Journal of Housing Economics, 15, 279-292.

Noro, K. ja Lahtinen, M. (2014), Pohjoismainen asuntomarkkinaselvitys, PTT Raportteja 250.

Odean, T. 1998. Are investors reluctant to realize their losses? Journal of Finance 53, 1775–1798.

Oikarinen, E. (2009a), Interaction between housing prices and household borrowing: The Finnish case, Journal of Banking and Finance, 33(4): 747-756.

Oikarinen, E. (2009b), Household borrowing and metropolitan housing price dynamics – Empirical evidence from Helsinki, Journal of Housing Economics, 18(2): 126-139.

Oikarinen, E. (2015). Asuntotarjonnan hintajouston alueelliset erot. Kansantaloudellinen aikakauskirja, 111(4), 454-475.

Oikarinen, E., Peltola, R. ja Valtonen, E. (2015), “Regional variation in the elasticity of supply of housing, and its determinants: The case of a small sparsely populated country”, Regional Science and Urban Economics, 50, 18-30.

Olsen, E. O. (1969), A competitive theory of the housing market, The American Economic Review 59(4): 612–622.

OP Ryhmä, 2017. OP-Vuokratuotto, Salkunhoitajan katsaus Q3/2017, https://www.op.fi/op/henkiloasiakkaat/saastot-ja-sijoitukset?sivu=fund_basic_data.html&ID_NOTATION=80444270&sym=80444270&id=32461

Ortalo-Magné, F., Rady, S., 2006. Housing market dynamics: on the contribution of income shocks and credit constraints. Review of Economic Studies, 73, 459–485.

Paciorek, A. (2013). Supply constraints and housing market dynamics. Journal of Urban Economics, 77, 11-26.

Pedroni, P. (2000). Fully modified OLS for heterogeneous cointegrated panels. In: B. H. Baltagi (Editor), Nonstationary Panels, Cointegration in Panels and Dynamic Panels, Amsterdam: Elsevier.

Pedroni, P. (2001). Purchasing power parity tests in cointegrated panels. Review of Economics and Statistics, 83(4), 727–731.

Pedroni, P. (2007). Social capital, barriers to production and capital shares: implications for the importance of parameter heterogeneity from a nonstationary panel approach. Journal of Applied Econometrics, 22(2), 429-451.

Peltola, R. 2017. Maan hinnan laskennallinen osuus asunnon hinnasta vuosina 1995, 2008 ja 2015. Maanmittauslaitos 28.11.2017.

Pesaran, M. H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. Journal of Applied Econometrics, 22(2), 265-312.

Pittini, A., Ghekière, L., Dijol, J. ja Kiss, I. (2015), The State of Housing in the EU 2015, A Housing Europe Review.

Pittini, A., Koessl, G., Dijol, J., Lakatos, E. ja Ghekiere, L. (2017), The state of housing in the EU 2017, A Housing Europe Review.

Ploeger, H., Garcia, M. O., Gray, P., Podrazil, P. ja Solsana, M. S. (2014), Tenant’s Rights Brochure for Belgium. TENLAW: Tenancy Law and Housing Policy in Multi-level Europe. 2014.

Porter, M. 1979. How Competitive Forces Shape Strategy. Harvard Business Review, 137–145.

Poterba, J. M. (1992), Empirical public finance, teoksessa Papers and Proceedings of the Annual Meeting 104: 237. American Economic Association.

Poterba, J. ja Sinai, T. (2008), Tax expenditures for owner-occupied Housing: Deductions for Property Taxes and mortgage interest and the exclusion of imputed rental income, The American Economic Review 98(2): 84–89.

PTT ja Suomen Vuokranantajat ry, 2017. Asuntosijoittamisen alueelliset tuotot - tuottotutkimus 2017, https://vuokranantajat.fi/asuntosijoittaminen/tutkimukset/tuottotutkimus/#1467294150827-560d09c4-c019

Quigley, J. M. ja Raphael, S. (2005), Regulation and the high cost of housing in California, The American Economic Review 95(2): 323–328.

Rakennusteollisuus RT, 2017. Rakennusteollisuus RT:n teemakatsaus: Asuntomarkkinat, 19.2.2017.

RAKLI (2016), Vuokra-asuntobarometri, syksy 2016.

RAKLI ry, 2017a. Kiinteistösijoitus- ja rahoitusmuodot, viitattu 15.5.2017, http://www.rakli.fi/kiinteistosijoittaminen/sijoitus-ja-rahoitusmuodot.html

RAKLI ry, 2017b. RAKLIn pääkaupunkiseudun kiinteistö- ja rakentamismarkkinoiden suhdannetiedote 1/2017, http://www.rakli.fi/tietoa-kiinteistoalasta/markkinatietoa/suhdannetiedote-kevat-2017.html

RAKLI ry, 2017c. Vuokra-asuntobarometri syksy 2017, http://www.rakli.fi/tietoa-kiinteistoalasta/markkinatietoa/vuokra-asuntobarometri-syksy-2017.html

Robst, J., Deitz, R. ja McGoldrick, K. (1999), Income variability, uncertainty and housing tenure choice, Regional Science and Urban Economics 29(2): 219–229.

Rossilahti, H. (2017), Asukkaiden sosiaalisen asumisen osuuskuntamalli, selvitysraportti, http://www.ym.fi/download/noname/%7B3CD4E128-5116-4D31-B47C-8561F9761152%7D/127766

Rydell, C. P. (1980), Supply Response to the Housing Allowance Program, International Regional Science Review 5(2): 119–138.

Saiz, A. (2010), "The geographic determinants of housing supply", The Quarterly Journal of Economics, 125, 1253-1296.

