



LUT
Lappeenranta
University of Technology

Lut School of Business and Management

Kauppätieteiden kandidaatintutkielma

Talousjohtaminen

Arvonmääritys ongelmana pienten ja keskisuurten yritysten yrityskaupoissa

Valuation issues in mergers and acquisitions between small and medium sized
enterprises

14.05.2017

Tekijä: Juhani Martikainen

Ohjaaja: Prof. Helena Sjögrén

TIIVISTELMÄ

Tekijä:	Juhani Martikainen
Opiskelijanumero:	
Tutkielman nimi:	Arvonmääritys ongelmana pienten ja keskisuurten yritysten yrityskaupoissa
Akateeminen yksikkö:	School of Business and Management
Koulutusohjelma:	Kauppatiede / Talousjohtaminen
Ohjaaja:	Prof. Helena Sjögrén
Hakusanat:	yrityskauppa, yrityskauppariidat, arvonmääritys

Suurin osa suomalaisista yrityksistä on kooltaan pieniä ja keskisuuria. Yritysten väliset yrityskaupat taas ovat lisääntyneet viimeisten vuosikymmenten aikana, jonka myötä myös yrityskaupoissa syntyneet ongelmat ja riidat ovat lisääntyneet.

Yrityskaupat ovat aina uniikkeja ja tarvitsevat monilta osiltaan erikoisosaamista. Tämän tutkielman tarkoituksena on perehtyä arvonmäärityksestä syntyneisiin ongelmiin pienten ja keskisuurten yritysten välisissä yrityskaupoissa, joissa sopivaa markkinahintaa ei ole määritetty julkisesti noteerattujen yritysten tapaan markkinoilla. Tutkielma alkaa teoriaosuudesta, jossa perehdytään aiemman tutkimuksen avulla yrityskauppojen toteutustapojen vaihtoehtoihin, toteutustavan valinnan merkitykseen verotuksellisesta näkökulmasta sekä yrityskaupan arvonmäärittämiseen. Tämän jälkeen on empiirinen osio, jossa aiheesta julkaistujen raporttien pohjalta etsitään syitä yrityskaupoissa syntyneisiin ongelmiin ja etsitään niihin ratkaisuja esitettyä teoriaa hyödyntäen.

Tutkielmassa saatiin selville oikean ja sopivan arvonmäärityksen olevan merkittävimpiä tekijöitä yrityskaupan onnistumisen kannalta. Kuitenkaan pienet ja keskisuuret yritykset eivät käytä arvonmäärityksessä useinkaan apunaan asiantuntijoiden palveluja, jolloin se jää kaupan osapuolten tehtäväksi ja johtaa usein kaupan kaatumiseen tai riitaantumiseen kaupan jälkeen.

ABSTRACT

Author: Juhani Martikainen
Student number:
Title: Valuation issues in mergers and acquisitions between small and medium sized enterprises
School: School of Business and Management
Degree Program: Business Administration / Financial Management
Supervisor: Prof. Helena Sjögrén
Keywords: acquisition, acquisition dispute, valuation

Most of the Finnish companies are small and medium-sized enterprises. Merges and acquisitions have increased over the last few decades, which has also increased the problems and disputes that have arisen in corporate acquisitions.

Acquisitions are always unique and need special expertise in many areas. The purpose of this thesis is to gain insight into the problems arising from the valuation of acquisitions between small and medium-sized companies where the appropriate market price has not been determined on the market by publicly quoted companies. The thesis begins with a theory section that explores the options for the implementation of acquisitions, the significance of the implementation method from the tax perspective and the valuation of the acquisition. Thereafter, there is an empirical part based on the published reports, which seeks reasons for the problems that arise from the acquisitions and seeks solutions for them by using the presented theory.

The thesis shows that the right and proper valuation was one of the most important factors in the success of the acquisition. However, small and medium-sized companies do not often use expert services in valuation, leaving it to the trading parties, which often leads to a failure in acquisition or issues after the deal.

Sisällysluettelo

1. Johdanto.....	1
1.1 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelmat	2
1.2 Teoreettinen viitekehys	4
1.3. Tutkimuksen rajaukset ja rakenne	4
1.4 Aikaisempi tutkimus	6
1.5 Tutkimusmenetelmä ja –aineisto.....	8
2. Yrityskauppa.....	9
2.1. Osakekauppa.....	10
2.2 Liiketoimintakauppa	11
2.3 Yrityskauppaa valmistelevat toimet.....	12
2.4 Yrityskaupan jälkihoito	14
3. Yrityskauppojen ongelmien aiheuttajia	15
3.1 Yrityksen arvonmääritys.....	15
3.2 Yleisimmät arvonmääritysmallit.....	16
3.2.1 Suhdelukuihin perustuva arvonmääritys.....	17
3.2.2 Osinkoperusteinen malli ja vapaan kassavirran perusteinen malli	18
3.2.3 Taloudellisen lisäarvon malli.....	19
3.3 Oikeudellinen arvonmääritys.....	19
3.4 Yrityskaupan verotus.....	21
3.4.1 Osakekaupan verotus myyjälle.....	21
3.4.2 Osakekaupan verotus ostajalle	22
3.4.3 Liiketoimintakaupan verotus myyjälle	23
3.4.4 Liiketoimintakaupan verotus ostajalle	23
4. Yrityskauppariidat	24
4.1 Riitojen syyt.....	26
4.1.1 Sopimustekniset syyt riidan aiheena	27
4.1.2 Arvonmääritys ongelman aiheena	29
4.2 Riitojen ratkaisu ja välttäminen	30
5. Yhteenveto ja johtopäätökset	31
Lähdeluettelo	34

1. Johdanto

Yrityskauppa voi olla yritykselle tapa toteuttaa strategiaa tai eläköityvälle yrittäjälle tapa päästä yrityksestä eroon, mikäli sille ei jatkajaa löydy. Yrityskaupassa onnistuminen ei kuitenkaan ole varsinkaan pienille yrityksille yksiselitteinen asia, sillä se sisältää monia yksityiskohtia, jotka voivat vaikuttaa merkittävästi lopputulokseen. Yrityskaupat ovatkin helppo tapa saada lisää omistaja-arvoa, mutta epäonnistuessaan myös voivat tuhota jo olemassa olevan arvon (Katramo, Laurila, Matinlauri, Niemelä, Svenssas & Wilkman 2011, 71). Tilastokeskuksen julkaiseman Alueellisen yritystoimintatilaston mukaan Suomessa oli vuonna 2015 noin 360 000 toimivaa yritystä (SVT, A).

Yrityskauppa ei itsessään ole yritysjärjestely, vaikka sitä usein nimitetään sellaiseksi. Yrityskauppa on kuitenkin yleisin tapa järjestellä yrityksen toimintaa, sekä omistuspohjaa uudelleen jolloin se toimii osana yritysjärjestelykokonaisuutta. Näin ollen se on usein fuusion, jakautumisen tai liiketoimintasiirron ensimmäinen vaihe. (Immonen 2011, 19) Yrityskaupan prosessina voidaan katsoa jakautuvan kolmeen vaiheeseen, jotka ovat valmistautuminen, toteutus ja kaupan jälkihoito. Kauppaan voi sisältyä monia erillisiä oikeustoimia ja siihen voi liittyä niin liiketaloudellisia, verotuksellisia kuin myös henkisiä ongelmia, kysymyksiä sekä vaikuttavia tekijöitä (Järvenoja 2007, 214). Janne Mettovaara Asianajotoimisto Legistum Oy:sta toteaaakin kirjoituksessaan *Yrityskaupat pk-yrityksissä*, että jokainen yrityskauppa on uniikki, sillä kahta samanlaista yritystä ei ole olemassa eikä kahta samanlaista yrityskauppaakaan. Näin ollen, vaikka kokemusta yrityskaupoista olisikin on yrityskauppa aina uusi tilanne niin myyvälle kuin ostavallekin taholle. Dittmar & Indrenius (2015) toteavatkin tutkimuksessaan yrityskaupoissa syntyneiden riitojen lisääntyneen viimeisen viiden vuoden aikana. Tästä syystä yrityskaupan toteutuksen vaikutuksia ja seurauksia on syytä pohtia hyvin ennalta, jotta riidoilta ja epäonnistuneilta yrityskaupoilta vältyttäisiin.

Yrityskaupat voidaan jaotella toteutustavan mukaan kahteen osa-alueeseen, liiketoimintakauppaan eli substanssikauppaan, jossa ostava yritys ostaa ostonkohteena olevalta yritykseltä pelkästään sen liiketoiminnan tai sen osan, mutta itse ostettava yritys jää sen omistajille. Toinen vaihtoehto on yhtiöosuuskauppa eli osakekauppa, jossa ostava

yritys ostaa osan tai koko ostokohteena olevan yrityksen osakekannan. Tämän jaottelun suurimpana erona on niiden vaikutus yrityskaupan veroseuraamuksiin sekä ostajan, että myyjän näkökulmasta. Vain yhtiömuotoiset yritykset voivat valita näiden kahden toteutusmuodon väliltä ja liikkeen- sekä ammatinharjoittajat voivat toteuttaa yrityskaupan vain substanssikauppana. (Ossa 2014, IV) Yrityskaupat voidaan myös jaotella strategian mukaan horisontaalisiin ja vertikaalisiin yrityskauppoihin. Horisontaalisessa yrityskaupassa voidaan pyrkiä lisäämään yrityksen markkinavoimaa. Tällöin sekä ostettava yritys, että ostava yritys toimivat samalla toimialalla ja samoilla markkinoilla. Tarkoituksena on siis vähentää kilpailua ostamalla kilpaileva yritys. Vertikaalisessa yrityskaupassa taas ostaja pyrkii parantamaan asemaansa arvoketjussa. Tällöin yritykset toimivat samalla toimialalla jakeluketjun eri vaiheissa. Näin ostaja voi saada hallintaansa jakeluketjun niitä osia joita se ei ole ennen hallinnut. (Katramo et al. 2011, 26)

Yrityskaupan hinta määräytyy yrityskaupassa kaupan kohteena olevan yrityksen myyjän määrittämästä myyntihinnasta sekä yritystä hankkivan tahon maksuhalukkuudesta. Kuitenkin mikäli kauppahinnasta syntyy erimielisyyksiä jälkeempään, ratkaistaan tilannetta oikeudellisen arvonmäärityksen avulla. Oikeudellinen arvonmääritys voi liittyä esimerkiksi verotukseen, osakkeiden lunastustilanteisiin tai perintöriitaan. Kuitenkin pienille ja keskisuurille yrityksille tällainen hinnan määrittäminen on haastavaa. (Savolainen, Osa 1, 2014)

1.1 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelmat

Tämän tutkielman tarkoituksena on tutkia pienten sekä keskisuurten yritysten yrityskauppoja. Tutkimuksessa keskitytään pienten sekä keskisuurten yritysten välisien yrityskauppatilanteiden arvonmäärityksessä syntyneisiin ongelmiin ja riitoihin. Yrityskauppatilanteita käsitellään sellaisissa tilanteissa, jossa ostava yritys pyrkii saavuttamaan määräysvallan ostokohteena olevasta yrityksestä. Suomen valtion omistaman erityisrahasto Finnveran mukaan yrityskauppojen määrä kasvoi vuonna 2016 21% euromääräisesti ja kappalemääräisesti kasvua syntyi 5%. Suomessa toteutetaan

vuosittain noin kahdestatuhannesta kolmeentuhanteen yrityskauppaa, mutta tarkkaa tilastoa ei kaikkien yrityskauppojen määrästä ole (Koivikko 2017).

Yrityskaupoissa on yleistä, että ostajan ja myyjän intressit ovat toisistaan poikkeavia. Tämä saattaa johtua esimerkiksi siitä syystä, että yrityskaupalla on veroseuraamuksia kolmella eri tasolla eli kaupan kohteena olevan yrityksen, myyjän sekä ostajan tasolla. Tästä johtuen yrityskaupan toteutustavasta riippuvat veroseuraamukset vaikuttavat yrityskaupan hinnan realisoitumiseen. (Ossa 2014, VI) Esimerkiksi kauppahinta ei ole välttämättä heti vähennyskelpoinen, jos kaupan kohteena on osakeyhtiön osakkeet (Järvenoja 2007, 214-215). Verotuksen vaikutuksilla on merkittävä osa yrityskaupan kannattavuuteen ja se pitää ottaa huomioon osaksi yrityskaupan suunnittelua. (Ossa 2014, IV)

Päätutkimuskysymys:

-Aiheuttaako arvonmääritys pienten sekä keskisuurten yritysten yrityskaupoissa ongelmia?

Alatutkimuskysymykset:

-Mitkä tekijät vaikuttavat yrityskaupan kohteen arvonmääritykseen?

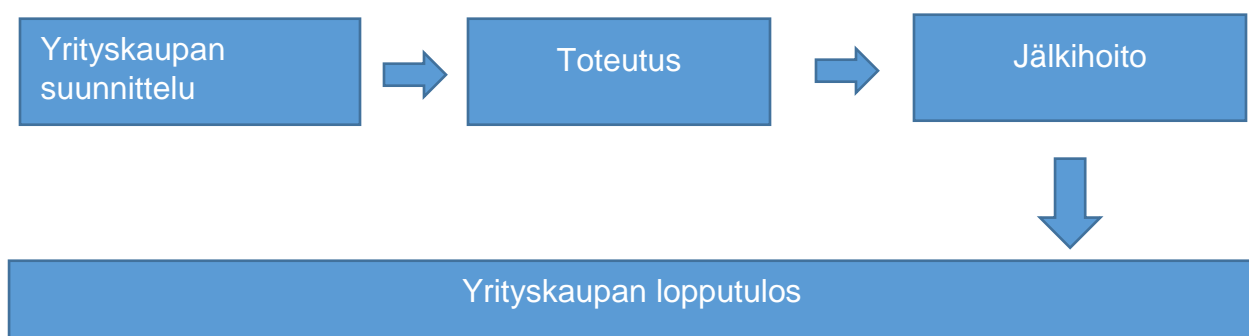
-Mitkä muut tekijät aiheuttavat ongelmia pk-yritysten yrityskaupoissa, jotka johtavat riitoihin yrityskaupan jälkeen tai kaupan kaatumiseen?

-Miten yrityskaupoissa syntyneitä ongelmia voidaan välttää tai ratkaista?

Tutkimuksen päätavoitteena on perehtyä pienten sekä keskisuurten yrityskauppojen toteutustapoihin sekä perehtyä ongelmatilanteisiin, jotka syntyvät näiden yrityskauppojen arvonmäärityksen yhteydessä. Tutkimuksessa pyritään myös selvittämään muita syitä miksi yrityskauppa ei toteudu tai sen jälkeen syntyy riitaa osapuolien välillä. Lisäksi mahdollisille riitatilanteille pyritään löytää tapoja ratkaista tilanne. Yrityskauppariidoista 88% päättyy sovintoon (Dittmar & Indrenius, 2015).

1.2 Teoreettinen viitekehys

Yrityskaupassa voidaan nähdä kolme erillistä tasoa, joilla on kuitenkin vaikutusta toisiinsa. Se lähtee liikkeelle kaupan suunnittelusta, jossa perehdytään yrityskaupan kohteeseen, toteutustapoihin ja määritetään yritykselle arvo sekä tehdään mahdollisesti yrityskauppaa valmistelevia toimia. Yksi kysymys suunnitteluvaiheessa, joka on otettava huomioon sen suuren yksittäisen vaikutuksen takia, on verotus. (Ossa 2014, IV). Tämän jälkeen seuraa toteutusvaihe jossa kaupan osapuolet neuvottelevat toteutustavasta, hinnasta sekä monista muista sopimukseen liittyvistä tekijöistä. Viimeinen vaihe yrityskaupassa on sen jälkihoito joka voi esimerkiksi pitää sisällään ostokohteen purkamisen tai sulautumisen ja lisäksi kaupassa sovittuja asioita kuten esimerkiksi yrityksen myyneen henkilön toimia kaupan jälkeen. (Katramo et al. 2011, 47-58)



Kuvio 1. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys

Tämän teoreettisen viitekehysten tarkoituksena on selvittää yrityskaupan rakennetta, ja sen aikana siihen vaikuttavia tekijöitä, jotka vaikuttavat lopulta yrityskaupan lopputulokseen ja mahdollisiin ongelmiin yrityskaupassa.

1.3. Tutkimuksen rajaukset ja rakenne

Tutkimuksen alussa rajautui tutkimus koskemaan pelkästään pieniä sekä keskisuuria yrityksiä. Pieniksi ja keskisuuriksi yrityksiksi lasketaan yritykset, joissa työskentelee alle

250 henkeä sekä joiden taseen loppusumma on alle 43 miljoonaa euroa, tai liikevaihto on alle 50 miljoonaa euroa. Lisäksi näiden yritysten pitää täyttää riippumattomuuden määritelmä, eli yrityksen pääomasta tai äänivaltaisista osakkeista ei saa olla 25 prosenttia yrityksen tai yrityksiä omistuksessa, jotka eivät täytä pk-yrityksen määritelmää. (SVT, B) Tämä päätös syntyi koska suurissa yrityksissä yrityskauppojen toteutuksen osaamisen voidaan olettaa olevan erittäin korkealla tasolla ja niissä vaikuttavia tekijöitä on laajan omistuspohjan myötä useampia. Lisäksi tutkimus rajattiin koskemaan vain suomalaisia yrityksiä, sillä lainsäädäntö poikkeaa varsinkin verotuksen osalta maakohtaisesti.

Työ käsittelee yrityskauppoja, joissa ostaja eli yrityksen liiketoiminnan tai osakekannan hankkiva osapuoli hankkii ostettavasta yrityksestä määräys vallan tai saa hallintaansa sen liiketoiminnan, eikä yrityskaupassa ole kysymys sukupolven vaihdoksesta. Osakeyhtiön on hankittava sellainen osuus ostettavasta yhtiöstä, joka vastaa yli puolia kaikkien yhtiön osakkeiden luomasta äänimäärästä, mikäli se haluaa määräysvallan ostettavasta yhtiöstä (Järvenoja 2007, 217). Koska henkilöyhtiöt voivat toteuttaa yrityskaupan pelkästään substanssikauppana, tutkimus rajattiin koskemaan vain julkisesti noteeraamattomia osakeyhtiöitä ja tutkimuksen ulkopuolelle jäi näin myös muut yhtiömuotoiset yritykset (Ossa 2014, VI).

Suomessa oli 31.12.2016 Patentti- ja Rekisterihallituksen mukaan 268 093 julkisesti noteeraamatonta osakeyhtiötä (Patentti ja Rekisteri hallitus). Viimeiseksi tutkielmasta suljettiin pois yritykset, joita verotetaan Maatilatalouden tuloverolain MVL mukaan, sillä se poikkeaa yrityksistä, joita verotetaan EVL:n tai TVL:n mukaan.

Tutkimus muodostuu neljästä osa-alueesta, jotka käsittävät johdannon, teorian, empiirisen tutkimuksen ja tutkimuksen tulokset. Tutkimuksen ensimmäinen luku muodostuu johdannosta, joka käsittää tutkimuksen taustatietoa, tutkimusongelmat ja alaongelmat, tutkimuksen rajaukset perusteluineen sekä rakenteen. Toinen osa-alue käsittää tutkimuksen vaatimat keskeiset teoriat, jossa esitellään yrityskauppoja yleisesti sekä syvennyttään tarkemmin osakekauppoihin sekä liiketoimintakauppoihin. Lisäksi teoriasta käsitellään yrityskauppaa valmistelevia toimia, jälkihoitoa, yrityskaupan arvonmäärittämistä sekä veroseuraamuksia. Nämä kappaleet muodostuvat aikaisemmasta tieteellisestä kirjallisuudesta. Kolmas osa-alue on empiirinen tutkimus,

jossa käsitellään tutkimuksen aineistona toimivien raporttien sisältöä tutkimuskysymysten kannalta. Viimeinen osa-alue sisältää tutkimuksen tulokset ja yhteenvedon, jossa käsitellään myös mahdollisuuksia jatkotutkimuksiin.

1.4 Aikaisempi tutkimus

Savolainen tutki pienyritysten arvonmäärittäystä vuonna 2014 julkaistussa kaksiosaisessa artikkelissaan Pienyritysten arvonmäärittäminen oikeudellisena ongelmana, Osa 1: Arvokäsitteiden merkityksestä ja Osa 2: Arvon määrittämisessä käytettävistä menetelmistä. Tutkimukseen oli otettu mukaan pienet ja keski-suuret pörssissä noteeraamattomat yritykset, joita valtaosa suomalaisista yrityksistä on ja joiden arvonmäärittäminen koetaan yleensä haasteelliseksi. Tutkimuksen päätavoitteena oli löytää välineitä oikeudellisen arvomäärittäytäratkaisun tekemiseksi ottaen huomioon sekä oikeudelliset että arvomäärittäytsteoreettiset tekijät. Tuloksina tutkimuksessa huomattiin, että pienyrityksien arvomäärittäminen on oikeudellisesti katsottuna vähintäänkin haastavaa ja yrityskauppatilanteissa hinta määräytyy sen perusteella millä hinnalla myyjä on valmis yrityksen myymään ja ostaja taas ostamaan. Kuitenkin mikäli yrityskauppa riitaantuu tai yritykselle pitää muusta syystä saada arvotettua oikeudellinen arvomäärittäytys, on yrityksen arvon määrittäytmiseksi käytetty muun muassa P/e-lukua (hintatuotoilla), jossa yrityksen tulosta on verrattu vastaavien yritysten saamaan P/e-lukuun. Kuitenkin tässäkin tapauksessa oli mainittu, että P/e-luvun käyttäytminen ei anna välttämättä täysin oikeaa kuvaa yrityksen todellisesta arvosta, sillä P/e-lukuja ei ole mahdollista saada tarkasti kuin noteeratuista yhtiöistä joiden markkina-arvo P on määritteltävissä markkinoilta. Yleisimmät oikeudelliset arvomäärittäytstavat pienille yrityksille olivat Markkina-arvo, Tuotto-arvo sekä Substanssi-arvo. Näitä menetelmiä käytetään yleisesti tilanteissa, jossa määrittetään yritykselle perintöverollista arvoa tai on kyseessä vähemmistöosuuden pakkolunastaminen. Oikeudelliseen arvomäärittäytmiseen perehdytään työn kappaleessa 3.4.

Böckerman ja Lehto (2006) tutkivat artikkelissaan *Enemy of Labour? Analy sing the Employment Effects of Mergers and Acquisitions* yrityskauppojen teettämää

työllisyysvaikutuksia, käyttämällä yhdistettyä aineistoa vuosilta 1989-2003. He vertasivat kansainvälisten yrityskauppojen vaikutusta työllisyyteen, kotimaisiin yrityskauppoihin sekä yritysten sisäisiin järjestelyihin. Tutkimus sisältää kaikki toimialasektorit jotka on jaettu tutkimuksessa valmistukseen, rakentamiseen ja muihin palveluihin sekä kaupanalaan. Tutkimuksessa ei erikoistuttu pieniin ja keskisuuriin yrityksiin vaan mukaan oli otettu kaikki yrityskaupat Suomesta, joissa omistusosuus on ollut vähintään 50% sekä liikevaihto noin yli 510 000 euroa (3 miljoonaa suomen markkaa). Lisäksi tutkimuksesta oli rajattu pois yritykset, jotka olivat kaupan kohteena useammin kuin kerran vuoden aikana. Tutkimus perustui Talouselämä lehden julkaisemiin tilastoihin yrityskaupoista ja yhteensä yrityskauppoja oli tutkimuksessa 7289 kappaletta.

Tutkimusten tuloksina todettiin teollisuudessa kansainvälisten yrityskauppojen vähentävän työllisyyttä ja muilla toimialoilla kansainvälisten yrityskauppojen vaikutus työllisyyteen oli huomattavasti pienempi. Kotimaisissa yrityskaupoissa ja yritysten sisäisissä järjestelyissä huomattiin myös sen vaikutus yleisesti vähentää työllisyyttä, mutta vaikutukset vaihtelivat sektoreittain.

Sonninen (2003) tutkii omassa Edilex:ssä julkaistussa opinnäytetyössään *Osakeyhtiön sukupolvenvaihdon valmistelu-, toteutus- ja rahoitusmenetelmät* nimenomaan yrityskauppatilanteita joissa on kyseessä sukupolvenvaihdos tai joissa hyödynnetään sukupolvenvaihdosta koskevaa lainsäädäntöä. Tutkimuksen tavoitteena oli tarkastella kuinka erilaiset perheyrietykset voivat toteuttaa sukupolvenvaihdon mahdollisimman järkevästi. Tutkimus ei käsittele niitä sukupolvenvaihdoksia joissa jatkaja ei löydy lähisuvusta, eli niitä tilanteita joissa voidaan hyödyntää sukupolvenvaihdoksia koskevia lakeja. Sukupolvenvaihdoksessa on kyseessä eräänlainen yrityskauppa, jota koskee hieman erilaisia lainsäädöksiä kuin muita yrityskauppoja. Tutkimuksessa käsitellään vain osakeyhtiömuotoisia yrityksiä sekä tutkitaan näitä tapahtumia yhtiöoikeudellisesta sekä verotuksellisesta näkökulmasta.

Tutkimuksessa perehdytään muun muassa yrityksen arvonmäärittämiseen. Siviilioikeudellisesti sukupolvenvaihdon vastikkeen suuruuden saa päättää vapaasti mutta kyseinen arvo ei kuitenkaan sido verottajaa. Verottaja laskee yritykselle verotusarvon, jonka määrittämisessä hyödynnetään oikeudellista arvonmäärittämistä.

Tuloksina tutkimuksesta voidaan todeta, että sukupolvenvaihdokset ovat muiden yrityskauppojenkin tavoin yksilöllisiä toimenpiteitä joille ei ole olemassa yhtä oikeaa tapaa ratkaista. Tutkimus esittelikin enemmän erilaisia yleispäteviä vaihtoehtoja sekä kokosi aiheeseen liittyvää lainsäädäntöä.