SATO 2013, pörssitiedote 19.6.2013, https://www.sato.fi/fi/talous-sijoittajat/tiedotteet-sijoittajille/releasenolang-547

SATO, 2016. vuosikertomus 2016, https://reports.sato.fi/vuosikertomus2016

Scanlon, Kath ja Kochan, B. (2011), Towards a sustainable private rented sector: the lessons from other countries. London School of Economics (LSE), London.

Scanlon, Kathleen, Whitehead, C. ja Arrigoitia, M. F. (2014), Social Housing in Europe. John Wiley & Sons.

Sinai, T., Waldfogel, J. (2005). Do low-income housing subsidies increase the occupied housing stock. Journal of Public Economics, 89, 2137-2164.

Suomen Pankki, 2017, tilastotiedote 2.5.2017,

https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/tiedotehistoria/2017/kiinteistosijoitusrahastojen-kasvu-hidastui-vuoden-2017-ensimmaisella-neljanneksella/

Suomen virallinen tilasto (SVT) (2017): Kansantalouden tilinpito [verkkojulkaisu]. ISSN=1795-8881. Helsinki: Tilastokeskus [viitattu: 16.5.2017].

Suomen virallinen tilasto (SVT) (2016), Asunnot ja asuinolot [verkkojulkaisu]. ISSN=1798-6745. Helsinki: Tilastokeskus [viitattu: 4.11.2016].

Suomen Vuokranantajat, 2016, Vuokranantaja 2016, kyselytutkimus
https://vuokranantajat.fi/asuntosijoittaminen/tutkimukset/vuokranantaja2016/

Suomen Vuokranantajat ry, 2017a.
https://vuokranantajat.fi/2017/12/yksityisten-vuokranantajien-verotusta-pitaa-keventaa/

Suomen Vuokranantajat ry, 2017b. Vuokranantaja 2017, kyselytutkimus.
https://vuokranantajat.fi/asuntosijoittaminen/tutkimukset/vuokranantaja-2017/

Taaleri Oyj, lehdistötiedote 13.12.2016,
https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=749930&lang=fi

Tampereen kaupunki (2016), Tampereen Asuntotuotantoarvio Vuosille 2016-2018, Tampereen kaupunki asuntotoimi Julkaisut/Selvitykset ja Kehittämisraportit 10/2016.

TELA, Työeläkevakuuttajat TELA ry, 2016. Lausunto HE 31/2016 vp laiksi työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain muuttamisesta sekä eräiksi muiksi laeiksi, 7.4.2016
https://www.tela.fi/lausunto/1/0/tyoelakevakuutusyhtioista_annetun_lain_muuttaminen

TELA, Työeläkevakuuttajat TELA ry, 2017, Sijoitusvarojen tilastointi,
https://www.tela.fi/sijoitustilastot
Tilastokeskus, 2016. Keskimääräiset kk-vuokrat alueittain, vapaarahoitteiset, uudet vuokrasuhteet.

Tirole, J. (1988). The theory of industrial organization, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.

Vainio, T. A. (2016), Asuntotuotantotarve 2015-2040, Espoo: Teknologian tutkimuskeskus VTT Oy.

Valtonen, E. (2013) Asuntotarjonnan hintajouston alueelliset erot ja niiden syyt Suomessa. Diplomityö, Aalto-yliopiston insinööri-tieteiden korkeakoulun maankäyttötieteiden laitos.

Verohallinto, Osinkotulojen verotus,
https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/47901/osinkotulojen-verotus/

Verohallinto (2017), Poistojen ja remonttikulujen vähentäminen vuokratulosta,
https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Vuokratulot/Poistojen_ja_remonttikulujen_vahentamine(11736) (viitattu 23.3.2017).

Verohallinto, 2017 > Korkovähennysoikeuden rajoitukset elinkeinotoiminnassa,
https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Korkovahennysoikeuden_rajoitukset_elinke (viitattu 22.5.2017).

Vestergaard, H. ja Scanlon, K. (2014), Social Housing in Denmark First edition, 2014: 465. John Wiley & Sons, Ltd.

Viren, M. (2013), Is the housing allowance shifted to rental prices?, Empirical Economics 44(3): 1497–1518.

Vuori, L. & Karikallio, H. (2018). PTT-ennuste: Asuntomarkkinat 2018. Verkkojulkaisu: http://www.ptt.fi/ennusteet/kansantalous-ja-asuntomarkkinat/asuntomarkkinat-2018-ennuste.html (viitattu 6.2.2018). Pellervon taloustutkimus, Helsinki.

Whitehead, C. M., Scanlon, K., Monk, S., Tang, C., Haffner, M., Lunde, J., … Voigtländer, M. (2016), Understanding the Role of Private Renting - A Four-Country Case Study, Report for the Knowledge Centre for Housing Economics by Cambridge Centre for Housing and Planning Research and LSE London.

Winters, S. ja Vermeir, D. (2013), The evolution of the private rental market in Flanders.

Yamashita, T., 2007. House price appreciation, liquidity constraints, and second mortgages. Journal of Urban Economics, 62, 424–440.

Ympäristöministeriö (2015), Asumisen tuki- ja verojärjestelmien vaikuttavuus, Ympäristöministeriön raportteja 4/2015.

Ålandsbanken, 2017, Asuntorahasto Erikoissijoitusrahasto neljännesvuositiedote syyskuu Q3 2017, https://www.alandsbanken.fi/uploads/pdf/fi_bostad_kvartal.pdf

VALTIONEUVOSTON
SELVITYS- JA TUTKIMUSTOIMINTA

tietokayttoon.fi

ISSN 2342-6799 (pdf)
ISBN 978-952-287-512-9 (pdf)