Tämä tutkimus asettuu vanhoihin tutkimuksiin nähden hyvinkin vähän tutkittuun osa-alueeseen. Aiempaa tutkimusta pk-yrityksien yrityskauppojen arvonmäärittämisessä syntyneistä ongelmista Suomessa ei juurikaan löytynyt ja selvän ongelman olemassaolon myötä tutkimukselle on myös tarvetta.

1.5 Tutkimusmenetelmä ja –aineisto

Tutkimus toteutetaan kvalitatiivisena eli laadullisen tutkimuksena. Tutkimuksen empiirisessä osiossa esiteltyjä ongelmia esitetään käytännön esimerkkien ja teorian avulla yritetään löytää ratkaisuja aineistossa ilmenneisiin ongelmiin tutkimuskysymyksiä avulla. Pääpainona työssä pidän aiemman aiheesta tehdyn tutkimuksen. Tutkimuksen empiirisen osion aineistona käytän yrityskauppojen epäonnistumisen syitä sekä riidan aiheita käsitteleviä raportteja, joita on julkaistu Suomessa ja joista nähdään mitkä tekijät ovat aiheuttaneet riitatilanteita yrityskaupoissa osapuolten välillä. Empiria koostuu kahdesta suuremmasta raportista jotka ovat aiheesta julkaistu.

Tutkielmassa on päädytty laadulliseen tutkimukseen, sillä yrityskauppojen riidat ovat aina yksilöllisiä, joten yhtä oikeaa ratkaisua ei tutkimuskysymyksiin löydy vaan asiaa on pohdittava useammalta kannalta. Laadullinen tutkimus perustuu pienemmän havaintojoukon tarkempaan analysointiin, jossa tutkimuksen perustelut korostavat teoriapitoisuutta kaiken tutkimuksen lähtökohtana (Tuomi & Sarajärvi 2009, 17-20). Tässä tutkielmassa aineistona käytetään sekundääriaineistoa, jona toimivat kaksi tyypiltään kvantitatiivista tutkimusta. Se sopii tutkimuksen tavaksi erityisesti silloin kun tutkimuksessa ollaan kiinnostuneita tapahtumien yksityiskohtaisista rakenteista, eikä niinkään yleisluontoisesta jakaantumisesta sekä kun halutaan saada tietoa tietyistä

tapahtumista mukana olleiden yksittäisten toimijoiden merkitysrakenteista (Metsämuuronen 2006, 88).

Ensimmäinen on Suomen Yrittäjien vuonna 2013 käynnistämän hankkeen pohjalta Seinäjoen ammattikorkeakoulussa tehty raportti *Kesken jääneet yrityskaupat myyjien ja ostajien näkökulma*. Raportin tekijät ovat Heikkilä, Kettunen, Matalamäki, Tall, Varamäki ja Viljamaa. Raportti on julkaistu Seinäjoen ammattikorkeakoulun julkaisusarja B:ssä Raportteja ja selvityksiä B91,119s.

Toisena osana tutkimuksessa on lakiasiantomisto Dittmar & Indreniuksen *Yrityskauppariitatutkimus* vuodelta 2015. Raportissa on selvitetty yrityskauppojen riidanaiheita, ratkaisukeinoja sekä vaikutuksia. Tämä oli toteutettu yhteistyössä Pohjoisranta Burson-Marstellerin kanssa. Raportin mukaan 88% yrityskauppariidoista päättyi vuonna 2015 sovintoon kun luku oli vielä vuonna 2011 79%. Yleisimmät riidanaiheet olivat tutkimuksen mukaan kauppahintamekanismi, liitännäissopimukset ja mahdollinen lisäkauppahinta. Kauppahintamekanismi oli tutkimuksen kyselyn mukaan ollut osana riidan aiheena 26% vastauksista ja yleisin riidanaihe 11% vastauksista. Kauppahintamekanismi taas oli ollut yleisin riidanaihe 23% vastanneista ja 13% vastanneista se oli ollut riidan aihe. Lisäksi tutkimuksen intressisuhteista selviää kauppahinnan olleen osana erittäin suuressa osassa yrityskauppariidoissa. Vapaamuotoinen sovintomenettely osoittautui tutkimuksessa parhaaksi tavaksi riitojen ratkaisemiseksi.

2. Yrityskauppa

Yrityskauppa määritellään Kilpailulain 4 luvun 21§ seuraavasti: 1) Kirjanpitolain (1336/1997) 1 luvun 5§ tarkoitetun määräysvallan tai vastaavan tosiasiallisen määräysvallan hankkiminen, 2) elinkeinonharjoittajan koko liiketoiminnan tai sen osan hankkimista, 3) sulautumista ja 4) sellaisen yhteisyrityksen perustamista, joka huolehtii pysyvästi kaikista itsenäiselle yritykselle kuuluvista tehtävistä.

Yrityskaupalla siis tarkoitetaan järjestelyä jossa yritys joko myy osan tai koko yrityksen pois jolloin sitä kutsutaan omistuskaupaksi. Toinen vaihtoehto on, että yritys myy pelkästään liiketoimintansa tai sen osan jolloin kyseessä on substanssikauppa. Yrityskauppa voidaan myös toteuttaa näiden yhdistelmänä, sulautumisella tai kombinaatiosulautumisella. (Immonen 2011, 2) Kun yrityskauppa toteutetaan substanssikauppana, tulee myyjän huomioida myös toimintansa kaupan jälkeen, sillä se voi vaikuttaa merkittävästi veroseuraamuksiin (Ossa 2011,1525). Osakekauppa voidaan taas jakaa kauppahinnan maksamisen toteutustavan mukaan kahteen alaluokkaan. Nämä ovat käteiskauppa sekä osakevaihtoon, jossa myyjä saa yrityskaupan kauppahinnan ostavan yrityksen osakkeina. Jälkimmäinen antaa mahdollisuuden myyjälle jatkaa työskentelyä myydyssä yhtiössä ilman, että joutuu maksamaan luovutusvoittoveroja (Järvenoja 2007, 214-216).

2.1. Osakekauppa

Osakekauppa on oikeudelliselta luonteeltaan irtaimen omaisuuden kauppa. Osakeyhtiön omistajalla eli yrittäjällä on oikeus luovuttaa osakkeensa haluamallaan hinnalla sekä päättämillään ehdoilla osakkeiden vaihdannan vapauden mukaan, tästä kuitenkin voi olla poikkeuksia määrätty yhtiöjärjestykseen. (Immonen 2011, 28-31) Tämä yhtiöjärjestyksessä määrätty vapaan luovutettavuuden rajoittaminen on suomalaisten osakeyhtiöiden yhtiöjärjestyksessä erittäin yleistä. (Airaksinen, Pulkkinen & Rasinaho 2007 A, 18)

Kun yrityskauppa toteutetaan osakekauppana, siirtyy ostajalle pelkästään ostokohteena olevan yrityksen osakkeet, mutta yrityksen varat sekä velat jäävät itse ostettuun yritykseen. Lisäksi osakekaupassa yrityksen sopimukset säilyvät yleensä omistuksen vaihtumisesta huolimatta. (Blummé, Pitkänen, Raunio & Äärilä 2008, 14) Osakekauppa onkin myyjän kannalta usein turvallisempi ja yksinkertaisempi vaihtoehto verrattuna substanssikauppaan. Tämä johtuu suureksi osaksi siitä, että kun yhtiön velat, varat sekä sopimukset siirtyvät yrityskaupan mukana, vapautuu omistaja yrityksen vastuista ja

kaupasta syntynyttä voittoa verotetaan omistajan verotuksessa. (Engblom & Lakari 2012, 40)

Ostajalla on myös usein tavoitteena saada yrityskaupasta synergiaetuja, mikäli ostajan toinen omistama yritys tai ostava yritys toimii samalla toimialalla. Synergiaeduilla tarkoitetaan tilannetta, jossa yrityksiä liiketoiminta on yhdessä toimiessa kannattavampaa, kuin niiden toimiessa erillään. (Leppiniemi 2002, 223) Synergiahyötyjen arviointi onkin yksi vaikeimmista tehtävistä yrityskaupan arvon määrittäessä. Nämä voidaan jakaa kuuteen eri osa-alueeseen arvon määrittämisen helpottamiseksi:

- 1) tuottosynergiat jotka perustuvat liikevaihdon kasvuun
- 2) Kulusynergiat, eli esimerkiksi hallintokulujen aleneminen suhteessa kasvuun
- 3) Rahoitukselliset synergiat, eli yrityksen rahoituskustannusten aleneminen
- 4) Omaisuuseriin liittyvät synergiat, tällä voidaan tarkoittaa, esimerkiksi päällekkäisistä omaisuuseristä luopumista esimerkiksi kone jota tarvitaan vain yksi
- 5) Verotukselliset synergiat, joilla tarkoitetaan mahdollisuutta vähentää tappioita verotuksessa
- 6) Synergiat uusista liiketoimintamahdollisuuksista (Katramo et al. 2011, 97-98).

2.2 Liiketoimintakauppa

Liiketoimintakauppa on oikeudellisesti katsottuna osaksi irtaimen omaisuuden kauppa ja osaksi kiinteistökauppa. Irtaimen omaisuuden kauppa käsittää liikeomaisuuden ja kiinteistökauppa sisältää myytävänä olevan kiinteän omaisuuden osan. Yleensä liiketoimintakaupassa tehdään pääkauppakirja ja sen lisäksi mahdollisesta kiinteästä omaisuudesta tehdään erilliset luovutuskirjat MK 2:1§:n mukaisesti. (Immonen 2011, 30) Kaupanhinnan jakautuminen kauppankohteena olevien omaisuuserien kesken määrää, miten hankintameno lasketaan ostajalle. Tämän takia kauppakirjassa tulisi olla yksilöinti eri omaisuuserille, koska EVL:n määräämät rajoitukset poistoerille poikkeavat

omaisuuserien kesken (Ossa 2014, VI). Periaatteena on, että kauppahintana eri erien kesken jaetaan niille niiden käyvät arvot ja mikäli tätä jakoa ei ole, on viimeisenä mahdollisuutena merkitä hyödykkeille hankintamenoksi niiden verotusarvot (Ossa 2011, 1530). Kun liiketoimintakaupassa siirretään sopimuksia ostavaan yritykseen, täytyy muistaa, että nämä sopimukset ovat siirrettävissä vain sopimuksen kaikkien osapuolien suostumuksella (Blummé et al. 2008, 11).

Liiketoimintakaupan hinta muodostuu kiinteään- sekä vaihto-omaisuuden lisäksi yrityksen liikearvosta, jota kutsutaan myös englanninkielisellä termillä goodwill. Tämä liikearvo koostuu ostokohteen asemasta markkinalla, tuotemerkkien arvosta sekä henkilöstöstä joka voi olla valmiiksi koulutettu sekä kokenut alan toiminnasta. (Immonen & Lindgren 2009, 32) Liikearvo näkyikin tulevaisuudessa yrityksistä saatavissa nettotuotoissa. Koska liikearvoa ei ole kirjattu yrityksen kirjanpitoon sen määrittäminen on usein hankalaa. Kuitenkin yrityskaupassa tämä liikearvon osa merkitään kirjanpitoon siksi osaksi joka ei muodostu tasearvon ylittävästä osasta. (Savolainen 2014, Osa 2 11) Kaupassa voidaan myös sopia, että osa kaupan hinnasta muodostuu kyseiseen liiketoimintaan liittyvistä myyjän veloista. Nämä velat eivät siirry liiketoimintakaupassa automaattisesti liiketoiminnan mukana ostajalle. Mikäli kauppakirjassa ei ole sovittuliiketoimintaan liittyvien velkojen siirtymisestä ja myyjälle yhtiölle kauppahinnasta maksettavaksi siis velkoja jotka eivät enää liity sen liiketoimintaan ja näin eivät myöskään tuota yritykselle enää lisäarvoa. Lisäksi esimerkiksi takaus vastuita voidaan siirtää liiketoimintakaupan mukana ostajalle. Kuitenkin näidenkin erillisten sopimusten toteuttaminen vaatii erikseen velkojen tai vastuiden kolmansien osapuolien suostumuksen (Blummé et al. 2008, 11).

2.3 Yrityskauppaa valmistelevat toimet

Yrityskaupan valmistelevia toimia voivat olla, esimerkiksi liiketoimintasiirrot, taseen keventäminen tai yrityksen omistaja ostaa yritykseltä jonkin asian itselleen, joka ei kuulu yrityksen ostajan intresseihin kuten kiinteistö. Liiketoimintasiirrolla tarkoitetaan tässä tilanteessa toimea, jolla ostokohteenä oleva osa yhtiöstä eriytetään omaksi yhtiökseen. Näin voidaan toimia esimerkiksi tilanteissa, jossa ostajaa kiinnostaa yrityksestä jokin tietty

liiketoiminta-alue ja siihen kuuluva omaisuus. Näin Yrityskauppa voidaan toteuttaa osakekauppana ja ostaja saa hankittua vain sen osan mistä on kiinnostunut tai myyjä saa hankkiuduttua eroon siitä osasta yritystä josta haluaa luopua. (Katramo et al. 2011, 29) Kuitenkin liiketoiminta siirtoon liittyy rajoituksia. Se voidaan toteuttaa aina konserni rakenteessa alaspäin, mutta emoyhtiön liiketoimintasiirrolla ei voida siirtää liiketoimintaa niin, että tytäryhtiö omistaisi emoyhtiön osakkeita, tästä sääntelystä määrätään osakeyhtiölaissa (Honkamäki & Pennanen 2010, 232-233).

Jakautuminen on myös yleinen yritysjärjestely ennen yrityskauppaa. Sillä voidaan edellä kuvatun tavoin myös jakaa yhtiön varoja ja velkoja omiksi yhtiöikseen niin, että ostettava kohde saadaan eriytettyä muusta yhtiöstä. Tällöin tilannetta kutsutaan osittaisjakautumiseksi, joka on ollut mahdollista Suomessa vuodesta 2007 lähtien. (Katramo et al. 2011, 186-190) Diffuusiota eli yrityksen jakamista säädetään yhtiöoikeudellisesti vain osakeyhtiölaissa. Jakautumisessa uuden yhtiön on oltava osakeyhtiö, sillä siitä säädetään osakeyhtiölaissa. Jakautumisessa syntyneitä uusia tai uusia yhtiöitä kutsutaan vastaanottaviksi yhtiöiksi ja ne saavat jakautumisessa vastikkeeksi jakautuvan yhtiön osakkeita. (Sonninen 2003, 28) Jakautumisen päämuodot ovat kokonais- ja osittaisjakautuminen. Kokonaisjakautumisessa jakautuvan yhtiön kaikki varat sekä velat siirtyvät vastaanottavalle yhtiölle joita pitää olla vähintään kaksi ja näin jakautuva yhtiö lakkaa olemasta. Osittaisjakautumisessa taas vain osa jakautuvan yhtiön varoista sekä veloista siirretään vastaanottavalle yhtiölle ja tällöin vastaanottavia yhtiöitä pitää olla vain yksi. (Airaksinen et al. 2007 B, 313-314)

Jakautumista voidaan myös käyttää yhtiön taseen keventämiseen. Yhtiöön on voinut kasaantua suuri määrä voittovaroja joita yrittäjän ei esimerkiksi ole kannattanut verotuksellisista syistä nostaa pois yhtiöstä. Nämä varat voivat olla sijoitusvarallisuutena tai likvidinä rahana yhtiössä. Mikäli yrityksen omistaja ei halua nostaa yrityksen jakokelpoisia varoja kokonaan pois yhtiöstä osinkona, jolloin joutuisi maksamaan siitä verot, voidaan jakautumista siis hyödyntää siirrettäessä varoja pois ostokohteena olevasta yhtiön varallisuudesta. (Järvenoja 2007, 140-143) Tällaisen toimenpiteen lopputuloksena yritystään myyvä taho saa esimerkiksi itselleen sijoitustoimintaa harjoittavan yrityksen joka toimii omistajayrittäjän eläketurvana. (Sonninen 2003, 31)

Verotuksessa varojen ja velkojen siirtämistä vastaanottavalle yhtiölle käsitellään niin, että jakautuvan yhtiön vähentämättä olevat hankintamenot ja muut pitkävaikutteiset menot ovat vähennettävissä vastaanottavan yhtiön verotuksessa, tämä noudattaa siis jatkuvuusperiaatetta, eikä jakautuminen aiheuta veroseuraamuksia veronalaisena tulona yhtiössä (Järvenoja 2007, 140-143).

2.4 Yrityskaupan jälkihoito

Yrityskaupan toteutuksen jälkeiset toimet vaikuttavat myös sen kannattavuuteen ostajan osalta. Osakekaupan seurauksena yrityksen omistaessa toisen yrityksen osakekannan voidaan se pitää konsernin tytäryhtiönä, sulauttaa emoyhtiöön tai ostettu yritys voidaan purkaa kokonaan. Näitä toimia arvioitaessa tulee ottaa huomioon osinkovirta, konserniavustukset, osakeluovutusten verovapaus ja fuusion tai purkutuloksen hyödyntäminen. (Ossa 2014, IV) Sulautuminen on määritelty osakeyhtiölain 16 luvussa. Sulautumisessa sulautuvan yhtiön kaikki varat ja velat siirtyvät vastaanottavalle yhtiölle ja tämän johdosta yhtiö purkautuu ja loppuu näin olemasta. Kuitenkin tässä tapauksessa yrityksillä olisi käytössä tytäryhtiö sulautuminen, jolloin omistuksen jakautuminen ja muuhun vastikkeisiin liittyvät aiset on voitu sopia sopimusperusteisesti (Airaksinen et al. 2007 B, 138). Sulautumisella tavoitellaan yleisesti liiketaloudellisia ja verotuksellisia hyötyjä. Sulautumisessa sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat vastikkeeksi vastaanottavan yrityksen osakkeita, rahaa, muuta omaisuutta tai sitoumuksia. (Sonninen 2003, 24-25)

Mikäli yhtiö päättää jättää konsernirakenteen ja ostetusta yhtiöstä tulee näin tytäryhtiö, täytyy verotuksessa ottaa huomioon, että konsernin yhtiöitä verotetaan erikseen. Kuitenkin konserniavustuksilla voidaan tasoittaa konsernin verorasitusta (Ossa 2014, IV). Konserniavustus on yleisesti vastikkeeton liiketapahtuma, jossa yhtiön varoja siirretään yhtiön varallisuuspiiriin ulkopuolelle. Taloudelliselta kannalta emoyhtiön tytäryhtiölle antama konserniavustus on hyvin lähellä pääomasijoitusta ja tytäryhtiön emoyhtiölle antama konserniavustus on taloudelliselta piirteeltään osingonjakona (Villa 2016, 322-323).

Yrityksen purkamisesta muodostuvat kulut eivät ole vähennettävissä verotuksessa. Myöskään fuusiossa syntyneet voitot tai tappiot eivät ole vastaanottavan yhtiön verotuksessa tuloja tai vähennyskelpoisia tappioita. (Ossa 2014, IV) Kuitenkin purkautuvan yhtiön verotuksessa omaisuus katsotaan luovutetuksi sen käyvällä arvolla ja käyvän arvon sekä poistamatta olevan hankintamenon erotus katsotaan purkautuvan yhtiön verotuksessa tuloksi. Toisaalta taas vastaanottava yhtiö saa vähennettyä tämän käyvänarvon poistoina omassa verotuksessaan. Näin verorasitus ei ole suurempi tässä tilanteessa kuin ilman yhtiön purkamistakaan (Katramo et al. 2011, 197).

3. Yrityskauppojen ongelmien aiheuttajia

Talouselämä-lehdessä julkaistun Jan Ollilan (2011) tekemän uutisen Dittmar & Indreniuksen (2011) raportista mukaan, Suomessa osapuolet joutuvat käsittelemään asioita koskien yrityskaupan osapuolien vastuita ja velvoitteita, joka kolmannen yrityskaupan jälkeen yrityskaupoissa, joissa mukana on ollut pörssiyhtiö tai pääomasijoittaja. Taas vain viidennes yrityskaupoista johtaa riitaan ja vain yksi kymmenestä päättyy yleisen tuomioistuimen ratkaistavaksi. (Ollila, 2011) Tässä kappaleessa perehdytään sellaisiin tekijöihin jotka voivat aiheuttaa ongelmia yrityskauppoja solmittaessa. Tässä kappaleessa käsitellään yrityskaupan kohteen arvonmäärittämistä sekä verotusta osake- ja liiketoimintakaupassa ostajan ja myyjän osalta. Arvonmäärittämisestä käsitellään yleisiä käytäntöjä sekä yleisimpiä rahoituksen laskentamalleja arvonmäärittämiseksi kuten kassavirtoihin perustuva malli, suhdelukuihin perustuva malli sekä taloudellisen lisäarvon malli.

3.1 Yrityksen arvonmäärittäminen

Yrityskauppatilanteessa on osapuolien pyrittävä selvittämään kaupan kohteena olevan yrityksen osakkeiden tai liiketoiminnan arvo. Perheyhtiöille tämä arvonmäärittäminen on erityisen tärkeä tapahtuma, sillä ne usein myyvät koko omistajan elämäntyön. Kaupan

osapuolien lisäksi kauppahinta kiinnostaa usein myös verottajaa ja myytävän yrityksen kilpailijoita. (Kallunki & Niemelä, 2004, 20) On muistettava, että pienyritysten vapaaehtoisten yrityskauppojen arvonmäärittämisessä ei ole yhtä oikeaa tapaa. Lisäksi kauppahintaan on voitu solmia mukaan esimerkiksi lisäkauppahintaa, joka on yksi yleisimmistä yrityskauppariidan syistä (Salonen, 2014 Osa 1, 15; Oehlandt & CO, 2016). Seuraavaksi käsitellään hieman tarkemmin yleistä osakekaupan hinnan määrittämistä, jonka jälkeen käsitellään oikeudellista arvonmäärittäystä sekä yrityskauppaan suoraan liittyvien verojen vaikutusta kauppahinnasta syntyviin tuloihin tai menoihin.

3.2 Yleisimmät arvonmäärittäsmallit

Noteeraamattomien yritysten osakekaupassa hinnan määräytyminen muodostuu yleisesti yrityksen varoista, veloista, sopimuksista, liikearvosta ja tuotto-odotuksista. Yleisesti velat vähentävät ja varat kasvattavat kaupan hintaa. Varojen ja velkojen välistä erotusta kutsutaan substanssiarvoksi, eli se osuus joka yrityksestä jäisi, jos sen toiminta lopetettaisiin. Substanssiarvoa pidetäänkin yleensä hinnan alarajana. (Leppiniemi 2002, 227) Tämän jälkeen mukaan huomioidaan sopimusten, liikearvon sekä tuotto-odotusten arvo. Kuitenkin näiden arvottamisessa on eri yrityskauppatilanteissa eroja. Myös eri toimialoilla toimivien yritysten arvonmäärittämisessä on erityyppisiä käytäntöjä. (Katramo et al. 2011, 71)

Tuottoarvosta eli yrityksen tulevien tuottojen arvon määrittämisestä on olemassa eri malleja. Tuottoihin perustuvat arvonmäärittäykset ovat yrityskaupoissa yleisimmin käytettyjä malleja. Nämä mallit perustuvat siihen, että yrityksen arvo muodostuu sen tulevaisuudessa tuottamien tulojen perusteella. Tässä yhteydessä tuloilla voidaan tarkoittaa kassavirtoja, osinkoja ja nettotulosta. Nämä tulevaisuudessa saatavat tulot muutetaan arvonmäärittäsmalleissa vastaamaan nykyhetkensä arvoa, eli diskontataan. (Savolainen 2014, Osa 2 9-10)

Diskonttaaminen tarkoittaa yksinkertaistettuna, että tulevaisuuden tuotoille tehdään käänteinen korkolasku nykyhetken jollakin korolla. Korkona usein toimii ostajan tuotto-

odotus varoilleen, joka muodostuu velallisen pääoman koroista sekä omanpääoman tuotto-odotuksesta (Leppiniemi 2002, 21-22). Rahoituksen perinteisiä arvonmäärittämissalleja käytetään myös pientenyritysten arvonmäärittämisessä. Yrityksen arvon teoreettisesti muodostuessa vieraan ja oman pääoman markkina-arvojen summana on vieraan pääoman arvo usein suhteellisen helppo määrittää. Kuitenkin omanpääoman arvottaminen on huomattavasti hankalampaa, jolloin käytetään erilaisia malleja kuten suhdelukuihin, kassavirtaan sekä yrityksen tuomaan lisäarvoon perustuvia malleja, joita esitellään seuraavaksi hieman tarkemmin. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 1999, 50-96)

3.2.1 Suhdelukuihin perustuva arvonmäärittäminen

Yksittäisiä suhdelukuja kuten P/e- ja P/b-lukuja käytetään edelleen hyvin paljon yritysten arvonmäärittämisessä ja niiden kelpoisuutta usein parannetaan käyttämällä useampia suhdelukuja yhtä aikaan tai laskemalla yksittäisten tunnuslukujen keskiarvoja useammalta vuodelta (Kallunki & Niemelä, 2004, 65). Yleisimmin käytettyjä suhdelukuja ovat EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E-, P/B-, P/S ja EV/S- tunnusluvut. EV/EBITDA:ssa liiketoiminnan arvo jaetaan liikevoitolla ja EV/EBIT:ssä taas liikevoitto on korvattu käyttökatteella. P/E-luvussa taas omanpääoman arvo on jaettu nettotuloksella. Nämä kaikki kolme ovat tulokseen suhtautettuja tunnuslukuja. P/B- luvussa omanpääomanarvoa jaetaan taseesta löytyvällä omanpääoman kirja-arvolla.

Liiketoiminnan volyyminä vertailevat tunnusluvut P/S- ja EV/S taas vertaavat ensimmäisenä mainitussa oman pääoman markkina-arvoa ja jälkimmäisessä liiketoiminnan arvoa liikevaihtoon. Tällaisten tunnuslukujen käyttäminen kuitenkin noteeraamattomissa yrityksissä on usein hyvin hankalaa, sillä esimerkiksi oman pääoman markkina-arvoa ei näille yhtiöille ole määritetty, eikä tunnusluvun antamaa arvoa voida välttämättä verrata tehokkaasti kilpailijoiden arvoihin. (Kallunki & Niemelä, 2004, 65-66) (Katramo et al. 2011, 105-107)

3.2.2 Osinkoperusteinen malli ja vapaan kassavirran perusteinen malli

Osinkoperusteisessa mallissa yrityksen arvo on yrityksen tulevaisuudessa maksamien osinkojen nykyarvon summa ja se onkin perinteinen omanpääoman arvonmääritysmalli (Kallunki & Niemelä 2004, 103). Se on myös toiminut lähtökohtana uudempien kehittyneempien arvostusmallien kuten vapaan kassavirran mallin kehityksessä. Vapaan kassavirran mallin käyttämistä perustellaan sillä, että tilinpäätöksiensä harkinnanvaraiset erät eivät vaikuta tunnusluvun antamaan arvoon. Tällaisina harkinnan varaisina erinä tarkoitetaan esimerkiksi investointien poistoja sekä muita tuloksenjärjestelyeriä jotka vaikuttavat virallisen tuloslaskelman antamaan tulokseen. (Katramo et al. 2011, 128-129)

Vapaalla kassavirralla tässä mallissa tarkoitetaan yrityksen vuosittain tuottamaa rahamäärää, josta on vähennetty verot ja jota ei tarvita muutoin yrityksen liiketoiminnan ylläpitämiseen (Rantanen 2012, 84). Tämän mallin hyvänä puolena on myös, että sillä voidaan tutkia niitä taustatekijöitä jotka synnyttävät yrityksen tuloksen kasvun ja tutkia tuloskehityksen edellytyksiä. Mallissa vapaat kassavirrat (FCF) jaetaan oman pääoman kustannuksella. Mallilla voidaan laskea joko oman pääoman arvo (FCFE) tai koko yrityksen arvo (FCFF). Alla esitetyn vapaankassavirran mallin kaavan FCF kuvaa vuosien vapaita kassavirtoja, r kuvaa diskonttaukseen käytettyä korkokantaa ja P on yrityksen arvo. (Kallunki & Niemelä 2004, 109)

$$P = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots$$

Kaava 1. Kassavirtamallin omanpääoman arvottamisen kaava (Kallunki & Niemelä 2004, 109).

3.2.3 Taloudellisen lisäarvon malli

Stewart & Co. on amerikkalainen yritys joka 1980- ja 1990 lukujen taitteessa lanseerasi markkinoille EVA:n (economic value added) eli taloudellisen lisäarvon mallin. Mallin ideana on vertailla yrityksen tulosta siihen sijoitetun pääomanmäärään. Lisäarvon määritelmässä käytetään oikaistua liikevoittoa, josta vähennetään oikaistut verot sekä oman ja vieraan pääoman sijoittajien vaatimat tuotot. (Martikainen & Martikainen 2009, 145-146) Lisäarvon mallissa yrityksen arvo siis muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta sekä tulevista lisävoitoista, jotka diskontataan vastaamaan nykyhetken arvoa käyttämällä korkona oman pääoman tuottovaatimusta. Tämän mallin heikkoutena yrityskauppa tilanteissa on tulevien tuottojen ennustettavuus. Mikäli yrityksen ostajalla ei ole kunnollista tietämystä tulevien tuottojen määrittämisestä ja kyseessä ollessa pienet ja keskisuuret noteeraamattomat yritykset ei yleisesti yrityksen tulevista tuotoista ole analyytikoiden laatimia arvoja, on mallin tuloksien ennustettavuus heikkoa. Se kuitenkin ottaa huomioon myös yrityksen kirjanpidollisen arvon jolloin tulevien tuottojen merkitys laskee suhteessa malleihin jotka perustuvat pelkästään tulevista tuotoista kuten osinkoperusteinen malli. (Kallunki, et al. 1991, 96-97) Lisäarvomallin kaavassa joka on esitelty alla tarkoittaa ae yrityksen tuottamaa lisävoittoa, BV_0 on oman pääoman kirjanpidollinen arvo, r kuvaa oman pääoman tuottovaatimusta ja P_0 on yrityksen arvo (Kallunki & Niemelä 2004, 119).

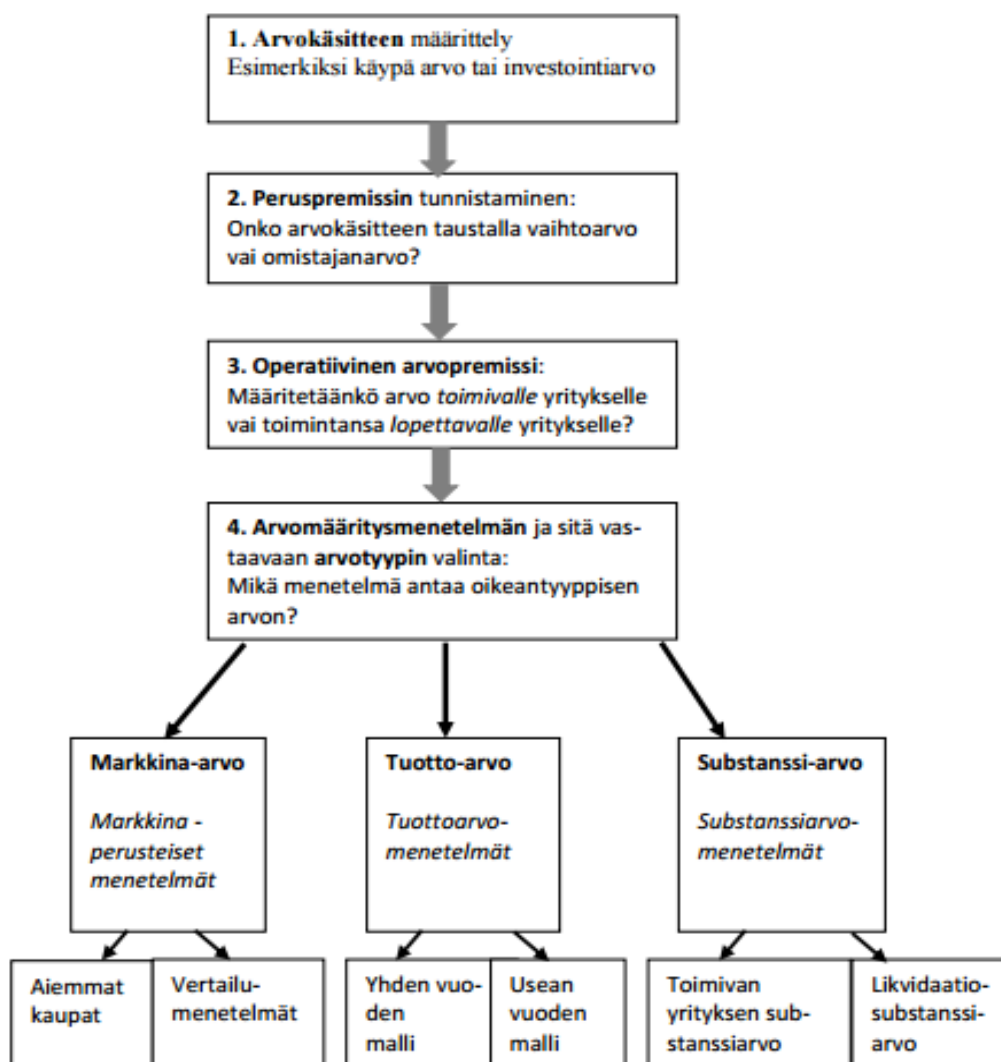
$$P_0 = BV_0 \frac{ae_1}{1+r} + \frac{ae_2}{(1+r)^2} + \frac{ae_3}{(1+r)^3} + \dots$$

Kaava 2. Lisäarvomallin kaava (Kallunki & Niemelä 2004, 119).

3.3 Oikeudellinen arvonmääritys

Oikeudellista arvonmääritystä käytetään esimerkiksi, perhe- tai perintöoikeudellisissa ja yhtiöoikeudellisissa riidoissa. Tällöin oikeudellista arvonmääritystä tarvitaan osakkeiden lunastushinnan määrittämiseksi. Tällöin hinnaksi määrätään käypä hinta. Lähtökohtana käypälle hinnalle on markkinahinta. Kuitenkin sen määrittäminen ei noteeraamattomille

yhtiöille ole mahdollista määrittää niin kuin julkisestintoteeratuille yhtiöille sillä niiden osakkeille ei ole olemassa tehokkaita jälkimarkkinoita. (Salonen, 2014, Osa 1, 23-24) Kokonaisille yrityksille ei myöskään ole olemassa toimivia markkinoita yrityksen ja niiden hyödykkeiden ainutkertaisesta luonteesta riippuen. Oikeudellisessa arvonnäärityksessä käytetään hyväksi liiketaloudellista ajattelutapaa sen määrittämiseksi mikä olisi yrityksen todellinen arvo. Tällä tavalla yritetään siis määrittää yrityksen käypä arvo. Yksi yleistyvä arvonnäärityksen kohde oikeudellisesti on immateriaalioikeuksien arvottaminen. (Bergström 2002, 2) Seuraavassa kuviossa on kuvailtu oikeudellista arvonnääritysprosessia.



Kuva 1. Oikeudellisen arvonnäärityksen kulku (Salolainen 2014, Osa 2, 57)

3.4 Yrityskaupan verotus

Yrityskaupasta syntyvät veroseuraamukset on yksittäisenä kulueränä usein niin merkittävä, että se vaikuttaa yrityskaupassa syntyneeseen kassavirtaan sekä tilinpäätöksen tunnuslukuihin. Yrityskaupassa syntyviin veroihin voidaankin vaikuttaa myyjän osalta yrityskauppaa ennakoivilla toimilla, joita käsiteltiin edellä (Katramo et al. 2011, 181). Lisäksi yrityskaupan toteutustapa vaikuttaa suurelta osin yrityskaupan veroseuraamuksiin (Ossa 2014, IV) Kappaleessa käsitellään yrityskaupan verotusta niin että se on jaoteltu neljään osa-alueeseen myyjän sekä ostajan mukaan sekä yrityskaupan toteutustavan mukaan osakekauppaan ja liiketoiminta eli substanssikauppaan.

3.4.1 Osakekaupan verotus myyjälle

Myyjän kannalta on tärkeää, katsotaanko osakkeiden omistaminen EVL:n vai TVL:n mukaan verotettavaksi toiminnaksi. EVL:n mukaan verotetaan usein emoyhtiötä, jonka tytäryhtiö harjoittaa elinkeinotoimintaa. Taas TVL:n mukaan verotetaan yksityishenkilön osakkeiden omistamiseen ja hallinnoimiseen tarkoitettua yhtiötä. (Immonen 2011, 64) TVL 46§:n mukaisesti lasketaan kauppahinnasta verotettava osa eli luovutusvoitto niin, että kauppahinnasta vähennetään hankintamenot. Kuitenkin Tuloverolain 46§ on kirjattu, että hankintameno-olettama on vähintään 20% ja mikäli osakkeet ovat olleet myyjän hallussa vähintään 10 vuoden ajan, on hankintameno-olettama 40%. Näin ollen mikäli yrityksen omaisuuden hankintameno olisi ollut perustettaessa vain esimerkiksi 10% hankintahinnasta ja yritys olisi perustettu 20 vuotta sitten, saa hän vähennettyä kauppahinnasta kuitenkin 40% hankintameno olettaman mukaan ja joutuisi maksamaan näin veroja vain 60% osalta kauppahinnasta (Verohallinto, Luovutusvoitto osakkeiden myyjän verotuksessa).

Mikäli myyjän verotusta käsitellään EVL:n mukaan, jaetaan osakkeiden luovutusvoitot veronalaisesti luovutettaviin osakkeisiin ja verovapaasti luovutettaviin omaisuusosakkeisiin. (Immonen 2011, 64) Vuonna 2004 voimaan tulleessa yritysverouudistuksessa muuttui osakeyhtiöiden osakeluovutusten verokohtelu

huomattavalta osin. Tämä uudistus tehtiin osaksi vastauksena kansainväliseen verokilpailuun ja siinä jo monissa muissa maissa voimassa ollut käytäntö käyttöomaisuuteen kuuluvien suorasijoitusosakkeiden luovutushinta määrättiin verovapaaksi ja hankintameno vähennyskelvottomaksi. (Blummé et al. 2008, 143) Nämä verovapaasti luovutettavat omaisuusosakkeet ovat poikkeuksia ja yleisesti osakkeet ovat veronalaisesti luovutettavissa. Verovapaita käyttöomaisuus osakkeita voivat olla esimerkiksi maa-alueet, arvopaperit, rakennukset ja koneet. Näiden osakkeiden verovapaan luovutettavuuden vastapainona on niiden hankintameno vähennyskelvottomuus yrityskaupassa. Kauppahinta tuloutetaan suoriteperusteisesti yleisesti sinä vuonna, kun kaupan sopimus on tehty. (Immonen 2011, 64-80)

3.4.2 Osakekaupan verotus ostajalle

Osakekaupassa verotuksen osalta merkitsevin kysymys ostajan kannalta on usein siinä, mitkä kustannukset kaupasta katsotaan osakkeiden hankintamenoksi ja jääkö sellaisia kustannuksia joita voisi vähentää vuosikuluina. Osakkeiden kauppahinta ja niiden oikaisuerät sekä varainsiirtovero katsotaan osakkeiden hankintamenoksi. Lisäksi yrityskaupassa mahdollisesti käytetty asianajopalkkio lasketaan hankintamenoksi. Sen sijaan, mikäli kaupassa on käytetty apuna konsulttia, voidaan hänen palkkionsa katsoa yleishallintokuluksi ja ne voidaan vähentää EVL 7§:n mukaan vuosikuluina. Hankintameno ostava yritys pääsee hyödyntämään vasta kun uusi omistaja myy yrityksen eteenpäin, jolloin hän saa vähentää hankintameno osan pois kaupan hinnasta. (Honkamäki & Pennanen 2010, 92) EVL:n statuksen luoman oikeuden mukaan ostaja saa vähentää yrityskauppaan käyttämänsä vieraanpääoman koron elinkeinotoiminnan korkona. Tämä luo mahdolliseksi ostokohteena olevan yrityksen tulevien kassavirtojen tehokkaan käyttämisen yrityskaupan rahoittamisessa (Immonen 2011, 64). Lisäksi Suomessa yrityskaupan toteutuessa osakekauppana on ostajan maksettava varainsiirtovero, joka on 1,6% kauppahinnasta (Katramo et al. 2011, 208).

3.4.3 Liiketoimintakaupan verotus myyjälle

Koska liiketoimintakaupassa syntyvät voitot kuuluvat myyjän osakeyhtiölle, verotetaan niitä tuloverotuksen mukaan. (Ossa 2014, VI) Suomen yhteisöverokanta on vuonna 2017 20% (Verohallinto, Tuloverotus). Liiketoimintakaupassa yrityksen luopuessa liiketoiminnasta ja omaisuuseristä syntyy myyvälle yhtiölle veronalaista tuloa. Vaihto-, sijoitus- ja käyttöomaisuudesta saadut luovutushinnat ja muut vastikkeet ovat EVL 5§:n mukaan veronalaista tuloa. Tähän lukeutuu myös muu elinkeinossa käytetyt aineelliset ja aineettomat hyödykkeet. Lisäksi rahoitusomaisuudesta syntynyt kurssi-, luovutus- ja indeksivoitot ovat myös veronalaista tuloa. Kuitenkin kauppahinnasta saa verotuksessa vähentää kunkin omaisuuserän hankinnasta kirjanpidossa poistamatta olevan hankintamenonosan. Tämä poikkeaa siis osakekauppojen yhteydessä esitetyn TVL:n mukaisen hankintameno-olettaman soveltamisesta. (Blummé et al. 2008, 137)

Koska liiketoimintakaupasta syntyneet nettovoitot kohdistuvat myyvälle yhtiölle, voi se johtaa ainakin osaksi myyvän yhtiön omistajan kannalta kahdenkertaiseen verotukseen joka koostuu yhtiöverosta sekä omistajan henkilökohtaisista veroista, kun yrityskaupan voittoja jaetaan omistajalle. Tällainen kahdenkertainen verotus tulee kysymykseen aina niissä tilanteissa, joissa kaupasta saatu voitto realisoidaan yhtiön osakkeiden myyntivoittona (Ossa 2011, 1529). Varojenjakotavat on määritelty OYL 13:1 §:n mukaan osingonjakoon, muu varojen jakaminen vapaanomanpääoman rahastosta, omien osakkeiden hankinta ja lunastaminen, osakepääoman alentaminen sekä osakeyhtiön purkaminen (Airaksinen, Pulkkinen & Rasinaho 2007 B, 12-13). Lisäksi omistaja voi nostaa työstään ansiotulona palkkaa mutta se ei voi kohdistua pelkästään yrityskaupasta saatuun tuloon eikä omistaja voi nostaa yrityksestään enää palkkaa, mikäli on myynyt yrityksestä kaiken liiketoiminnan (Engblom & Lakari 2012, 456).

3.4.4 Liiketoimintakaupan verotus ostajalle

Se miten kauppahinta jakautuu kohteena olevien omaisuuserien kesken määrittää hankintamenon (Ossa 2011, 1530). Substanssikaupassa ostajan kannalta on tärkeää,

miten kauppahinta jakautuu omistuserien kesken, koska sillä on usein merkitystä, miten se jakautuu ostajan tuloksenlaskentaan ja verotukseen. Sen osa kauppahinnasta, joka kohdistuu EVL:n mukaan poistokelpoiseen omaisuuteen, saa ostava yritys siitä vähennyskelpoista omaisuutta ja näin mahdollisen verohyödyn. Siitä osuudesta kauppahinnasta joka kohdistuu poistokelvottomiin omaisuuseriin, kuten osakkeisiin ja maa-alueisiin saa ostava yritys vähentää kauppahinnan hankintamenoa ne myydessään. (Blummé et al. 2008, 138) Vastikkeettomista omaisuuseristä hankintameno määräytyy perintö- ja lahjaverotuksessa käytetyn arvon perusteella (Ossa 2011, 1530).

Mikäli yrityskaupassa syntyy liikearvoa, ei ostava yritys saa tästä liikearvon osasta kauppahinnasta vähennettävää hankintamenoa. Siltä osin, kun liikearvo muodostuu ostavan yrityksen toiminnasta, tuloutuu tämä liikearvo myyjälle. Kuitenkin ostaja saa liikearvosta erillisen poistokelpoisen erän taseeseensa, jota voidaan poistaa EVL 24§:n mukaan tasapoistona, jonka taloudelliseksi pitoajaksi on määritetty maksimissaan kymmenen vuotta. (Blummé et al. 2008 138) Tämän takia liiketoimintakaupassa ostaja voikin poistaa mahdollisesti lähes koko kaupan hinnan vuotuisina poistoina ja juuri liikearvon poistamisen mahdollisuuden takia liiketoimintakauppa on ostajalle usein mielekkäämpi vaihtoehto kuin osakekauppa (Katramo et al. 2011, 200).

4. Yrityskauppariidat

Tässä kappaleessa etsitään yrityskauppariitojen yleisimpiä syitä sekä evidenssiä tutkimuskysymyksiin, tutkimusaineistona olevien raporttien sekä tutkimuksessa esitellyn teorian avulla. Tutkimus perustuu sekundäärilähteisiin. Sekundäärilähteeksi kutsutaan tutkimuksen aineistoa, joka on jonkin toisen tutkijan keräämää käsittelemätöntä aineistoa. Tällöin alkuperäinen tutkimuskin voi hyötyä, mikäli toisessa tutkimuksessa pystytään lisää analysimaan aineistoa. Tässä tutkielmassa käytetty aineisto voidaan jaotella tarkemmin aiemman tutkimuksen tuottamaksi materiaaliksi. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2009, 186-189) Näin kahta aineistoa yhdistelemällä saadaan tässä tutkimuksessa tärkeää tietoa arvonmäärityksen synnyttämistä ongelmista yrityskaupoissa.

Aineistona toimivat raportit *Kesken jääneet yrityskaupat myyjien ja ostajien näkökulma* (Heikkilä et al. 2014) ja Yrityskauppariitatutkimus (Dittmar & Indrenius 2015). Heikkilän et al. 2014 raportissa on teetetty vuonna 2014 internet-kysely johon vastasi 156 henkilöä joista 40 oli ollut ostajan asemassa yrityskaupassa ja 116 myyjinä. Raportti perustuu pieniin ja keskisuuriin yrityksiin vastaajista pienimmän yrityksen työntekijöiden määrän ollessa 0 henkilöä ja liikevaihdon alle 100 000 euroa. Suurimman kyselyyn vastanneen yrityksen vastaavat luvut olivat 160 työntekijää ja liikevaihtoa 27 miljoonaa euroa. Yrityskaupan kohdetta hankkivana osapuolena oli 40 vastaajista eli 26% ja myyjäosapuolena 116 kappaletta eli 74%. Dittmar & Indreniuksen (2015) raportin kyselyyn vastasi edustajia 64:stä suomalaisesta yrityksestä ja he olivat yhteensä olleet osallisena 752:ssa yrityskaupassa edeltäneiden 5 vuoden aikana. Vastaajista toimitusjohtajia oli 14, talousjohtajia ja hallintojohtajia 24, lakiasiaainjohtajia ja lakimiehiä 16 ja muita edustajia 8. Vastanneista 60% ei usko riitojen yleistyneen viimeisen viiden vuoden aikana, kun taas 26% uskoo riitojen määrän kasvaneen. 14% vastaajista ei osannut sanoa kantaansa riitojen määrän kasvusta. 81% vastaajista kuitenkin sanoi olleensa mukana yrityskauppariidassa viimeisen viiden vuoden aikana.

Yrityskauppariidan ratkeaminen molempia osapuolia tyydyttävällä tavalla on tärkeää, sillä osapuolet voivat jatkaa yrityssuhteita kaupan jälkeen ja riidat syövät turhaan yrityksen resursseja varsinaisesta liiketoiminnasta. Yli puolet riitojen osapuolista arvostavatkin ratkaisussa molempien osapuolien etuja ja yrityssuhteiden säilymistä ja 62% oli sitä mieltä, että riidat vievät paljon aikaa muilta työtehtäviltä (Dittmar & Indrenius 2015). *Kesken jääneet yrityskaupat myyjien ja ostajien näkökulma* raportin mukaan pienten ja keskisuurten yritysten välisistä epäonnistuneista yrityskaupoista osakekauppoja oli 38% ja 55% oli substanssikauppoja, 7% vastaajista eivät ole osanneet sanoa kumpaa toimintamenetelmää kaupassa olisi käytetty (Heikkilä et al. 2014). Kappale on jaettu niin, että ensiksi käsitellään riitojen yleisimpiä syitä, jonka jälkeen syvennytään riitojen aiheuttajiin hieman syvemmin. Näiden jälkeen tutkielmassa pyritään löytämään ratkaisukeinoja riitojen välttämiseksi sekä ratkaisujen löytämiseksi.

4.1 Riitojen syyt

Yrityskauppariitatutkimuksen mukaan 88% riidoista päättyy sovintoon, kun vastaava luku oli 79% vielä vuonna 2011. Riitojen yleisimpiä syitä olivat kauppahintamekanismi, liitännäissopimukset ja mahdollinen lisäkauppahinta. Yrityskauppariitatutkimus raportin mukaan myös kaupan hinnalla on ollut intressisuhde yli 10% riidan syyhyn 60%:lla vastaajista. (Dittmar & Indrenius 2015)

Pienillä ja keskisuurilla yrityksillä ostajan näkökulmasta suurimpia ongelmia olivat myyjän antama liian korkea hintapyyntö yrityksestä sekä arvon määrittäminen. Tulokset oli kerätty kyselyllä, jossa piti määrittää aiheena olleen asian aiheuttaman ongelman suuruus asteikolla 1-5 ja tuloksina keskiarvo liian korkealle pyyntihinnalle oli 4 ja arvonmäärittämiselle 3,2. Toteuttamisvaihtoehdon suunnittelu ja valinta oli myös ollut ostajien mielestä neljänneksi suurin ongelma yrityskaupan toteuttamiseksi. (Heikkilä et al. 2014, 48) Nämä tulokset sopivat hyvin yhteen Savolaisen (2014) tulosten kanssa joissa todettiin pienten sekä keskisuurten yritysten arvonmäärittämisen oleva hyvinkin hankalaa.

Yrityskaupan myyjinä toimineiden osapuolien mielestä suurimpia ongelmia yrityskaupan toteutumiselle olivat ostajan rahoituksen saaminen ja ostajaehdokkaan löytäminen. Kuitenkin arvonmäärittäminen ja ostajan liian matala hintatarjous olivat kolmanneksi ja neljänneksi suurimmat ongelmat yrityskaupoissa. Rahoituksessa ongelmaksi oli muodostunut liian korkeat rahoituksen ehdot tai rahoittaja ei ollut lähtenyt mukaan yrityskauppaan, josta varsinkin pankkien mukaan lähtemättä jääminen oli saanut raportissa mainintoja. Sen sijaan verotuksen merkitys ei ollut ostajille niin suuri ongelma kaupan syntymiseen. Yli puolet vastaajista oli arvioinut sen ykköseksi asteikolla 1-5, eli se ei ollut suurimmalle osalle lainkaan ongelma. Keskiarvo vastaajilla oli 2 joten hieman alle asteikon keskiarvon. Myyjien osalta vastaava keskiarvo oli 2,4 eli lähes asteikon puolivälissä. Siellä kakkosen ja kolmosen antaneiden määrä yhteensä oli 65%. (Heikkilä et al. 2014, 50)

Yrityskaupassa syntyneiden ongelmien arviointi ostajalle	1	2	3	4	5	Keskiarvo asteikolle. 1= ei lainkaan ongelma, 5= Erittäin suuri ongelma
Myyjän liian korkea hintapyyntö	11 %	5 %	8 %	22 %	54 %	4
Arvonmääritys	19 %	11 %	19 %	30 %	22 %	3,2
Toteuttamisvaihtoehtojen suunnittelu/valinta	30 %	27 %	27 %	5 %	11 %	2,4
Verotus	53 %	8 %	28 %	8 %	3 %	2
Yrityskaupassa syntyneiden ongelmien arviointi myyjälle	1	2	3	4	5	Keskiarvo asteikolle. 1= ei lainkaan ongelma, 5= Erittäin suuri ongelma
Arvonmääritys	7 %	26 %	34 %	23 %	10 %	3
Ostajan liian matala hintatarjous	13 %	30 %	24 %	17 %	16 %	2,9
Verotus	19 %	41 %	24 %	10 %	6 %	2,4
Toteuttamisvaihtoehtojen suunnittelu/valinta	26 %	27 %	33 %	10 %	3 %	2,4

Taulukko 1. *Kesken jääneet yrityskaupat myyjien ja ostajien näkökulma* raportin koottuja tuloksia. (Heikkilä et al. 2014, 48-50)

4.1.1 Sopimustekniset syyt riidan aiheena

Kauppahintamekanismi oli noussut Dittmarin & Indreniuksen tutkimuksessa liitännäissopimusten ja lisäkauppahinnan ohella suurimmiksi riidan syiksi yrityskaupoissa kuten edellisessä kappaleessa todettiin. Tähän voi vaikuttaa epäsymmetrinen informaatio eli kaupan tekohetkellä yrityksen myyjällä on paremmat tiedot yrityksen tulevaisuudesta kuin ostajalla. Lisäksi myyjä näkee yrityksen tulevaisuuden usein parempana kuin ostaja. (Katramo et al. 2011, 99) Lisäksi ostaja ei ole usein valmis maksamaan lisähintaa myyjän tuomasta lisäturvasta, earn outista tai maksuajasta, vaikka kyseisiä asioita myyjältä haluaakin (Rantanen 2012, 114). Kauppahintamekanismilla tarkoitetaan siis millä tavalla

yrittäjäkaupan lopullinen hinta määräytyy ja milloin kauppahinta maksetaan. Kauppahinnan maksaminen kokonaan kaupantekohetkellä ei välttämättä ole kummankaan osapuolen etu. Kauppahintaan voidaan esimerkiksi sisällyttää ehto, että jokin tietty kauppahinta toteutuu, jos tulevaisuuden kassavirrat tai tulos täyttävät jonkin ennalta määritetyn tason ja muuten päädytään matalampaan kauppahintaan. Tästä voi muodostua ongelma, sillä yrityksen ostaneella osapuolella on oikeus päättää muun muassa tulevaisuuden investoinneista, joilla saa laskettua tulosta niin, että korkeampi kauppahinta ei toteudu. Useammassa osassa maksettu kauppahinta on yleistä varsinkin pienillä yhtiöillä, jolloin yrityskaupan riskit saadaan paremmin jaettua molempien osapuolien välillä tai syynä voi olla rahoitustekniset syyt. (Katramo et al. 99; Rantanen 2012, 114)

Kun kauppahinnasta maksetaan osa jälkikäteen, on kyseessä lisäkauppahinta, josta käytetään myös nimitystä earn-out-malli. (Katramo et al. 2011, 99) Lisäkauppahinnalla tarkoitetaan myynnin kohteena olevan yhtiön edellisille osakkeenomistajille maksettavaa kauppahinnan lisäosaa, joka maksetaan myydyn yhtiön tulevien tuottojen perusteella (Katramo et al. 2011, 512). Lisäkauppahintaa voidaan myös muotoilla niin että myyjä saa jonkin osan yrityksen tulevasta tuotoista ennalta määrätyn ajan. Tällainen kauppahinnan korotus katsotaan TVL:n mukaisessa verotuksessa yleisesti vasta sen vuoden tuloksi, kun se maksetaan ja maksu varmistuu ja vain kiinteä kauppahinta katsotaan sen vuoden tuloksi, kun kauppa solmitaan. Tällainenkin järjestely voi aiheuttaa myöhempiä ongelmia kuten edellä kuvattiin kauppahintamekanismien yleisissä tapauksissa. Lisäksi riitoja voi syntyä, kun ostettu kohde integroidaan ostavana yhtiönä toimivaan yhtiöön eikä ostokohteen tuomia tuottoja pystyt enää tarkasti määrittelemään yhtiön muusta tuloksenteosta. (Blummé et al. 2008, 153; Katramo et al. 2011, 99-100)

Liitännäissopimuksista syntyneistä riidoista löytyy esimerkkitapauksia oikeuden päätöksistä. Muun muassa kilpailukieltosopimus voi olla kirjattuna yrityskauppasopimukseen jolla tarkoitetaan yleisesti sitä, että yrityksen myynyt taho ei saa harjoittaa myydylle yritykselle kilpailevaa liiketoimintaa määritellyn ajan kaupantekohetkeestä. Kilpailukieltolauseketta voidaankin pitää lähes välttämättömänä yritysjärjestelyiden toteutuksessa. (Huhtamäki 2010, 1-6) Yksi esimerkki tapaus kilpailukieltolausekkeesta syntyneestä riidasta on kun, hovioikeus vapautti vastaajan

sopimussakosta koska yrityskauppakirjaan kirjattu kilpailukieltolauseke ei nimenomaisesti kieltänyt yrityskaupassa myyjänä toiminutta henkilöä samalla alalla työntekemistä tai työsuhteessa olemista ilman että hänellä oli suoraa tai välillistä omistusta yhtiössä jossa työskenteli yrityskaupan jälkeen. (Surakka, 2015)

4.1.2 Arvonmääritys ongelman aiheena

Huomion arvoista Heikkilän et al. (2014) raportissa on, että noin kolmasosassa keskenjääneistä yrityskaupoista ei ollut kummallakaan kaupan osapuolella käytössään arvonmäärityksen asiantuntijaa ja vain toisella osapuolella 19%:ssa kaupoista. Molemmilla osapuolilla oli arvonmääritysasiantuntija mukana myös noin kolmannessa kaatuneista kaupoista, joten pelkästään asiantuntija ei aina takaa kaupan onnistumista. Kuitenkin täytyy huomioida, että arvonmääritys ei ollut ainoa syy kauppojen epäonnistumiseen. Kyselyn tuloksista nähdään myös, että 44%:ssa kaatuneista kaupoista ei ollut käytetty yhtään rahaa yrityskauppojen omistajanvaihdoksen asiantuntijoihin. Näin ollen kaupan tekeminen on isossa osassa kaatuneista yrityskaupoista täysin osapuolien osaamisen varassa.

Tässä tutkimuksessa voidaan huomioida myös Heikkilän et al. (2014) raporteissa käytetyt muuttujat *Ostajan liian matala hintatarjous* ja *Myyjän liian korkea hintapyyntö* arvonmäärityksen ongelmiin. Kun nämä syyt yrityskauppojen kaatumiseen otetaan huomioon, nousee oikean arvonmäärittämisen merkitys pk-yritysten yrityskauppojen epäonnistumisen syyksi erittäin korkeaksi. Raportissa vastaajista yrityskaupan hintaan ja arvonmäärittämiseen liittyvän syyn kaupan keskeytymiseen oli valinnut erittäin suureksi ongelmaksi (asteikolla 1-5 valittu 5) yrityksen ostajista 76% ja myyjistä 26%. Lisäksi Dittmarin ja Indreniuksen (2015) raportissa yrityskaupoista syntyneiden riitojen kolmesta yleisimmästä syystä kaksi liittyvät yrityskaupan hintaan ja näin ollen läheisesti arvonmäärittämiseen ja molempia osapuolia tyydyttävään kaupan lopulliseen hintaan.

4.2 Riitojen ratkaisu ja välttäminen

Yrityskauppariita tutkimuksessa parhaaksi tavaksi riitojen ratkaisuksi oli osoittautunut vapaamuotoinen sovintomenettely. Jopa 77% vastaajista oli pitänyt tätä parhaana tapana ratkaista yrityskaupoissa syntyneet riidat. Luku oli kuitenkin laskenut vuoden 2011 kyselystä jolloin 92% piti vapaamuotoista sovintomenettelyä parhaana ratkaisuna. Huonoimpana tapana ratkaista riita oli kyselyn mukaan yleinen tuomioistuin, saaden vuonna 2015 90% ja vuonna 2011 82% vastaajien mielipiteistä. Yhtenä selittävästä tekijänä näihin muutoksiin voidaan nähdä vapaaehtoisen strukturoidun sovintomenettelyn suosion kasvamisen. (Dittmar & Indrenius 2015) Strukturoidussa sovintomenettelyssä sovittelijana toimii puolueeton asiantuntija. Menettely osapuolet tapaavat ensiksi yhdessä yhteisessä sovitteluistunnossa jonka jälkeen on vuorossa yksipuoliset tapaamiset konfliktiosapuolten kanssa. Tämän jälkeen on yhteisistunnot, sovintoon pääseminen ja lopuksi laaditaan kirjallinen sovintosopimus. Näin ammatillisesti tapahtuvassa sovittelussa on huomattavissa paljon piirteitä oikeudenkäynnille. (Koulu 2006, 69)

Sovintomenettelyn parhaimpina puolina raportissa selvisi molempien etu ja suhteiden säilyminen, kustannustehokkuus sekä nopeus. Arvioitu keskimääräinen kesto vapaamuotoiselle sovintomenettelylle oli alle kaksi kuukautta ja strukturoidulle sovintomenettelylle alle kuusi kuukautta. Yleinen tuomioistuin riidan selvittämisen keinona kestää arvioidusti vähintään vuoden. Lisäksi vastaajista vain 26% piti yleisentuomioistuimen osaamista ratkaista yrityskauppariita melko hyvänä tai erittäin hyvänä. (Dittmar & Indrenius, 2015)

Riitojen välttämiseksi Dittmar & Indrenius 2015 listaavat raportissaan paremmin laaditut kauppasopimukset, laadukkaan neuvotteluprosessin sekä paremman due diligence - tarkistuksen. Due diligence- tarkistus tarkoittaa yksinkertaisesti yrityskaupan ostaja osapuolen tekemää huolellista tarkastusta yrityskaupan kohteesta, jossa riskejä ja vastuita kartoitetaan ennakolta (Katramo et al. 2011, 50). Paremmin laadittua kauppasopimusta piti vastaajista 64% tärkeänä ja 28% tärkeimpänä asiana riitojen välttämiseksi. (Dittmar & Indrenius 2015) Myöskin pienten ja keskisuurten välisissä

epäonnistuneissa yrityskaupoissa juristien palveluja oli käyttänyt vain 20% vastaajista. (Heikkilä et al. 2014)

5. Yhteenveto ja johtopäätökset

Tutkimuksessa saatiin vastauksia tutkimuskysymyksiin, joita esitellään tässä kappaleessa. Lisäksi kappaleessa kerrotaan ratkaisuehdotuksia ilmenneille ongelmille ja käsitellään jatkotutkimusaiheita.

Mikäli kaupan hinta nousee ongelmaksi jo ennen sopimusten tekemistä, ei riita ajaudu sovitteluun tai oikeuteen vaan kauppa jää syntymättä, jos osapuolet eivät pääse sopimukseen hinnasta. Jos taas riita syntyy vasta sopimusten jälkeen, jolloin kyseessä voi olla esimerkiksi näkemys erot sopimuksesta, joudutaan turvautumaan muihin toimenpiteisiin. Yrityskaupoissa syntyneet riidat ovat tutkimuksen tulosten mukaan suhteellisen yleisiä. Syyt riitoihin vaihtelevat pk-yritysten sekä suurien yritysten välillä jonkin verran, joka oli oletettavaa. Arvonmääritys tuntuu syntyvän ongelmaksi varsinkin pk-yrityksillä niissä yrityskaupoissa jotka eivät koskaan toteudu tai kauppaneuvottelut keskeytyvät toistaiseksi. Taas jo toteutuneissa yrityskaupoissa myöhemmin syntyneissä riitatilanteissa riidanaiheena on sopimustekniset erimielisyydet, mutta nekin liittyvät usein osaksi yrityskaupan lopullista maksettua hintaa. Yleisemmälle tasolle nostettuna on kaupan hintaan liittyvät syyt yleisimpiä ongelmien ja riitojen aiheuttajia yrityskaupoissa. Näin tämän tutkimuksen antamien tulosten mukaan voidaan oikea arvonmääritys ja yrityskaupan hinnan muodostuminen nostaa suurimmaksi yksittäiseksi ongelmaksi suomalaisten yritysten yrityskaupoissa.

Pk-yritykset eivät käytä juurikaan asiantuntijoiden apua yrityksen arvonmäärittämisessä. Tähän voi olla syynä yrittäjän tai myyjän uskomus omasta tietämyksensä tasosta. Varsinkin myyjänä toimiva yrittäjä voi uskoa tietävänsä yrityksen arvon muita paremmin. Näin ei kuitenkaan aina ole, sillä yrittäjälle on voinut syntyä niin sanottua tunnearvoa yritystään kohtaa. Varsinkin silloin kun hän on myymässä koko elämäntyötänsä

eteenpäin. Tällaiselle tunnearvolle ei ostajan näkökulmasta taas ole perusteita, sillä se ei tuota lisää rahaa tulevaisuudessa.

Myöskään ostajalla ei välttämättä ole kunnollista käsitystä yrityksen tulevaisuudessa tuomista tuotoista. Tällöin hän ei ole välttämättä valmis maksamaan myyjän tarjoamaa hintaa yrityksestä, vaikka se voisi esimerkiksi synergiaetujen myötä olla hänelle kannattavaa. Näiden tuloksien valossa olisi molemmille osapuolien kannalta kannattavaa hankkia yrityskaupan toteutukseen avuksi asiantuntija, mikäli kauppahinnasta ei päästä sopuun. Ulkopuolisen tahon tekemä hinta-arvio yritykselle tai sen liiketoiminnalle voi helpottaa osapuolia pääsemään yhteiseen lopputulokseen yrityskaupan sopivaksi hinnaksi. Vastaavaa edellä mainittua tunnearvoa voidaan olettaa löytyvän myös asuntokaupasta jossa asuntoaan myyvälle henkilölle voi syntyä tunneside omaan kotiinsa ja näin arvottaa sen kalliimmaksi kuin ammattilaisena näissä tilanteissa oleva kiinteistövälittäjä.

Lisäksi kaupan toteutustapa on noussut varsinkin pk-yrityksillä ongelmaksi. Näen yrityskaupan hinnan ja toteutustavan välillä selvän yhteyden. Mikäli yrityskaupan suurimpana ongelmana on hinta, voitaisiin toisella toteutustavalla saada verorasitusta kevennettyä toisen osapuolen kannalta niin, että kaupasta lopullisesti tuloutuva rahamäärä olisi lähempänä osapuolien arvostuksia. Tällainen tilanne on tietenkin aina uniikki, sillä kaupasta syntyvä verorasitus on kiinni monista tekijöistä, kuten yrityksen rakenteesta, velkojen määrästä ja monesta muusta asiasta joita käsiteltiin muun muassa tutkimuksissa Ossa (2014), Katramo et al. (2011), Immonen (2011) ja Blummé et al. (2008).

Lisäksi pk-yritykset käyttivät erittäin vähän juridisia asiantuntijoita apunaan yrityskaupoissa. Pankit tarjoavat usein juridista apua yrityskauppatilanteissa, mutta näiden tutkimustulosten valossa suosittelisin yrityskauppoihin erikoistuneen juristin hyödyntämistä näissä tilanteissa. Kuten Dittmarin & Indreniuksen (2015) raportin tuloksista nähdään, on oikein ja huolella suunniteltu sopimus yksi varimmista tavoista välttää riitojen syntymistä yrityskaupan toteutuksen jälkeen.

Mikäli yrityskauppa ajautuu riitaan toteutuksensa jälkeen, on paras tapa selvittää nämä erimielisyydet sovittelussa. Sovittelu eroaa yleisestä tuomioistuimesta niin kuluiltaan, kun

kestoltaankin. Tämän tutkimuksen evidenssin mukaan vapaamuotoinen sovittelu kestää vain kolmanneksen strukturoidun sovittelun kestosta ja ero yleiseen tuomioistuimeen kasvaa jo merkittävästi, alle kahdesta kuukaudesta vähintään vuoteen.

Tämän tutkimuksen tuloksista uskon olevan apua varsinkin pienien yritysten omistajille, jotka ovat myymässä omaa yritystään sekä tahoille jotka ovat hankkimassa pientä yritystä. Uskon tutkimuksen antavan varsinkin kokemattomille henkilöille paremman kuvan yrityskaupprosessin sisällöstä, vaihtoehdoista sekä varsinkin apua oikean kauppahinnan määrittämiseksi. Lisäksi tutkimuksessa annetaan paljon tietoa millaisia ongelmia yrityskaupoissa voi syntyä sekä ratkaisuehdotuksia näiden ongelmien ratkaisemiseksi. Haluan kuitenkin muistuttaa, että tämä tutkimus ei anna kaikkea tarpeellista tietoa yrityskaupan läpiviemiseksi ja asiantuntijoiden merkitys niin arvonmäärittämisessä sekä sopimuksen luomisessa on erittäin tärkeää riitojen välttämiseksi.

Jatkotutkimusaiheeksi pidän tarkempaa tutkimusta pk-yritysten arvonmäärittämistavoista sekä erilaisten arvonmäärittämistapojen vaikutuksesta kaupan lopputulokseen mielenkiintoisena aiheena. Tämä tutkimus ei vastannut kysymykseen, miten pk-yritykset todellisuudessa Suomessa toteuttavat kauppahinnan arvonmäärittämisen ja onko eri tavoilla merkitystä siihen, onnistuuko yrityskauppa vai jääkö se toteuttamatta. Tutkimusta suuremmista noteeratuista yrityksistä on tehty huomattavasti enemmän, mutta pk-yritysten välisten yrityskauppojen runsaan määrän vuoksi pitäisin tätä tutkimusaiheena mielenkiintoisena.

Lähdeluettelo

- Airaksinen, M., Pulkkinen, P., & Rasinaho, V. (2007 A) Osakeyhtiölaki 1, Helsinki, Talentum Media oy.
- Airaksinen, M., Pulkkinen, P., & Rasinaho, V. (2007 B) Osakeyhtiölaki 2, Helsinki, Talentum Media oy.
- Blummé, N., Pitkänen, T., Raunio, M., Äärilä, L., (2008) Yritystoiminnan uudelleenjärjestely, Keuruu, KHT-Media Oy.
- Böckerman, P. & Lehto, E. (2006) Enemy of Labour? Analysing the Employment Effects of Mergers and Acquisitions. Munich Personal RePEc Archive Paper no. 1812
- Dittmar & Indrenius (2015) Yrityskauppariitatutkimus [verkkodokumentti] [viitattu 11.04.2017] Saatavilla: http://www.dittmar.fi/sites/default/files/articlefiles/2015_12_03_Yrityskauppariitatutkimus_julkistamistilaisuus.pdf
- Engblom, A. & Lakari, T. (2012) Käytännön sukupolvenvaihdos, Helsinki, Talentum Media Oy.
- Heikkilä, T., Kettunen, S., Matalamäki, M., Varamäki, E. & Viljamaa A. (2014) Kesken jääneet yrityskaupat myyjien ja ostajien näkökulma. Seinäjoen ammattikorkeakoulun julkaisusarja B. Raportteja ja selvityksiä 91.
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. (2009) Tutki ja kirjoita. 15 painos. Hämeenlinna, Kariston Kirjapaino Oy
- Honkamäki, T., Pennanen, M., (2010) Yritysjärjestelyjen käsikirja. Juva WSOYpro
- Huhtamäki, H. (2010) Kilpailukieltolausekkeista yrityskauppojen osakassopimuksissa. Lakimies 3/2010 s. 357-378
- Immonen, R. (2011) Yritysjärjestelyt. 5.p. Helsinki, Talentum
- Immonen, R., & Lindgren, J. (2009) Onnistunut sukupolvenvaihdos, Helsinki, Talentum Media Oy.

- Isotalo, Kalle (2016) Joustava osakeyhtiö verojärjestelmässä. Edilex 2016/28
- Järvenoja, M. (2007) Yritysjärjestelyiden verotus. 2.p. Juva, WSOYpro
- Kallunki, J-P., Martikainen, T. & Niemelä, J. (1991) Yrityksen arvonmääritys. Helsinki, Kauppakamari Oyj.
- Kallunki, J-P., Niemelä, J. (2004) Uusi yrityksen arvonmääritys. Jyväskylä, Talentum Media Oy.
- Katramo, M., Laurila, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K. & Wilkman, N. (2011) Yrityskauppa. Helsinki, WSOYpro OY.
- Koivikko, K. (2017) Kaikki odotukset ylittyivät yrityskaupoissa, Finnvera [verkkodokumentti]. [viitattu 13.2.2017]. Saatavilla <https://www.finnvera.fi/finnvera/uutishuone/tiedotteet/kaikki-odotukset-ylittyivat-yrityskaupoissa>
- Koulu R. (2006) Kaupallisten riitojen sovittelu. University of Helsinki Conflict Management Institutun julkaisuja. Helsinki, Edita Prima Oy
- Leppiniemi, J. (2002) Rahoitus. 3.p. Helsinki, WSOY
- Martikainen, T. & Martikainen, M. (2009) Rahoituksen perusteet. Helsinki. WSOYpro OY.
- Mehtovaara, J. (2017) Yrityskaupat pk-yrityksissä. [verkkodokumentti] [viitattu 13.4.2017] Saatavilla: <http://www.legistum.fi/artikkelit/yrityskauppa/>
- Metsämuuronen, J. (2006) Laadullisen tutkimuksen käsikirja. 1p. Jyväskylä, Gummerus Kirjapaino Oy.
- Oehlandt & Co, (2016) Riitatilanteiden välttäminen yrityskauppasopimuksissa. [verkkodokumentti] [viitattu 12.04.2017] Saatavilla: <http://www.oehlandt.fi/riitatilanteiden-valttaminen-yrityskauppasopimuksissa/>
- Ollila, J. (2011) Yrityskaupasta riitaa? Talouselämä. [verkkodokumentti] [viitattu: 14.04.2017] Saatavilla: <http://www.talouselama.fi/yrityskaupat/yrityskaupasta-riitaa-3413532>

- Ossa, J. (2011) Yrityksen myynnin verokohtelu. Lakimies 7-8/2011 s. 1524-1540
- Ossa, J. (2014) Yritystoiminnan verotus. 2.p. Helsingin Kamari Oy, Helsinki [verkkodokumentti]. [viittaus 13.2.2017]. Saatavilla: <http://kauppakamaritieto.fi/fi/s/ak/kirjat/yritystoiminnan-verotus-2014/>
- Patentti- ja rekisterihallitus (PRH) Yritysten lukumäärät kaupparekisterissä [verkkojulkaisu]. [viitattu 13.02.2017] Saatavilla: <https://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/yritystenlkm/lkm.html>
- Rantanen, J. (2012) Arvonmääritys yrityskaupassa. Saarijärvi, Suomen yrittäjien sypoint oy.
- Ryynänen, O. (2000) Peitellyn osingon verotuksen edellytyksistä erityisesti silmällä pitäen veron kiertämisen yleislauseketta. Defensor Legis 2000/1 s. 108
- Savolainen, H. (2014) Pienyrityksen arvonmääritys oikeudellisena ongelmana, osa 1: Arvokäsitteiden merkityksestä, Edilex 2014/26
- Savolainen, H. (2014) Pienyrityksen arvonmääritys oikeudellisena ongelmana, osa 2: Arvon määrittämisessä käytettävistä menetelmistä, Edilex 2014/26
- Sonninen, N. (2003) Osakeyhtiön sukupolvenvaihdoksen valmistelu-, toteutus-, ja rahoitusmenetelmät. Edilex. [verkkojulkaisu] [viitattu: 14.04.2017] Saatavilla: <https://www-edilex-fi.ezproxy.cc.lut.fi/opinnaytetyot/763.pdf>
- Suomen virallinen tilasto (SVT, A): Alueellinen yritystoimintatilasto [verkkojulkaisu]. ISSN=2342-6241. 2015. Helsinki: Tilastokeskus [viitattu: 11.2.2017]. Saantitapa: http://www.stat.fi/til/alvr/2015/alvr_2015_2016-12-21_tie_001_fi.html
- Suomen virallinen tilasto (SVT, B): Käsitteet, PK-yritys. 2017 [verkkojulkaisu]. [viitattu 22.2.2017] Saatavilla: http://www.stat.fi/meta/kas/pk_yritys.html
- Surakka, J. (2015) Hovioikeus vapautti vastaajan 100 000 euron sopimussakosta, kun kilpailukieltolauseke yrityskaupakirjaankirjattuna ei nimenomaisesti kieltänyt työn tekemistä tai työsuhteesta olemista ilman suoraa tai välillistä omistusta yhtiöistä. Edilex-toimitus. [verkkodokumentti] [viitattu:15.04.2017] Saatavilla: <https://www-edilex->

fi.ezproxy.cc.lut.fi/uutiset/43369?allWords=yrityskauppa+kilpailukiello&offset=1&perpage=20&sort=relevance&searchSrc=1&advancedSearchKey=637260

Tuomi, J. & Sarajärvi, A. (2009) Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. 5 painos. Jyväskylä, Gummerus Kirjapaino Oy.

Verohallinto Luovutusvoitto osakkeiden myyjän verotuksessa [verkkodokumentti]. [viitattu 17.2.2017]. Saatavilla: https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Lahja/Yrityksen_sukupolvenvaihdos_verotuksessa

Verohallinto Osinkotulojen verotus [verkkodokumentti]. [viitattu 03.03.2017]. Saatavilla: https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Verohallinnon_ohjeet/Osinkotulojen_verotus%2834928%29

Verohallinto Sijoitukset [verkkodokumentti]. [viitattu 3.03.2017]. Saatavilla: <https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Sijoitukset>

Verohallinto Tuloverotus [verkkodokumentti]. [viitattu 13.2.2017]. Saatavilla: https://www.vero.fi/fi-FI/Yritys_ja_yhteisoasiakkaat/Tuloverotus

Villa, S. (2016) Konserniavustus ja oikeus vähemmistöosinkoon: KKO 2015:105 Lakimies 2/2016 s. 321-335